

İÇ VE DIŞ BORÇ TERCİHİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Yrd. Doç. Dr. Levent Yahya ESER

Karadeniz Teknik Üniversitesi, İİBF, (leventyahyaeser@gmail.com)

Arş. Gör. Nagihan BİRİNCİ

Karadeniz Teknik Üniversitesi, İİBF, (nbirinci@ktu.edu.tr)

ÖZET

Modern maliye anlayışının gelişmesiyle birlikte devletin borçlanarak bütçesini finanse etmesi olağan bir hal almıştır. Bu anlayışın bir sonucu olarak artan kamu borçları gerek ülke içerisinden gerekse ülke dışarısından temin edilmeye başlanmıştır. Bu noktada devletin iç ve dış borç tercihini etkileyen bazı faktörler bulunmaktadır. Bu çalışmada ülkelerin iç ve dış borç tercihini etkileyen faktörler ortaya koyulmaya çalışılmıştır. Bu amaçla hazırlanan çalışmada öncelikli olarak ülkelerin borç istatistiklerine yer verilmiş, ardından iç ve dış borç tercihini etkileyen faktörlere değinilmiştir. Çalışmada globalleşmeyle birlikte ortaya çıkan döviz kuru riskinin ülkelerin dış borçlanmaya başvurmasını olumsuz yönde etkilediği sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: İç Borç, Dış Borç, Ekonomik Kriz.

THE FACTORS AFFECTING DOMESTIC AND EXTERNAL DEBT CHOICE

ABSTRACT

With the development of modern public finance approach, the government borrowing to finance its budget has become commonplace. As a result of this approach, increasing public debts were begun to provide from both inside the country and outside the country. At this point, there are some factors affecting the domestic and external debt choice. In this study, the factors affecting the domestic and external debt choice has been tried to put forward. The study prepared for this purpose, at first countries' debt statistics, and then the factors affecting domestic and external debt choices are discussed. In this study, it is concluded that emerging exchange rate risk with the globalization has affected negatively the countries' borrowing from the external market.

Keywords: Domestic Debt, External Debt, Economic Crisis.

1. Giriş

Devletler, kamu harcamalarını finanse edebilmek amacıyla öncelikli olarak vergi gelirlerini kullanmaya başlamışlardır. Fakat zamanla vergi yoluyla elde edilen gelirlerin kamu açıklarını finanse etmede yetersiz kalması devletleri, iç ve dış borçlanma gibi kaynaklara başvurmaya yöneltmiştir. Devletler, tıpkı özel sektörün borçlanmasında olduğu gibi borcun maliyeti üzerine odaklanmaktadırlar. Çünkü gerek özel sektörün gerekse devletin amacı finansman açığı ihtiyacını en düşük maliyetle karşılayabilecek borç tercihini yapabilmektir. Bu noktada birçok ülkede borç yönetim ofisleri kurulmuştur. Bu ofisler devletin borç portföyünü oluşturmada ve yönetmektedirler. Bu yönetimde ise borç alternatifleri arasındaki tercih önemli rol oynamaktadır.

Hemen hemen bütün devletler kamu açıklarını kapatmak için vergileri artırma, para basma, borçlanma veya giderleri kısma gibi alternatiflere sahiptirler. Bunlardan giderleri kısma ve vergileri artırma devletin ekonomik ve sosyal fonksiyonları gereği her zaman mümkün olmamakta, para basma ise enflasyonist sonuçları nedeniyle arka planda tutulmaktadır. Bu nedenle modern toplumlarda en iyi alternatif borçlanma olarak görülmektedir. Bir devletin, borç alabileceği çeşitli alternatifleri bulunmaktadır. Bunlardan biri iç ve dış borçlanmadır. Bu noktada ise tercihi etkileyen faktörler ortaya çıkmaktadır. Ülkeler bu faktörleri göz önüne alarak borç yapılarını oluşturmaya çalışmaktadırlar.

Devletin borç kompozisyonunu oluşturmasında ilk etapta yurtiçi veya yurtdışı piyasa tercihi gündeme gelmektedir. Son zamanlarda gelişmekte olan ülkelerin borçları üzerindeki ilgi odağının ise iç borçlara doğru kaydığı görülmektedir. Geçmişte gelişmekte olan ülkeler dış borçlarla ilgili olarak çok sayıda döviz krizine maruz kalmışlardır. Küreselleşmenin etkisiyle birlikte ülkeler arasında ekonomik krizlerin daha hızlı yayılması, kamu iç borcunun gelişmekte olan ülkelerde önem kazanmasına neden olmuştur. İç borcun toplam borçlar içerisindeki payının artmasında ekonomik krizler ve yurtiçi kredi piyasasındaki gelişmeler etkili olmuştur. Bu gelişmeler kamu açıklarının kapatılmasında iç borçların öneminin artmasına neden olmuştur. Bu nedenle literatürde iç borçlar önem kazanmaya başlamıştır.

Devletlerin, modern maliye anlayışının etkisiyle birlikte, başvurmuş oldukları borçlanma sadece kamuya finansman sağlamakla kalmamakta aynı zamanda ekonomiye yön de vermektedir. Bu noktada ise devletlerin iç veya dış borçlanmaya başvurma tercihlerini etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Günümüzde özellikle iç ve dış borç arasındaki tercihte bir değişim yaşanmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkeleri ilgilendiren bu değişim ve iç ve dış borç tercihini etkileyen faktörler üzerinde çok fazla durulmamıştır. Devletin borç kompozisyonu oluşturma noktasında birçok faktör etkili olmakla birlikte, iç ve dış borç arasındaki tercih ve bu tercihi belirleyen etkenler, ele alınan bu çalışmanın temel araştırma konusunu oluşturmaktadır. Bu bağlamda çalışmada dünyada kamu borç stokundaki gelişim ele alınacak, ardından ise devletin iç ve dış borç tercihini etkileyen faktörlere değinilecektir. Son olarak da günümüzde borç yönetiminin temel kurallarına yer verilecektir.

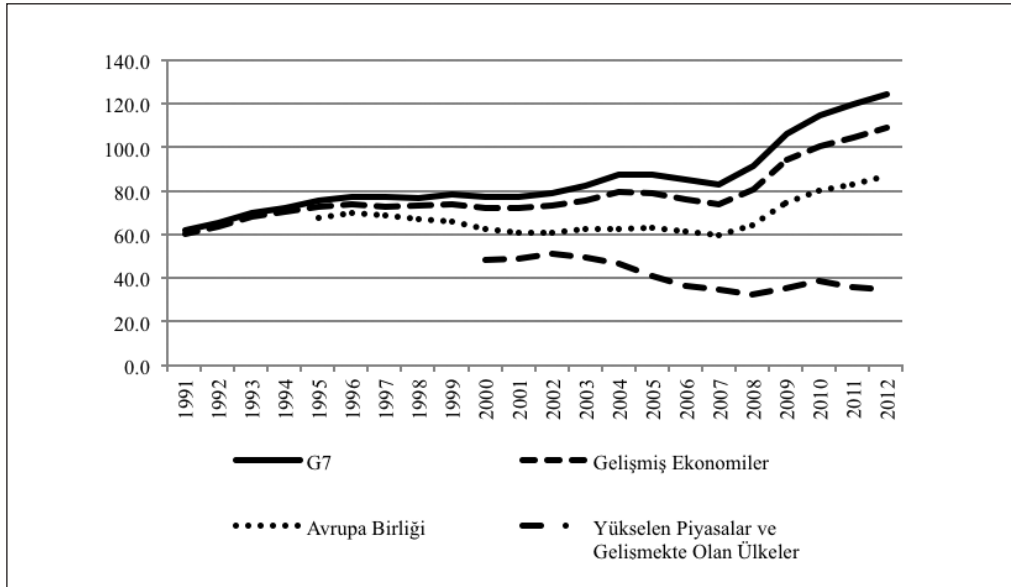
2. Dünyada Kamu Borç Stokundaki Gelişim

Kamu borcu, kararlaştırılan belirli bir vadeye dayalı devlet tahvillerinin toplam değerini ifade etmektedir. Kamu borçlarını, iç ve dış borç şeklinde iki farklı kategoriye ayırmak

mümkündür. İç borç, devletin hazine bonosu ve devlet tahvili gibi araçlarla yurtiçi alacaklılara borçlanması iken dış borç, ülke dışındaki yabancı hükümet ya da finans kuruluşlarından borçlanmayı ifade etmektedir (Qiu, 2010:3). Her iki çeşit borçlanmada neticede devletin finansman ihtiyacını karşılamayı amaçlamaktadır. Burada sadece dış borçlarla ilgili olarak değinilmesi gereken konu, ülkenin toplam dış borcu denildiğinde özel sektörün de dış dünyaya olan borcunun kastedildiğidir. Her ne kadar kamuya ait bir borç olmasa bile özel sektörün almış olduğu dış borç ülkenin yükümlülüğünü göstermekte ve bazen hazinenin garantörlüğü altında verilmektedir. Hazinenin garantör olduğu borçlarda ise hazine aynen borçlu gibi adlandırılabilir.

Aşağıdaki grafikte bazı ülke gruplarında toplam kamu borçlarının GSYH içerisindeki payının gelişimi yer almaktadır.

Grafik 1: Bazı Ülke Gruplarında Toplam Kamu Borçlarının GSYH'ye Oranı (%)



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database, 2013.

Yukarıdaki grafiğe bakıldığında ilk göze çarpan husus toplam kamu borçlarının GSYH'ye oranının gelişmiş ekonomiler açısından sürekli yükseldiği ve özellikle 2008 finansal kriziyle birlikte artışın daha belirgin olduğu şeklindedir. Yükselen piyasalar ve gelişmekte olan ülkeler açısından bakıldığında ise tam tersi bir durum izlenmektedir. Bu ülke grubunda toplam kamu borçları oran olarak azalmaya başlamış ve 2012 yılında %34,7'ye gerilemiştir. Bunun nedeni olarak ise, bu ülkelerdeki döviz kuru riski ve kırılganlıkların yüksek oluşu gösterilebilir. Özellikle 2000'li yılların başlarından bu yana uygulanmaya başlanan aktif para ve maliye politikaları gelişmekte olan ülkelerde mali açık ve kamu borç stoku seviyesini önemli ölçüde

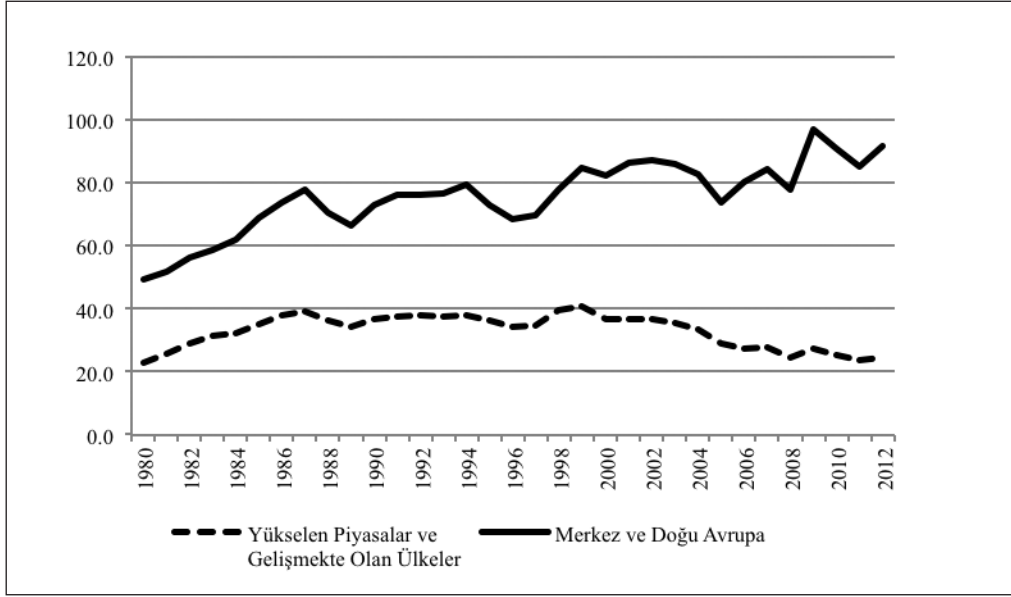
azaltmış; iç finansman artarken dövizle finansman önemli ölçüde zayıflamıştır. Ayrıca ortalama kamu borçlanma vadesi önemli düzeyde uzamıştır. Bu gelişmelerin nedeni olarak uygulanan aktif para politikaları ve son zamanlardaki global finansal krizler gösterilebilir (Mohanty, 2012:1). G7 ve gelişmiş ülkelerde bahsedilen borç oranı ise %100'ü aşmıştır. Örneğin G7 ülkelerinde bu oran 2012 yılında %124,8'dir. Özellikle Avrupa'da yaşanan borç krizi Avrupa Birliği'nde borçların artışına neden olmuştur. 2012 yılında Avrupa Birliği bazında ele alınan oran %87'lere ulaşmakla birlikte özellikle PIIGS olarak adlandırılan çevre ülkelerde bu oran %100'leri aşmıştır.

Konuya önem arz eden dış borçlar açısından bakmak, özellikle gelişmekte olan ülkeler bakımından çok daha önemlidir. Çünkü gelişmiş ülkelerde alınan dış borç genellikle ülkenin parası cinsinden olduğu için çok fazla problem olmamaktadır. Örneğin, Avro alanındaki ülkelerin borç yapılarına bakıldığında dış borçlarının neredeyse tamamının Avro cinsinden olduğu göze çarpmaktadır. Aynı durum ABD için de geçerlidir. Dolayısıyla döviz kuru riski bu ülkeler için diğer ülkelere olduğu kadar sorun oluşturmamaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere kamu borçları analizinin, dış borç üzerine odaklanmasının üç temel nedeni bulunmaktadır. İlk olarak, iç borçlanmada yalnızca mevcut kaynakların ülke içinde transferi söz konusudur, ancak dış borçlanmada ülkeye dışardan kaynak girişi sağlandığı için dış borç bir transfer sorunu oluşturmaktadır. İkinci olarak, gelişmekte olan ülkelere merkez bankaları dış borçları geri ödemek için gerekli olan değeri yüksek konvertibl parayı basamamaktadır; dolayısıyla dış borçlanma borç krizlerine yol açabilecek kırılmalıklar barındırmaktadır. Üçüncü olarak, iç kamu borcu ile ilgili güvenilir veriler bulunmamaktadır (United Nations, 2007:6-7). Tüm bu nedenler dolayısıyla borçlanma ile ilgili yapılan mevcut araştırmalar iç borçtan ziyade dış borç üzerine odaklanmaktadır. Ancak son zamanlarda, birçok ülke hem özel hem de resmi kuruluşlara olan kamu dış borcunun azaltılmasını ve bunun yurtiçi borçla ikame edilmesini hedefleyen politikalar benimsemiştir (United Nations, 2007:6; Panizza, 2008:1). Bu nedenle günümüzde artık gelişmekte olan ülkeler için dış borç sadece özel sektör bağlamında ele alınmaya başlanmıştır.

Dış borçların bahsedilen özelliklerinden dolayı aşağıdaki grafikte iki ülke grubunda toplam dış borçların GSYH içerisindeki payı ele alınacaktır.

Grafik 2: Toplam Dış Borçların GSYH İçerisindeki Payı (%)



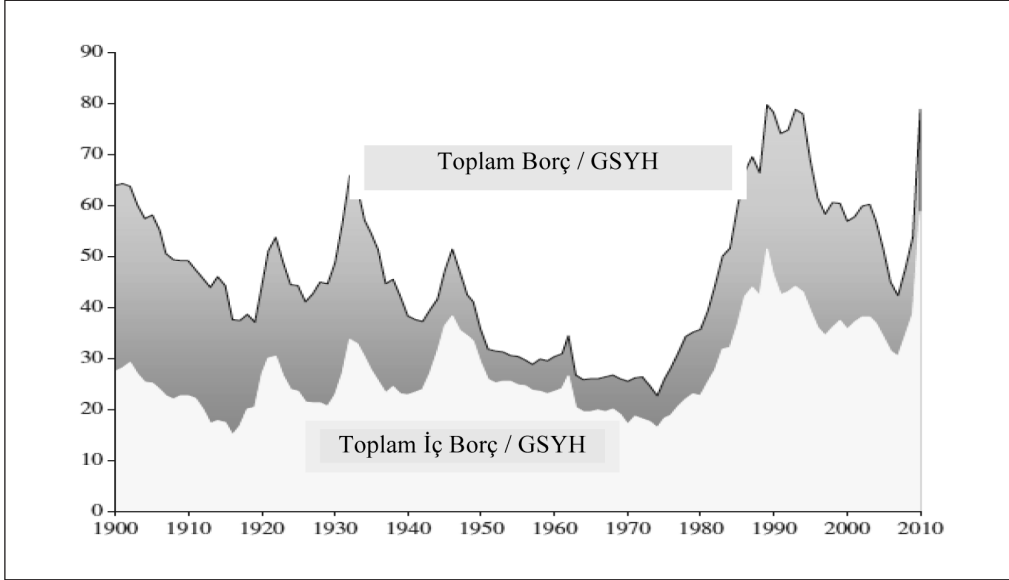
Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database, 2013.

Yukarıdaki Grafik 2'ye bakıldığında iki ülke grubundan Merkez ve Doğu Avrupa ülkelerinde toplam dış borçların daha yüksek olduğu göze çarpmaktadır. Ayrıca diğer göze çarpan husus da yükselen ve gelişmekte olan ülkelere dış borçların GSYH'ye oranının 2000'li yılların başlarından itibaren azalmaya başladığıdır. Fakat bu durum merkez ve Doğu Avrupa ülkeler için tam tersi bir seyir göstermektedir.

Grafik 2'deki verilerin yanı sıra dikkat çeken bir diğer durum da dış borçlar içerisinde yer alan özel sektör borçlarındaki gelişmedir. 1990 yılında gelişmekte olan ülkelerin uzun dönemli borçlarının yaklaşık olarak %95'i hükümetler ya da kamu sektörü kuruluşları tarafından alınmış ya da bu gibi kuruluşlarca garantilenmiştir. 2006 yılı itibariyle bu oran, kamu dış borcunu iç borç ile ikame eden açık bir stratejiyle %55'e düşmüştür (Forslund & Rau-Goehring, 2008:1). Diğer bir deyişle günümüzde gelişmekte olan ülkelere dış borçların içerisinde kamu sektörünün payı azalma eğilimi gösterirken özel sektörün borcu artma eğilimindedir. Örneğin Dünya Bankası verilerine göre orta gelir grubundaki ülkelere kamu sektörünün uzun vadeli dış borç stoku cari dolar kuru üzerinden 2011 yılında, 2003 yılına göre %23 artış gösterirken, aynı dönemde özel sektörün dış borcu %207 artış göstermiştir. Daha ilginç bir tablo ise düşük gelirli ülkelere yaşanmaktadır. Düşük gelirli ülkelere kamu sektörünün uzun vadeli dış borç stoku cari dolar kuru üzerinden 2011 yılında, 2003 yılına göre -%3,7 azalış gösterirken, aynı dönemde özel sektörün dış borcu %686 artış göstermiştir. (World Bank, 2013). Bu göstergeler kamu sektörünün bir nevi döviz kuru riskini özel sektör üzerine kaydırdığını göstermektedir. Ayrıca bu gelişmede ülkelerin yurtiçi borçlanma olanaklarının artmış olması da önem arz etmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde yukarıda bahsedildiği gibi dış borçlar ikinci planda tutulmaya ve iç borçlanmaya ağırlık verilmeye başlanmıştır. Dış borçlardaki dengesizliğe birçok nedenden dolayı ve geçen 10 yılda dış borç stokundaki önemli artıştan dolayı ilgi gösterilse bile, önemli makroekonomik analizler iç borcu içermektedir. İç borçlanma birçok ülkede gün geçtikçe daha önemli hale gelmektedir (Presbitero & Arnone, 2007:1). Aşağıdaki Grafik 3'te gelişmekte olan ülkelerde iç ve dış borcun dağılımındaki gelişmeler ele alınmaktadır.

Grafik 3: Gelişmekte Olan Ülkelerde Kamu Borçlarının Kompozisyonu



Kaynak: Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S. (2011). The forgotten history of domestic debt. The Economic Journal, 121: 323.

Yukarıdaki Grafik 3'e bakıldığında temelde iki sonuç çıkmaktadır. Birincisi, toplam borçların gelişmekte olan ülkelerde 1990'lı yıllardan itibaren azalmaya başladığı; ikincisi ise, toplam borçlar içerisinde dış borçların payının azalmış olduğudur. Grafik 3'teki gelişmelerin arkasında, birçok ülkede yaşanan dış şokların; sermaye hesabının önemli derecede serbestleştirilmesi ile iç kredi piyasalarına kolaylıkla yayılabilmesi yatmaktadır. Döviz kuru riskini üzerine alan ülkeler gerek kendi iç piyasalarında gerekse dış piyasalarda yaşanabilecek krizlerin etkilerine maruz kalabileceklerdir. Diğer taraftan bir borcun ödenememe olasılığı, bir ülkenin şoklara olan hassasiyetinin yanı sıra kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkenin genel politikalarını değerlendirmelerini ifade eden uzun dönem kredi notlarıyla gösterilir. Özellikle yükselen piyasa ekonomilerinde, bir hükümetin iki tür yükümlülüğe hizmet etme yeteneği geniş ölçüde değiştiği için iç ve dış borç arasındaki fark önem arz etmektedir. Bunlardan birincisi olan yabancı para cinsinden yükümlülükler likit döviz varlığı gerektirmektedir. İkinci yükümlülüğü ifade eden ulusal para cinsinden borç, devletin iç finansal sistem ve politikalar üzerindeki kontrolünün yanı sıra devletin vergilendirme gücü ile doğrudan doğruya ilgilidir (World Bank,

2005:82-83). Bu nedenle bu ülkeler, çok fazla kendi kontrollerinde olmayan dış yükümlülükler yerine daha kolay müdahale edebilecekleri iç yükümlülüklerle ağırlık vermektedirler.

1990 yılından bu yana iç borcun önemli düzeyde artışı üçü arz ve biri talep olmak üzere toplam dört faktörü yansıtmaktadır. İlk üçü arz tarafından dördüncüsü ise talepten kaynaklanana bu faktörler aşağıdaki gibi ifade edilebilir (Hanson, 2007:8-18):

i. Finansal Krizlerin Etkisi: Finansal krizler, birçok ülkede kamu iç borcunda büyük artışlara yol açmıştır. Özellikle büyük finansal kriz yaşayan ülkelerin çoğunda kamu iç borcunda büyük artışlar görülmüştür (Hanson, 2007:8). Bu durum gelişmekte olan birçok ülkede dış borçların geri ödemesinde zorluklara ve dış finansman sorunları yaşanmasına neden olmuştur. Bunun neticesinde iç borçlanmanın kamu borcunun finanse edilmesindeki rol ve önemi daha da artırmıştır. Son yıllarda dış borçlanmanın azalıp bunun yerini iç borçlanmanın almasının en temel nedeni, yaşanan finansal krizler olmuştur. Çünkü dış borçtan iç borçlanmaya geçiş finansal kriz ve borç krizi riskini azaltmaktadır.

1980'li yıllardan günümüze kadar meydana gelen finansal krizler incelendiğinde, para birimi uyumsuzluklarından kaynaklanan bilanço zayıflıklarının önemli bir rol oynadığı görülmektedir. Özellikle, yabancı para cinsinden borcu yüksek olan ülkeler, kur değişimlerine karşı olukça duyarlı hale gelmektedir. Dış borca aşırı bağımlılık durumunda ulusal paranın değer kaybetmesi, borcun ulusal para cinsinden değerini önemli ölçüde artırmaktadır (Margolin, 2007:1). Bu ise ülkenin döviz borçlarını ödemede zorlukla karşılaşmasına neden olmaktadır.

Döviz borcu olan ülkelerde finansal krizlerin etkisinin yüksek oluşu yeni arayışları beraberinde getirmiştir. 1997'de Asya'da finansal kriz patlak verdikten sonra çoğu gelişmekte olan ülkede makroekonomik temellerde bir değişim yaşanmıştır. Bunların arasında daha istikrarlı fiyatlar, daha esnek döviz kuru rejimleri, daha sağlam mali performans, güçlü ihracat performansı ve döviz rezervlerinin artması yer almaktadır. Bu ekonomik iyileşmeler gelişmekte olan ülkelerin borçları için uygun risk primi yaratmıştır. Kredi değerlendirmesi çoğu ülke için düzelmiştir. Düşük dış risk primi, düşük global faiz oranları ve yatırımcıların aşırı risk isteği çoğu gelişmekte olan ülke ekonomisi için ideal şartları oluşturmuştur (Mendoza, 2007:2-3).

ii. Merkez Bankası Borcundaki Artış: Merkez bankası borcundaki artışın muhtemel nedenleri arasında sermaye girişlerini sterilize etme ve böylelikle enflasyonu ve ulusal paranın dış değer artışını sınırlandırma çabası yer almaktadır. Birçok gelişmekte olan ülke, merkezi hükümet borcunun yanı sıra bankalara rezerv zorunluluğu getirmeyen merkez bankası tahvilleri çıkarmaya başlamışlardır. Merkez bankasının bu yükümlüğünün ilk gerekçesi, piyasa temelli araçları kullanarak para politikasını uygulamaktır. Bu yaklaşım, ticari bankaların rezerv zorunlulukları ve kredi kontrolü değişiklikleri gibi daha açık araçları içermektedir. Devletin borç piyasasından borçlanmak istemesi ve sıkı para politikası uygulaması, devlet tahvilinden yoksun bulunan merkez bankalarının kendi borç piyasalarını kurmaya başlamalarına neden olmuştur. Tipik olarak bu araçların satışı yalnızca bankalara yönelik olarak başlamıştır. Ancak günümüzde bazı ülkelerde diğer finansal kuruluşlar ve yabancılar da merkez bankası tahvili tutabilmektedir. Bu tarz merkez bankası tahvilleri merkezi hükümetin tahvil satışıyla rekabet doğurmaktadır. Merkez bankaları borç çevirme riskini azaltmak için sıklıkla borçların vadelerini uzatmaktadır (Hanson, 2007:13).

iii. İç Borçların Çekiciliğinin Artması: İç borcun çekiciliğinin artışındaki nedenler arasında; maliyetinin dış borca göre azalması, iç borç piyasasının gelişmesinin borçlanmayı kolaylaştırması ve borç piyasasının gelişmesinin büyük miktarda borç senetlerinin yeniden yapılandırılmasını kolaylaştırması sayılabilir. Bu faktörlerin sonucu olarak birçok gelişmekte olan büyük ülke ve diğer bazı küçük ülkeler 1990 sonrası dönemde kendi borç piyasalarını oluşturmuşlardır (Hanson, 2007:14). Böylece iç piyasada kredi bulma olanakları artmıştır.

İç borcun çekiciliğinin artmasında bir diğer neden ülke içindeki politik yönetimlerin tutum ve davranışları olmuştur. Ayrıca yurtiçi fon piyasasının gelişmesi de bu sürece katkı sağlamıştır. Birçok merkez bankası enflasyonu düşük seviyede tutmayı başaramıştır. Bunun sonucu olarak da nominal faiz oranları düşük kalmıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde düşük ve istikrarlı enflasyon oranları yurtdışı borçlanmayı azaltmayı başarmıştır. Geçmişte yatırımcılar enflasyon riskine karşı dövizle borç vermeyi tercih etmekteydiler. Fakat yurtiçi enflasyon oranlarındaki düşüş yatırımcıların ülke parası cinsinden borç vermelerine olanak sağlamıştır. Böyle bir durumda da devlet bazen enflasyon yaratarak kendi borcunun reel değerini azaltabilmeyi başarmıştır (Mehrotra vd., 2012:36-37).

iv. Kamu İç Borcu İçin Genişleyen Talep: 1994 ve 2005 yılları arasında devlet borçlanma senetlerine geleneksel alıcılar olan merkez bankalarının ve ticari bankaların ötesinde bir talep genişlemesi olmuştur. Bu dönemde merkez bankasının elinde bulundurduğu devlet borç senetlerinin payı azalmış, ticari bankaların elindeki borç senetlerinin payı ise göreceli olarak yüksek kalmıştır. Ayrıca yabancı bankaların iç piyasaya girerek iç borç senetlerini almalarına izin verilmiştir (Hanson, 2007:13-14).

Geçtiğimiz 15 yıl boyunca, ulusal para cinsinden borç piyasalarının bilinçli olarak geliştirilmesi birçok ülkede maliye politikasının en önemli hedefi haline gelmiştir. Bu yönelim, resmi uluslararası finansal kuruluşlarca da desteklenmiştir. İyileştirilmiş makroekonomik politikalar, bu hedefin gerçekleştirilmesinde önemli rol oynamıştır. Ayrıca global ekonomik çevre de son yıllarda bu konuya katkı sağlamıştır. Birçok yükselen piyasa ekonomisinde cari hesap fazlalarının oluşması dış emisyon ihtiyacını azaltmış; önemli para birimleri cinsinden faiz oranlarındaki düşüş, uluslararası yatırımcıların yeni borç piyasalarında daha yüksek getiri aramalarına sebep olmuştur. Getiri arayışı ise vade süresince finansman koşullarını kolaylaştırmıştır. Ulusal ve uluslararası faktörlerin bu kombinasyonu, yatırımcıların yerel tahvil alımlarını teşvik etmiş ve böylece birincil piyasa emisyonunu kolaylaştırmıştır. Sonuç olarak, yükselen ekonomilerin iç tahvil piyasaları ciddi anlamda büyümüştür (Margolin, 2007:2).

Yabancı para cinsinden borçlanmadan ulusal para cinsinden borçlanmaya geçişte diğer önemli faktör, yurtiçi tahvil ihracının uluslararası ihraca nispetle artmasıdır. Önemli uluslararası para birimlerinden ziyade yükselen piyasa ekonomilerinin para birimi cinsinden uluslararası tahvil ihracını artırmıştır. Yurtiçi borçlanmanın yapısı, yabancı para cinsinden borçlanma oranının azalması ile değişmiştir. Bu gelişmeler ışığında diğer bir husus ise, borç yapısının sürdürülebilirliği ile ilgilidir. 1990'lı yılların ortalarından sonra ve büyük ölçüde krizlerin sonucu olarak, yükselen piyasa ekonomilerinde toplam borç senetlerinin GSYH'ye oranı düşmüştür. 2000'li yıllarına başında sürdürülen güçlü mali politikalar ve olağan dışı olumlu global çevre bu trende katkıda bulunmuştur (Margolin, 2007:17).

3. İç ve Dış Borcun Avantaj ve Dezavantajları

Ülkelerin iç veya dış borçlanmaya başvurularında çeşitli faktörler rol oynamakla birlikte öncelikli olarak bu borçlanma türlerinin avantaj veya dezavantajlarına bakmakta yarar vardır. Çünkü bu tercihi etkileyebilecek olan faktörleri sıralanmadan önce, her iki borç türünün ekonomi üzerinde öncelikli olarak nasıl bir etki yaratabileceğinin değerlendirilmesini yapmak gereklidir. Bu bağlamda aşağıda her iki borç türünün ekonomi üzerindeki etkileri bakımından avantaj ve dezavantajlarına değinilecektir.

3.1. İç Borcun Avantaj ve Dezavantajları

Kamu borçlanmasında yaygın olarak iç borçlanmanın kullanılmasının ekonomi üzerinde olumlu ve olumsuz çeşitli etkileri olmaktadır (Christensen, 2005:521). İç borç taraftarları, özel yatırımların hacmini ve etkinliğini artıran daha derin ve daha gelişmiş sermaye piyasaları dolayısıyla, iç borçların büyüme, enflasyon ve tasarruflar üzerindeki olumlu etkilerine vurgu yapmışlardır. İç borç piyasaları, para piyasaları ile finansal piyasaların güçlendirilmesine, özel tasarrufların desteklenmesine ve yatırımların teşvik edilmesine katkıda bulunabilmektedir. İlk olarak, devlet iç borçlanma senetleri, dolaylı para politikası işlemlerinin ve bankalar arası piyasalarda teminatlı borç işlemlerinin yürütülmesinde hayati bir öneme sahiptir. Ayrıca, bankaların kendi likiditelerini daha etkin şekilde yönetmelerine yardımcı olarak merkez bankası müdahalelerine olan ihtiyacı da azaltmaktadır. İkinci olarak, devlet iç borçlanma senetlerinin getirileri, bankalar ya da diğer kuruluşlarca ihraç edilen uzun vadeli özel borç senetleri için bir fiyat göstergesi olabilmekte ve bu nedenle de bankacılık sektöründe rekabeti destekleyen özel sektör borç piyasasının gelişimine katkı sağlayabilmektedir. Üçüncü olarak, iç borçlanma araçlarının kullanılabilirliği, tasarruf sahipleri için, tasarrufları parasal olmayan sektörden resmi finansal sisteme çekmeye ve sermaye akımlarını artırmaya olanak sağlamaktadır. Buradaki olası faydalar tasarruf hareketliliğinin ötesine geçerek, kayıt dışı ekonomi büyüklüğünün azalması, vergi tabanının genişletilmesi, finansal derinliğin artması, para birimi ve ülke riski algılarının gelişmesi şeklinde genişletilebilir (Abbas & Christensen, 2010:213-214).

İç borçlar yatırım hacminin artmasını sağlamanın yanında yatırımların etkinliğini de artırarak toplam faktör verimliliğinin yükselmesine neden olabilir. Pek çok gelişmekte olan ülkede bankalar tabiatı gereği riskli ve önceden tahmin edilemeyen iş çevreleriyle karşı karşıya gelmektedirler. Bu durum onları özel sektör ile yakın ilişki kurmaya isteksiz hale getirmektedir. Sonuç olarak bankalar, tarım ve imalat gibi önemli stratejik sektörler için uzun vadeli finansman sağlamak açısından çok sınırlı bir rol oynamaktadır. Bankalara sabit ve güvenli bir gelir kaynağı sağlanmasında, devlet tahvilleri ek teminat olarak hizmet etmekte ve daha riskli sektörler için kredi verilmesini teşvik etmektedir. Uzun vadede, borç sözleşmeleri siyasi sorumluluğu artırmakta ve hükümetlerin uluslararası sermaye piyasalarına ulaşmaları için iyi bir performans geçmişi oluşturmalarına katkı sağlamaktadır. İç finansmana olan güvenin artması, dış finansman sorunlarının azaltılmasına da yardımcı olmaktadır (Abbas & Christensen, 2010:214). Ayrıca kamu açığının ulusal para cinsinden devlet tahvilleri ile finanse edilmesi, yabancı para cinsinden borç artışını sınırlandırmakta, ulusal paranın değerinin düşürülmesi riskini azaltmaktadır. Uzun vadeli borçlanma araçlarına sahip likit ve yoğun bir piyasa, kamu finansman maliyetlerinin azaltılmasına yardımcı olabilmekte ve yurtdışı yatırımlara alternatif olarak iç tasarruf sahipleri şartıyla sermaye kaçışlarını azaltabilmektedir. Son olarak, dış borçlanmadan iç borçlanmaya

geçiş devletin dışa bağımlılığını azaltarak, politik hesap verilebilirliği ve kurumsal reformları destekleyebilir (Presbitero, 2010).

Bahsedilen bu olası faydalarının yanı sıra iç borçlanmaya daha fazla başvurmanın çeşitli riskleri de beraberinde getirdiği söylenebilir. Öncelikli olarak ülkelerdeki yüksek kamu borç yükünün zaman zaman krizlere yol açtığı bilinmektedir. Bu noktada iç borca güvendedeki artış, faiz oranı riskinin yanı sıra borç çevirme riskini de artırmaktadır. Çünkü bu tür borçlarda vade dış borçtan genel olarak daha kısadır. Her ikisi de çeşitli makroekonomi ve borç yönetimi politikalarından etkilenebilir. Bu yüzden, borcun ve mali dengelerin sürdürülebilirliği ve yönetimi ulusal politika diyalogunda ön planda olmalıdır (World Bank, 2005:82).

İç borç ile ilgili en önemli endişe, özel sektör yatırımları üzerindeki dışlama etkisidir. Hükümetler ülke içinden borçlandığında, özel sektöre borç olarak verilebilecek özel tasarrufları tüketmektedirler. Piyasadaki daha küçük ödünç verilebilir fon havuzu, özel sektörün sermaye maliyetlerini artırmakta, özel yatırım talebini ve buna bağlı olarak sermaye birikimini, büyümeyi ve refahı azaltmaktadır. Özellikle uluslararası finansman erişiminin sınırlı olduğu sığ finansal piyasalarda, iç borç ihracı özel kredilerin daha hızlı ve şiddetli bir şekilde dışlanmasına neden olmaktadır. İç borcun eleştirildiği diğer bir nokta, mali sürdürülebilirlik ve borç sürdürülebilirliği üzerindeki etkisi ile ilgilidir. İç borç ayrıcalıklı dış finansmandan daha pahalı görülmektedir. Sonuç olarak, iç borç faiz yükü önemli kamu gelirlerini tüketmekte ve dolayısıyla fakirler için olan harcamalar ile büyümeyi artırıcı harcamaları dışlamaktadır. Ayrıca, hükümetin kredibilitesi düşük olduğunda, zaman uyumsuzluğu problemleri nedeniyle iç borç maliyetleri önemli bir şekilde artabilmektedir. Çoğu düşük gelirli ülkelerde olduğu gibi devletin topladığı vergilerin yetersiz kalması durumunda açıkların finansmanı için para basılması bir yandan mevcut reel iç borç yükünü azaltacak diğer yandan da senyoraj geliri oluşturacaktır. Bu koşullar altında devlet klasik zaman uyumsuzluğu sorunu ile karşılaşacak ve bu nedenle ya hiçbir şekilde nominal borç ihraç etmeyecek ya da potansiyel sürpriz enflasyon riski için yatırımcıların zararını telafi edecek önemli bir prim ödemek zorunda kalacaktır (Abbas & Christensen, 2010:212-213).

Sonuç olarak iç borcun faydaları ve maliyetleri arasındaki denge, istikrarlı bir makroekonomik çevre, etkin bir para piyasası, geniş bir yatırımcı ortaklığı ve sağlam hukuki altyapı, düzenleyici ve denetleyici anlaşma gibi şartların varlığına bağlı bulunmaktadır (Presbitero, 2010). Bu nedenle bahsedilen bu şartları taşımayan bir ülkede iç borcun avantaj ve dezavantajlarının ne yönde olacağını tahmin etmek güç olacaktır.

3.2. Dış Borcun Avantaj ve Dezavantajları

Kamunun dış borçlanmasında da aynen iç borçlanmada olduğu gibi çeşitli avantaj ve dezavantajlar bulunmaktadır. Büyük miktardaki kamu dış borcu devletlere bazı avantajlar sağlamaktadır. Kamu dış borcunun sıklıkla ifade edilen makroekonomik avantajlarından bazıları, düşük yurt içi tasarruflarla ve küçük yerel tahvil piyasalarıyla sınırlanmaması ve özel yatırımlar için daha az dışlama etkisi yaratmasıdır (Hanson, 2007:5). Ayrıca hükümetin reel borç yükünü azaltmak için enflasyon yaratmak zorunda kalması gibi bir teşviki ortadan kaldırdığı için de dış borçlanma daha büyük mali ve parasal disipline neden olmaktadır (Beaugrand vd., 2002:9). Çünkü iç borçlanma durumunda devlet sıkıştığı takdirde enflasyonu artırarak iç borç yükünü azaltabilmektedir.

Kamu dış borcunun avantajlarından biri de 1990'lı yılların başlarında vadesiyle ilgili olmuştur. İç borçlanma genellikle enflasyonist durumlardan dolayı daha çok kısa vadeliydi. Bazı finansal konularda- özellikle yabancı para cinsinden daha uzun vadeli borçlanmada- dış borçlanma (ve dövize endeksli ya da dövizle yapılan iç borçlanma) tercih edilmekteydi. Özellikle enflasyonist dönemlerde olmak üzere yabancı para cinsinden borçlanma, faiz oranlarının daha düşük olması nedeniyle, ulusal para cinsinden borçlanmaya göre daha uzun vadeye sahiptir. Yerli ve yabancı para faiz oranları arasındaki farkın nedeni, beklenen enflasyon/amortisman oranıyla sermaye akımları ve vergilemedeki farklılıklar üzerindeki gerçek ve potansiyel kontrollerin etkisini yansıtan risk primidir (Hanson, 2007:5). Bu nedenle yabancı para cinsinden borçlanma tasarruf sahiplerinin ilgisini daha çok çekebilme, böylece devletin paraya olan ihtiyacı daha kolay karşılanabilmektedir. Çünkü enflasyonist dönemde yurtiçindeki faiz beklentisi daha yüksek olmaktadır.

Borçlanma, özellikle gelişmekte olan ülkeler için, yurtdışı piyasalardan sağlandığında önemli faydaları olabilmektedir. Çünkü bu ülke gurubunda yurtiçi tasarruflardaki yetersizlikten dolayı yurtdışı kaynaklara başvurmak ülkenin ekonomik büyüme ve kalkınmasına olumlu katkı sağlayabilmektedir. Özellikle teknoloji ithali bu ülkelerin gelişmeleri için önem arz etmektedir. Teknoloji ithali yoluyla dış borçlanma ise günümüz dünyasında bu ülkelerin gelişmesine olumlu katkı sağlayabilecektir.

Dış borçlanmanın ifade edilen avantajları yanında birçok dezavantajı da bulunmaktadır. Kamu dış borçlanmasının yurtiçi faiz oranlarını ve ödünç verilebilir fon arzını doğrudan etkilememesine rağmen, bu borçlanma fiyatlar ya da nominal döviz kuru üzerindeki etkisi vasıtasıyla özel yatırımları dışlayabilmektedir. Bütçe açıklarının yerel olarak üretilen mallara ilişkin harcamalardan kaynaklanması durumunda, dış borçlanma reel efektif döviz kurunun değer kazanmasına neden olmaktadır. Reel efektif döviz kurunun değer kazanması ise belirli yerel üreticiler üzerinde dışlama etkisi yaratmaktadır. Benzer koşullar altında, iç borçlanma faiz oranlarında artışa ve yurtiçi özel yatırımlarda azalışa yol açabilecektir. Bu ise kısmen artan özel dış yatırımlar tarafından dengelenebilecektir (Beaugrand vd., 2002:9).

Kamunun dış borçlarındaki artış ekonomiyi zayıflatma eğiliminde olabilir. İlk olarak, dış borçlanma, dış koşullara hassasiyeti artırmaktadır. Borç değişken faizli olduğunda, daha yüksek dış faiz oranı, borç servis maliyetlerinde bir artışa neden olur, bu ise bütçe harcamalarını artırır. Aynı şekilde, paranın değer kaybetmesi borç servisinde artışa neden olur. İkinci olarak, devlet büyüyen açığı kapatmak için borç aldığı anda, dış borçlanma, sürdürülemez bir borç düzeyine, toplam kamu harcamaları içinde aşırı bir borç servis oranına ve borca hizmet edecek dövizin tamamen kullanılmasına yol açar. Bu durum uzun dönemde borç krizine neden olabilir (Beaugrand vd., 2002:10).

Literatürdeki dış borçlanmanın avantaj ve dezavantajlarıyla ilgili teorik yaklaşımların yanında Monterrey Mutabakatı'nda da dış borçlanmanın ekonomik büyümenin teşvik edilmesinde faydalı bir araç olabileceği, ancak sürdürülemeyen borcun krizlere yol açabileceği ve ekonomik büyümeye zarar verebileceği ifade edilmiştir. Çünkü aşırı dış borçlanma aynı zamanda bir ülkenin para ya da maliye politikası alanını daraltmakta ve özel yatırımları caydırabilmektedir. Genel olarak büyük sermaye akımları bir yandan borç alan ekonominin gücünün bir göstergesi, iyi kuruluşların ve yatırım fırsatlarının ise kanıtı olarak görülmektedir.

Diğer taraftan ise, borç stokundaki artış sermaye girişinin doğal bir sonucu olmasına rağmen, gelişmekte olan ülkeler dış borç stokunun artışı konusunda endişe duymaktadırlar. Bu endişenin nedeni, sermaye akımlarının ve dış borç algısının zamana bağlı olarak değişebilir olmasından kaynaklanmaktadır (Forslund & Rau-Goehring, 2008:1).

4. Devletin İç ve Dış Borçlanma Arasındaki Tercihini Etkileyen Faktörler

Yakın bir zamana kadar, kamu borcu ile ilgili olarak yapılan çalışmalar borç yapısının rolüne fazla önem göstermeyip daha çok toplam borç düzeyine odaklanmıştır. Ancak 1990'lı yıllarda yaşanan krizler, borç tercihinin önemini ortaya koymuş; kısa vadeli borçlanma ve yabancı para cinsinden borçlanma ile ilgili riskleri gündeme getirmiştir (Panizza vd., 2010:13). Bu noktada borç tercihinin etkileyen faktörler borç yönetiminde etkili olmaya başlamıştır.

Hükümetler kamu açıkları ile karşılaştıklarında iç ve dış borçlanma arasında bir seçim yapmak durumundadırlar. Eğer tercih hakkı söz konusu ise seçim; maliyet ve riske göre yapılacaktır. Genellikle düşük enflasyon, istikrarlı bir döviz kuru, düşük faiz oranları ve uygun getiri eğrileri, yeterli bir yabancı rezerv ve etkin ulusal sermaye piyasaları gibi çeşitli hedeflerin peşinde koşmaları nedeniyle hükümetler için bu seçim kolay olmamaktadır. Çünkü kamu borçlarının potansiyel büyüklüğü nedeniyle borçlanma ihtiyacının karşılanması ekonomi üzerinde önemli etkilere sahiptir. Üstelik, kamu sektörü finansman araçları ve mekanizmaları finansal aracılığın gelişmesine ve böylelikle sürdürülebilir büyümenin teşvik edilmesine yardımcı olmaktadır (Beaugrand vd., 2002:3). Bu nedenle devletler borçlanırken, borcun sadece finansmanı değil aynı zamanda ekonomi üzerindeki etkilerini de düşünmek zorundadırlar.

Kamu finansmanının amacı, herhangi bir makroekonomik ve parasal etkinin yanı sıra maliyet ve risk unsurlarını da hesaba katarak mali kaynakları harekete geçirmektir. Tipik olarak, borç yönetiminden sorumlu hükümet yetkilileri, ilk olarak mali yükün minimize edilmesini, yani doğrudan kamu borcu maliyetinin azaltılmasını hedeflemektedir. Ancak, hükümetin borçlanma gereksinimini karşılamasında çeşitli seçenekler arasında yapacağı tercihte birçok hususu dikkate alması gerekmektedir. Uygulamada bu durum, makroekonomik yönetimden sorumlu birimler arasında, özellikle de maliye bakanlığı ve merkez bankası arasında yakın koordinasyon gerektirmektedir (Beaugrand vd., 2002:3).

Her kamu açığı finansman tercihinin bağlı olarak bir maliyet yaratmaktadır. Finansman tercihi bütün ekonomi için risk ve maliyetleri minimize etme anlamına gelmektedir. Bu noktada para basma yurtiçi veya yurtdışındaki özel sektörden borçlanma alternatifler arasında yer almaktadır. Bütün şartlarda uygulanabilecek optimal bir yaklaşım bulunmamaktadır. Bu tercih finansmana ulaşım, ekonomik çevre, kurumsal çerçeve ve yurtiçi finansal piyasaların gelişme derecesine bağlıdır. Bir açığın nasıl finanse edileceği kararını verirken, özellikle özel yatırım ve cari denge ile ilgili makroekonomik yansımalarına, maliyetine, faiz oranına, döviz kuru riskine ve borç sürdürülebilirliği üzerindeki etkisi gibi bazı teorik konulara dikkatle bakılması gerekmektedir (Beaugrand vd., 2002:7).

Forslund, Lima ve Panizza yapmış oldukları bir çalışmada, gelişmekte olan ülkeler ile yükselen piyasa ekonomilerini kapsayan geniş bir örnek çerçevesinde, kamu borcunun oluşumundaki son eğilimleri ortaya koymaya ve iç ve dış kamu borcu arasındaki tercihi açıklamaya yönelik ampirik bulgunun mevcut olup olmadığını test etmeye çalışmışlardır.

Analizleri şaşırtıcı iki sonuç ile neticelenmiştir. Birincisi, ülkenin kendi özellikleri, kamu borcunun kompozisyonundaki bölgesel farklılıkları açıklamamaktadır. İkincisi ise, enflasyonist sürecin kamu borcunun kompozisyonu üzerinde istatistiksel olarak önemli bir etkisi olmadığı yönündedir. Özellikle yüksek enflasyon geçmişi olan ülkelerin yurtiçi borçlanmalarının daha düşük oranda olduğu yönünde bir kanıt bulamamışlardır. İkinci sonuçtan hareketle sermaye kontrollerinin yüksek düzeyde olduğu ülkelerde iç borç miktarı ve enflasyon geçmişi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna varılmıştır. Sermaye kontrollerinin düşük ya da orta düzeyde olduğu ülkelerde ise, enflasyon geçmişinin iç borç miktarı üzerinde olumsuz ve istatistiksel olarak önemli bir etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır (2011:207).

Yukarıda bahsedildiği gibi kamu borçlanması sadece devlete finansman sağlamak amacıyla yapılan basit bir işlem olmayıp, gerek kamu maliyesi gerekse ekonomi üzerinde önemli etkileri olan bir işlemdir. Borç yöneticileri, optimal kamu borcu yapısını belirlerken borç alternatiflerinin maliyet ve riskleri arasındaki değiş tokuşa ve muhtemel dışsallıkların rolüne dikkat etmelidirler (Panizza, 2008:11). Bu noktada borç yönetiminin temel olarak dikkat edilmesi gereken konular başlıklar halinde aşağıda ele alınmıştır.

i) Risk: Borç yönetimi, borç portföyünü yönetirken genel olarak, piyasa riski, borç çevirme riski, likidite riski, kredi riski, mutabakat riski ve operasyonel risk ile karşı karşıyadır. Borç yönetimi açısından bu riskler ayrı ayrı öneme sahip olsalar bile özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından ilk ikisi çok büyük önem taşımaktadır. Piyasa riskinin ortaya çıkışında faiz oranları, döviz kurları ve fiyatlardaki dalgalanmalar etkili olmaktadır. Borçların vade yapısı ve döviz cinsi değiştiğinde piyasa riski de artmaya başlamaktadır. Borç çevirme riski ise sürdürülebilir borç yükünün artması, politik belirsizlik, finansal istikrarsızlık gibi nedenlerle piyasalara olan güvenin azalmasıyla birlikte ortaya çıkmaktadır ve böyle bir durumda yeniden borçlanma ancak piyasaların kabul ettiği risk priminin maliyetlere dahil edilmesi ile mümkün olabilmektedir. Böyle bir durumda faizlerdeki yükseliş borç servisinde ve sürdürülebilir borç yükünde artış yaratarak sarmal ilişki yaratıp borçlanma maliyetlerinin daha yüksek seviyelere çıkmasına neden olmaktadır. Bu ise borç çevirme riskinin ortaya çıkmasını sağlamaktadır (Ateş, 2002:19).

Diğerlerine bakıldığında ise, kredi riskinin borç verilen kuruluşun borcunu ödeyememesi durumunda ortaya çıktığı görülmektedir. Garantili borçlar yapısı gereği kredi riski en yüksek olan borç türüdür. Doğrudan ve dolaylı olarak garanti verilen borçların geri ödenmemesi durumunda borç yönetimi kredi riskine maruz kalmaktadır. Operasyonel risk, borç ofisinin çalışması sırasında personel hataları, sistem aksaklıkları ya da benzer nedenlerle ortaya çıkabilecek riskler olarak tanımlanabilir. Etkin bir iç denetim ile bu riski azaltmak veya ortadan kaldırmak mümkün olabilmektedir (Ateş, 2002:20-21). İki taraflı bir işlemde, işlemin bir bölümünün tamamlanmış diğer bölümünün ise sonuçlanmamış olması durumunda ortaya çıkabilecek zarar mutabakat riski olarak adlandırılmaktadır. İşleme taraf olanlardan birisinin yükümlülüğünü yerine getirmekte gecikmesi nedeniyle ortaya çıkan zaman farklılığı, diğer tarafı kayba uğratmaktadır (Marchetti vd., 2012:1). Likidite riski ise, borçların geri ödenmesi esnasında hazinenin yeterli nakit paraya sahip olmaması halinde ortaya çıkmaktadır. Bu durum borçların çevrilmemesi anlamına gelmektedir.

Risk faktörü genellikle alınan borcun döviz kompozisyonuna bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler yetersiz tasarruflar veya ödemeler bilançosu

dengesi probleminde dolayı dış borçlanmaya ihtiyaç duymaktadırlar. Bu durum ise, bu ülkelerin döviz kuru riskiyle karşı karşıya kalmalarına neden olmaktadır. Bahsedilen bu risk gelişmiş ülkeler için çok büyük bir sorun oluşturmamaktadır. Çünkü bu ülkeler neredeyse bütün borçlarını ülke parası cinsinden almaktadır. Günümüzde Avrupa Birliği ülkelerinin neredeyse bütün borçları, para birimleri olan Avro cinsindedir. Aynı durum Amerika Birleşik Devletleri için de geçerlidir. Bu nedenle döviz kuru riski daha çok gelişmekte olan ülkeler için ele alınan bir konudur.

Borçlanmada risk yaratan bir diğer unsur ise vadedir. Genellikle uzun dönemli ulusal para üzerinden yapılan borçlanma vade ve para birimi uyumsuzluğunu azaltmakta ve böylelikle kısa dönemli dış borçlanmadan daha güvenli olmaktadır. Bu durum iç ve dış borçlanma arasındaki tercih için önem taşımaktadır. Çünkü, çoğu gelişmekte olan ülke, kısa ya da uzun dönemde uluslararası piyasada ulusal para cinsinden borçlanmak konusunda başarısızdır. Bu noktada ülkelerin temel hedefi faizi düşük ve ulusal para cinsinden yapılan uzun vadeli borçlanmadır. Bununla birlikte çoğu gelişmekte olan ülke kendi iç piyasasında ulusal parayla tahvil ihraç ederken, bunlardan birkaçı makul bir faiz oranı ile uzun vadeli iç borç ihraç edebilmektedir ve bunlar, vade ve para birimi uyumsuzluğu arasında bir değiş tokuş şansına sahip olamamaktadır. Bu potansiyel değiş tokuştan kaçınmak için ne tür politikaların gerekli olduğu açık değildir. Yapılan araştırmalar bir ülkenin kendi ulusal parası cinsinden uzun vadeli iç borçlanması için düşük enflasyon ve makroekonomik istikrara sahip bir geçmişe sahip olması gerektiğini ifade etmektedir. Bunun yanında sermaye kontrollerinin varlığı, yurtiçi kurumsal yatırımcıların rolü ve yurtiçi piyasalara yabancıların girişi gibi diğer politikaların potansiyel rolleri hakkında kesin bir kabul bulunmamaktadır (Panizza, 2008:10).

Ülkeler yurtiçi piyasada ulusal para cinsinden yapacakları borçlanma için yabancı yatırımcıları da çekmeye çalışabilir ve yurtiçi tahvil piyasalarının gelişimi için çeşitli politikalar izleyebilirler. Yurtiçi piyasada yabancı yatırımcıların katılımını teşvik ederek ve kurumsal yatırımcıların artmasını destekleyerek yatırımcı tabanı genişletilmek istenebilir ve böylece piyasa hacmi artırılmaya çalışılır. Yabancı yatırımcıların varlığı, net dış kaynakların ülkeye akışının artmasını sağlayarak piyasa büyüklüğünün artmasına ve dışlama etkisinin sınırlandırılmasına neden olabilir. Bu bağlamda yurtiçi piyasalardaki büyük orandaki yabancı yatırımcıların varlığı, uluslararası piyasalarda ülke parasıyla borçlanmaya eşdeğerdir. Bununla birlikte yurtdışı yatırımcıların varlığını desteklemeyi amaçlayan politikalar, politika alanında bir kayıpla sonuçlanabilir. Örneğin böyle politikalar, genellikle sermaye kontrollerinin varlığı ve bir ülkenin kendi döviz kurunu kontrol etme kabiliyetiyle tezat oluşturur. Yabancı yatırımcıyı çekmeye çalışan politikalar sıcak paranın aniden ülke dışına çıkışıyla sonuçlanabilir ve böylece yüksek sermaye akışı oynaklığa ve finansal istikrarsızlığa neden olabilir. Ayrıca hangi tür politikaların yurtiçi piyasalara yabancı yatırımcı çekeceği üzerinde de anlaşmazlık bulunmaktadır (Panizza, 2008:13). Bu nedenle yabancı yatırımcıyı çekmeye çalışan politikalar da bir risk oluşturabilmektedir.

Yabancı yatırımcıyı çekme politikaları haricinde yurtiçindeki bankalardan ve özel sektörden borçlanma, nispeten iyi gelişmiş bir finansal aracılık sistemini gerektirmektedir. Bu kurumlardan borçlanma enflasyonist baskıları ve dış borç krizi riskini azaltmaktadır. Daha düşük ve daha az değişken olan enflasyon ise, iç borç piyasasının derinleşmesine yardımcı olmakta, kamu borç bileşimini değiştirebilmekte ve kamu borçlanmasını daha az riskli hale

getirebilmektedir. Ancak yurtiçi piyasalardan borçlanma özel yatırımları dışlama etkisine ve böylelikle büyümeyi cezalandırma eğilimine sahip olabilmektedir. Hükümetin iç finansman kaynakları ödünç verilebilir fon arzını azaltmaktadır. Faiz oranlarının nispeten esnek olduğu ülkelerde reel faiz oranları üzerindeki yukarıya doğru baskı, özel yatırımlarda bir azalışa yol açar. Döviz kuru ve faiz oranları hükümet kontrolüne tabi ise, iç finansman yoluna başvurma, özel sektörün kullanabileceği kredi miktarını azaltarak özel yatırımlar üzerinde doğrudan bir dışlama etkisi yaratabilir (Beaugrand vd., 2002:9; Mehl & Reynaud, 2010:7-9). Bu ise ülkede ekonomik büyümeye olumsuz katkı yapabilir.

Dışlama etkisi yurtiçi borçlanma piyasalarının geliştiği ülkelerde çok sorun yaratmayabilir. Yurtiçi borçlanma piyasalarının gelişmiş olması, bilançolardaki para birimi uyumsuzluklarını azaltarak ve borcun vadesini uzatarak finansal istikrara katkıda bulunmaktadır. Bu tür piyasaların bulunmaması, bilanço açıklarına neden olabilecek riskli finansal kararlar alınmasına neden olarak temerrüt riskini artırmaktadır. Örneğin, uzun vadeli projeleri finanse etmek için ulusal para cinsinden kısa vadeli enstrümanlar kullanma faiz oranı ve röfinansman risklerine neden olmaktadır (Margolin, 2007:1).

ii) Maliyet: Maliyet faktörü genellikle riskle ters yönlü hareket eden bir unsurdur. Özellikle enflasyonist eğilimlerin hakim olduğu gelişmekte olan ülkelerde yurtiçi faizler yükseleceği için dış borçların maliyeti daha düşük olacaktır. Şayet ülkenin kredibilitesinde sorun yoksa rahatlıkla dış kaynaklara başvurulabilir. Fakat bu noktada devreye ülkenin döviz kurlarındaki oynaklık girmektedir. Şayet döviz kuru yükselme eğiliminde ise borcun maliyeti de yükselecektir. Ülkenin iç borca başvurusu durumunda ise maliyetlerin yüksekliği ve tasarruf yetersizliğinin yaratacağı dışsal maliyetler söz konusu olacaktır.

Maliyetle riskin ters yönlü hareket ettiği piyasada borç yönetiminin temel amacı riski dikkate alarak en uygun borçlanma maliyetini sağlamaktır. Düşük gelirli ülkelerde daha güvenli ve daha ucuz borçlanma arasında bir değiş tokuş yoktur. Bu grup ülkelerde dış borç özel oranlar ve uzun vadelere sahiptir. Böylece, dış borçlanmada potansiyel bir döviz uyumsuzluğu olsa bile, dış borçlanma (hem dönem başı hem de dönem sonu) iç borçlanmadan daha ucuzdur. Örneğin IMF tarafından 2006 yılında yapılan ve 65 ülkeyi örnek alan bir çalışmaya göre, iç borçlar toplam borçların yaklaşık %21'ini oluştururken toplam faiz ödemelerinin yaklaşık %42'sini oluşturmaktaydı. Ayrıca uzun dönemli özel dış borcun kısa vadeli ve çevrilme riskine sahip yurtiçi borçlanmadan muhtemelen daha güvenli olduğu ifade edilmektedir (Panizza, 2008:13).

Kur ve vade arasında bir değiş tokuşun olduğu durumlarda ise ülkeler, piyasanın istediği fiyatı ödemeye razı olduğu sürece, ülke parasıyla uzun vadeli borçlanma yapabilirler. Bu fiyatın, tam olarak enflasyon veya devalüasyon beklentilerini yansıtmayabilmesi ve bu nedenle çok yüksek olması sorun oluşturabilecektir. Ülkeler bu nedenle kredibilite sağlama ve enflasyonist beklentileri tespit etmede yardımcı olabilecek daha ucuz yabancı parayla borçlanmayı tercih edebilirler. Bununla birlikte kredibilite eksikliğinin ülkenin parasıyla uzun dönemli borçlanmanın önündeki tek engel olması durumunda ulusal para cinsinden yapılan enflasyona endekli borç, kur uyumsuzluğunu azaltması bakımından yabancı parayla yapılan borçlanmaya hakim olur ve maliyet bakımından nominal yurtiçi parayla yapılan borca hükmeder. Böylece ülkeler diğer finansman şekillerinden pahalı olmadığı sürece iç borçlanmayı tercih edebilirler (Panizza, 2008:14).

Uygun olmayan borç yapıları da yüksek faiz ödemelerine yol açarak maliyetin yükselmesine neden olabilir. Genel olarak, daha düşük maliyetli borç yapıları (döviz cinsinden borcun aşırı kullanımı gibi), beklenmedik bir şok durumunda daha yüksek riske konu olabilir. Geçmişte, birçok yükselen piyasa ülkesi, özellikle de Latin Amerika, döviz kuruna bağlı araçların ihracına ağırlık vermiştir. Meksika'nın 1994 yılındaki durumu buna iyi bir örnek teşkil etmektedir. 1994 yılı sonunda Tesobono'un toplam iç borç stokunu bir önceki yıldan %4 fazla açıklaması uluslararası yatırımcıları alarma geçirmiştir. 1994 yılı sonunda ulusal paranın devalüe edilmesi borç stokunda önemli bir artışa ve nihayetinde önemli finansal istikrarsızlığa neden olmuştur. Bu gelişmenin ardından fazla zaman geçmeden Meksika'nın finansal istikrarsızlığı bölgedeki diğer ülkelere de yayılmıştır. Bu olay sağlıklı bir borç yapısının olumsuz mali sonuçlar doğurabileceğinin açık bir örneğidir (Das vd., 2010:11).

iii) Dışsallıklar: Bir ekonomik birimin hareketinin diğer ekonomik birimleri olumlu ya da olumsuz etkilemesi olarak tanımlanabilecek dışsallık borçlanma sonucunda da oluşabilmektedir. Kamu sektörünün iç veya dış borçlanmaya başvurması birçok yönden ekonomiyi etkilemektedir. En çok bahsedilen etkisi yönünden bakıldığında iç borçlanma tasarruf piyasasını etkileyerek özel sektörün dışlanmasına neden olabilecektir. Dış borçlanma ise ödemeler bilançosuna katkıda bulunabilirken, diğer taraftan yerli ve yabancı para türü arasındaki dengeyi de bozabilmektedir. Ayrıca alınan paranın gereksiz yerlere kullanımı israf riski de yaratmaktadır. Kısaca borçlanma bir dışsallık riski yaratabilmektedir.

Devlet ekonomide büyük bir oyuncudur ve devlet tahvilleri için geniş ve likit bir piyasanın varlığı, gerekli minimum büyüklüğü sağlayarak, getirileri karşılaştırarak ve gerekli işlem hacmi altyapısını sağlayarak özel sektör tahvil piyasasının gelişimini teşvik edebilir. Bununla birlikte iç borçlanma için iyi bir piyasanın oluşması yurtiçi tasarruf sahipleri için dışarıda yapacakları yatırımlarına bir alternatif sağlamakta ve böylece sermaye kaçışını azaltmakta ve onların tasarruflarının kayıt dışı ekonominin azaltılması ve finansal derinlik bakımından büyük faydalar sağlayan yasal finansal sisteme dönmesine yardımcı olmaktadır. Bununla birlikte, tahvile bağlı araçlar için sınırlı talebin olması durumunda, piyasa oluşturma bir dışlama etkisi yaratabilir ve yurtiçi devlet tahvillerine aşırı güven özel sektör tahvil piyasasının gelişmesini engelleyebilir. Ayrıca, dışsallıklar pazar büyüklüğünü aşabilir. Örneğin, kamu borcunun vadesinin uzatılması bir pazar oluşturma etkisi yaratabilir ve şirketlerin uzun vadeli borç sorununa yardımcı olabilir. Ancak bu politika, borcun etkisini azaltacak şekilde devlet teşviklerini artırabilir ve enflasyonist beklentileri artırarak da şirket borcunun vadesi üzerinde negatif bir etkiye sahip olabilir (Panizza, 2008:13).

5. Borç Yapısını Etkileyen Faktörler Çerçevesinde Günümüzde Kamu Borç Yönetimi

Son 15 yıldır, iyi bir borç yönetiminin, ülkelerin borçlanma maliyetlerinin azaltılmasına, mali riskin kontrol altına alınmasına ve iç borç piyasasının gelişmesine katkı sağlayabileceği konusunda geniş bir uzlaşma söz konusudur. Ayrıca böyle bir kamu borç yönetiminin, finansal istikrarın sürdürülmesini kolaylaştırabileceği ve ulusal finansal sistemin gelişmesine katkı sağlayabileceği savunulmaktadır. İyi bir kamu borç yönetimi sisteminin tasarımında, kalkınma derecesine bağlı olarak ülkelerin ihtiyaçları ve koşulları etkili olmaktadır. Gelişmiş ülkelerin deneyimleri ve uygulamaları şüphesiz yararlı iken, gelişen ülkeler ve düşük gelirli ülkeler, ihtiyaçlarını ve kısıtlarını amaca göre düzenleyecek çözümlere ihtiyaç duymaktadırlar. Borç

yönetim stratejilerinin istikrarı koruyan ve büyüme için elverişli olan genel bir makroekonomik politika çerçevesi içerisinde gerçekleştirilmesi gerekmektedir (Balino & Sundararajan, 2008:4). Dolayısıyla artık günümüzde ülkeler sadece kamu harcamalarını finanse etmek için değil iktisat politikası amaçlarına ulaşmak için de borçlanmayı kullanmaktadırlar. Fakat bu noktada küreselleşmenin etkisini dikkate alarak çok daha fazla risk hesapları yapmaya başlamışlardır.

Diğer taraftan iyi bir kamu borç yönetimi birçok yönden borçlanma maliyetlerinin azalmasına yardımcı olabilir. Öncelikle iyi tasarlanmış ve iyi uygulanmış bir borçlanma programı yatırımcılara güven verebilir ve böylelikle borç vermedeki kar oranını azaltabilir. Bunun yanı sıra iyi bir kamu borç yönetimi, yurt içi finansal piyasanın gelişimine yardımcı olabilir (Balino & Sundararajan, 2008:4). Çünkü borç yönetimi bir ülkenin güvenilirliği ve itibarına, kamu borcunu tutan borç sermayesi piyasalarının ve finansal kuruluşların istikrar koşullarına dayanak oluşturduğu için önemli bir faktör olarak algılanmaktadır (Das vd., 2010:3). Yurtiçi finansal kuruluşlar, uygun kamu borç araçlarına sahip olmaktan fayda elde etmektedirler. Dolayısıyla iyi gelişmiş yurtiçi finansal piyasa, ekonomik kalkınmayı kolaylaştırabilmekte ve ekonomiyi sermaye çıkışı gibi dışsal şoklara karşı daha esnek hale getirebilmektedir. Bu faydalar ışığında, sağlam bir kamu borç yönetimi stratejisi oluşturan daha özel amaçlar, unsurlar ve ilkeler tanımlamak ve bu stratejilerin nasıl dizayn edilip uygulanabileceğini belirlemek önem taşımaktadır (Balino & Sundararajan, 2008:4).

Birçok ülke yıllık enflasyon hedeflerine dayalı para politikası için açık ve uygun hedeflere sahiptir. Diğer taraftan, kamu borç yönetimi için ülke hedefleri maliyet ve risk açısından belirtilmemiştir. Birçok ülkede borç yönetim politikası hükümetin risk tercihleri ve risk toleransı çerçevesinde yürütülmektedir. Geçen 20-25 yıl boyunca, özellikle de OECD ülkeleri, yalnızca kamu borç yönetiminden sorumlu özerk bir borç yönetim ofisi kurarak bu eksikliğin belirlenmesi ve giderilmesi yönünde önlemler alınması gerektiğini belirtmişlerdir. Bu bağlamda kamu borç yönetiminin temel amacının, devletin finansal ihtiyaçlarını ve ödeme zorunluluklarını orta vadeden uzun vadeye kadar mümkün olan en düşük maliyetle ve makul bir risk seviyesiyle karşılamak olduğu ifade edilebilir. Bu ise, kamu borç portföyündeki beklenen maliyet ve risk arasındaki değiş tokuşu belirlemek ve yönetmek için borç yöneticilerinin bir çerçeve oluşturmasını gerektirmektedir. Kamu borç portföyü, genellikle ülkenin en büyük mali portföyüdür. Bu nedenle, karmaşık ve riskli mali yapıları içermekte, devlet bilançosu ve ülkenin mali istikrarı için önemli bir risk oluşturabilmektedir. Sağlam risk yönetimi ve kamu borç yapısı, hükümetlerin piyasa riskini, fon ya da borç çevirme, likidite, kredi, takas ve operasyonel riskleri azaltmasını gerektirmektedir (Storkey, 2001:7).

1990'ların sonlarında yaşanan finansal krizler gelecekte oluşabilecek muhtemel krizleri önlemek için çeşitli araçların araştırılmasını teşvik etmiştir. Bu noktada başta IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası organizasyonlar aktif olarak bu arayışların içerisinde olmuşlar ve çeşitli rehberler hazırlamışlardır (Balino & Sundararajan, 2008:5). Bu rehberlerin amacı politika yapıcılara, kamu borç yönetimlerini kuvvetlendirerek ülkenin uluslararası finansal krizler karşısında kırılganlıklarını azaltmalarına yardımcı olmaktır. Bu kırılganlık genellikle küçük ve gelişmekte olan piyasalarda daha büyük olmaktadır. Çünkü bu ülke ekonomileri az çeşitlendirilmiş küçük yurtiçi finansal tasarruflara sahiptir. Bu verilere sahip olan ülkeler için bu rehberler likiditelerini etkilemeye ve ödemeler dengelerini düzenlemeye çalışmaktadır (IMF & World Bank, 2003:4).

Genel olarak bu rehberlerin içeriğine bakıldığında (IMF & World Bank, 2003);

- Borç yönetiminin amaçları ve koordinasyonu,
- Şeffaflık ve hesap verebilirlik,
- Kurumsal çerçeve,
- Borç yönetim stratejisi,
- Risk yönetim yapısı,
- Etkin bir kamu borçlanma kağıtları piyasasının gelişmesi ve devamı gibi konuları içerdiği görülmektedir.

Gerek yaşanan ekonomik krizler gerekse uluslararası kuruluşların telkinleri ülkelerin borç politikalarında özellikle risk konusuna hassasiyet göstermelerine neden olmuştur. Bu çerçevede özellikle gelişmekte olan ülkelerde borçlanmada riskin ön planda tutulduğu göze çarpmaktadır. Grafik 1 ve 2 günümüzde gelişmekte olan ülkelerde toplam borçların azaldığını ve iç borçlara ağırlık verilmeye başlandığını göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki bu borç yönetim politikası iç ve dış borç tercihinde döviz kuru riskinin ön planda tutulduğuna delil olmaktadır. Gelişmiş ülkeler açısından ise böyle bir durum söz konusu değildir. Çünkü gelişmiş ülkeler kendi para birimleri cinsinden borçlanarak döviz kuru riskini en aza indirebilmektedirler.

Sonuç olarak günümüzde kamu borç yönetimi konusunda uluslararası kuruluşlar çalışma yapmakta ve uluslararası finansal sistemin aksamadan yürütülmesi için çaba sarf etmektedirler. Bu çalışmalar çeşitli riskler taşımakla birlikte birçok anlamda ülkelere yardımcı olmaktadır. Bu rehberler kamu borçlarının finansal krizlere neden olmamasına ve çıkan finansal krizlerin ülkelerin borçlarını geri ödeyebilme yeteneğini ortadan kaldırmamasına çalışılmaktadır. Günümüzde genel olarak bakıldığında borçlanma, finansman özelliği yanı sıra ekonomiye yön verme amacı taşımaktadır. Bu bağlamda ülkeler risk ve maliyetleri dikkate alarak borçlanmayla olumlu dışsallıkların artırılmasını sağlamaya çalışmaktadırlar.

6. Sonuç

Tıpkı özel sektörde olduğu gibi kamu sektöründe de devlet kendi finansmanında en düşük maliyet ve en yüksek faydayı elde edecek şekilde bir borç yönetimi yapmaya gayret etmektedir. Bu noktada ülkelerin en çok dikkat ettikleri şey borç kompozisyonunu en uygun hale getirmektir. Bunun için de borcun vade, miktar, faiz ve döviz kompozisyonu gibi özellikleri önem arz etmektedir. İyi bir borç yönetimi için, konjonktüre göre değişmekle birlikte, en uzun vade ve en düşük maliyetle borçlanma genel kabul görmüş bir kuraldır. Fakat kamu borçları aynı zamanda bir maliye politikası aracı olarak kullanılabilirliklerinden dolayı borçlanma bazen genel kuralın dışına çıkabilecek şekilde de oluşturulabilmektedir.

Bu çalışma kamu borç kompozisyonunda iç ve dış borç arasındaki tercih üzerine odaklanmıştır. Bu tercihte son zamanlarda ülkelerin borç yapılarındaki değişimin etkisi olmuştur. Gelişmiş ülkeler açısından bakıldığında iç ve dış borç ayrımının çok fazla önem arz etmediği görülürken gelişmekte olan ülkeler açısından tam tersi bir durum bulunmaktadır. Çünkü gelişmiş ülkeler genellikle dış borçlanmasını kendi para birimi üzerinden yapabilmekteyken, gelişmekte olan ülkeler yabancı para kullanmak zorunda kalmaktadırlar. Bu durum ise, bu ülke

grubunun döviz kuru riskini daha fazla üzerine almalarına neden olmaktadır. Bundan dolayı literatürde gelişmekte olan ülkelerin borçlanma yapıları daha çok önem arz etmektedir.

20. yy.'ın son çeyreğinden itibaren etkisini artırmaya başlayan küreselleşme olgusu ülke ekonomilerinin yakınlaşmasına neden olmuştur. Artık ülke ekonomileri birbirine daha çok bağımlı hale gelmiştir. Bu durum ise bir ülkede yaşanan krizin anında diğerlerine sıçramasına neden olmaya başlamıştır. Küreselleşmeyle birlikte ekonomik krizlerin sayısında artış olmaya başladığı gibi bu krizlerden etkilenen ülke sayısında da artış olmuştur. Bu gelişmelerin sonucu olarak da ülkeler kamu borçlarının, üzerlerinde yaratacakları döviz kuru riskini azaltmak amacıyla borç kompozisyonlarında iç borcu dış borca tercih etmeye başlamışlardır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler için dış borç daha avantajlı konumda olsa bile döviz kuru riskinden dolayı iç borç daha çok tercih edilmeye başlanmıştır.

Ülkelerin iç ve dış borç tercihini etkileyen faktörler arasında risk, maliyet ve dışsallıklar önemli yer tutmaktadır. Bu üçü arasında en önemli olanı döviz kuru riski oluşturmaktadır. Çünkü sürekli devalüasyon riskiyle karşı karşıya olan gelişmekte olan ülkeler yabancı para cinsinden borçlandıklarında üzerlerindeki döviz kuru riskini artırmaktadırlar. Günümüzde, özellikle gelişmekte olan ülkeler kendi iç tasarruf piyasalarının gelişmesiyle birlikte yurtiçi piyasalardan borçlanmaya giderek riski azaltmaya çalışmaktadırlar. Maliyet ise, dünyada enflasyon ve faiz oranlarının genel olarak düşmesi nedeniyle bütçe üzerine çok fazla yük oluşturmamaktadır. Fakat yurtiçi fon piyasalarının sığ olduğu ülkelere borçlanmanın dışlama etkisi yaratabilme ihtimali yükselmektedir.

Sonuç olarak özellikle gelişmekte olan ülkeler artan küresel ekonomik kriz riskini ve kendi ülkelerindeki dinamikleri dikkate alarak borç yönetimlerinde iç borçlanmaya ağırlık vermeye başlamışlardır. Fakat bu tercih iç piyasada tasarrufların azalmasına, bu ise özel sektörün gerek kredi maliyetlerinin artması şeklinde gerekse kendi üretimini azaltarak kamu borçlanma kağıtlarına yatırma şeklinde dışlama tehlikesi yaratabilmektedir. Diğer önemli bir sonuç ise bu duruma paralel şekilde özel sektörün dış borçlarının artmış olmasıdır. Günümüzde birçok gelişmekte olan ülkede dış borçlar içerisinde özel sektörün payı artmıştır. Bu ise döviz kuru riskinin özel sektör üzerine yıkıldığı sonucunu doğurmaktadır.

Kaynakça

- Abbas, A., & Christensen, J. E. (2010). The role of domestic debt markets in economic growth: An empirical investigation for low-income countries and emerging markets. *IMF Staff Papers*, 57(1), 209-255.
- Ateş, G. (2002). *Borç yönetim ofisi ve Türkiye uygulaması üzerine bir çalışma*. T.C. Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Araştırma-İnceleme Dizisi, 31.
- Balino, T. J., & Sundararajan, V. (2008). Public debt management in developing countries: Key policy, institutional, and operational issues. *Workshop on Debt, Finance and Emerging Issues in Financial Integration, FFD, DESA*, 1-23.
- Beaugrand, P., Loko, B., & Mlachila, M. (2002). The choice between external and domestic debt in financing budget deficits: The case of central and west African countries. *IMF Working Paper*, 79, 1-30.

- Christensen, J. (2005). Domestic debt markets in Sub-Saharan Africa. *IMF Staff Papers*, 52(3), 518-538.
- Das, U. S., Papapioannou, M., Pedras, G., Ahmed, F., & Surti, J. (2010). Managing public debt and its financial stability implications. *IMF Working Paper*, 280, 1-28.
- Forslund, K. & Rau-Goehring, M. (2008). Debt sustainability: The right type of borrowing for the right purpose. *UNCTAD Trade and Development Report G-24 Policy Brief*, 41, 1-2.
- Forslund, K., Lima, L., & Panizza, U. (2011). The determinants of the composition of public debt in developing and emerging market countries, *POLIS Working Papers*, 184, 1-35.
- Hanson, J. A. (2007). The growth in government domestic debt: Changing burdens and risks. *The World Bank Policy Research Working Paper*, 4348, 1-38.
- IMF. (2013). *World Economic Outlook Database*.
- IMF & World Bank (2003). Guidelines for public debt management. *Prepared by the staffs of the International Monetary Fund and the World Bank amended on December 9*.
- Marchetti, G., Morelli, M. & Raimondi, V. (2012). Settlement Risk. *Financial Engineering*. 1-10. http://www.econ-pol.unisi.it/fineng/Settlement_Risk.pdf.
- Margolin, D. (2007). Financial stability and local currency bond markets. *CGFS Papers*, 28, 1-142.
- Mehl, A. & Reynaud, J. (2010). Risky public domestic debt composition in emerging economies. *Journal of International Money and Finance*, 27, 1-18.
- Mehrotra, A., Miyajima, K., & Villar, A. (2012). Developments of domestic government bond markets in EMEs and their implications. *Fiscal Policy, Public Debt And Monetary Policy in Emerging Market Economies BIS Papers*, 67, 31-50.
- Mendoza, R. U. (2007). A compendium of policy instrument to enhance financial stability and management in emerging market economies, *DESA Working Paper*, 48, 1-17.
- Mohanty, M. S. (2012). Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies: An overview. *BIS Papers*, 67, 1-10.
- Panizza, U. (2008). Domestic and external public debt in developing countries. *United Nations Conference on Trade and Development Discussion Paper*, 188, 1-19.
- Panizza, U., Sturzenegger, F., & Zettelmeyer, J. (2010). International government debt. *United Nations Conference on Trade and Development Discussion Papers*, 199, 1-28.
- Presbitero, A. F. (2010). External debt relief but increasing domestic debt. From <http://www.voxeu.org/article/external-debt-relief-increasing-domestic-debt>
- Presbitero, A. F., & Arnone, M. (2007). External debt sustainability and domestic debt in heavily indebted poor countries. *MPRA Working Paper*, 1396, 1-26.
- Qiu, Y. (2010). Debt crises and debt sustainability in developing countries. *A Thesis Submitted for the Degree of Master of Science Wirtschaftsmathematik Models and Method in Quantitative Economics*. From http://erasmus-mundus.univ-paris1.fr/fichiers_etudiants/2417_dissertation.pdf
- Reinhart, C. M. & Rogoff, K. S. (2011). The forgotten history of domestic debt. *The Economic Journal*, 121, 319-350.

- Storkey, I. (2001). Sovereign debt management: A risk management focus. *The Finance and Treasury Professional*, 7-10.
- United Nations. (2007). Recent developments in external debt. *United Nations General Assembly*, A/62/151, 1-18.
- World Bank. (2005). Global development finance 2005: Mobilizing finance and managing vulnerability. http://siteresources.worldbank.org/GDFINT/Resource_13349_52-12571978663_75/gdf05complete.pdf
- World Bank. (2013). *World development indicators*.

