

İÇ BORÇLANMA

Durum ve Sorunlar



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

**Türk
sanayicileri
ve
iş adamları
derneği**

İÇ BORÇLANMA
DURUM VE SORUNLAR

İSTANBUL

22 MAYIS 1987

(Yayın No: TÜSİAD-T/87.5.101)

Cumhuriyet Cad. Ferah Apt. 233/9-10, Harbiye/İstanbul

İÇ BORÇLANMA DURUM VE SORUNLAR

BÖLÜM I	1
GİRİŞ	
BÖLÜM II	
EKONOMİK LİTERATÜR:	
TÜRKİYE İÇİN GEÇERLİ ÇERÇEVE	5
BÖLÜM III	
1984-1986 ATILIMI VE	17
YAKIN GELECEĞE BAKIŞ	
İSTATİSTİK EKİ	43

Ö N S Ö Z

İç Borçlanma, 1984'den başlayarak Türkiye'nin ekonomik gündeminde önemli bir yer işgal etmeye ve ekonomide ağırlığını hissettirmeye başlamıştır.

Bu boyutlarıyla konunun Türkiye için yeni bir olay olmasından dolayı TUSİAD, iç borçlanmanın niteliği, boyutları ve sonuçları üzerinde bir çalışma yaptırmayı yararlı görmüş ve bir deneme niteliğinde olmak üzere Genel Sekreterlikce bu rapor hazırlanmıştır.

Rapordaki değerlendirme ve görüşlerin herhangi bir şekilde TUSİAD organları ve üyelerinin görüşleri ile bir ilgisi söz konusu değildir.

Raporun hazırlanmasında Maliye ve Gümrük Bakanlığı, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, IMF, OECD ve Dünya Bankası yayınlarından yararlanılmıştır.

Rapor Güniz Bursalıoğlu tarafından daktilo edilmiştir.

İstanbul, 22 Mayıs 1987

GİRİŞ

Türk Ekonomi Politikasını yakından izleyenlerin ilgilerini ve dikkatlerini birkaç yıl önce hemen hiç çekmeyen konulardan birisini, Hükümetin iç borçlanma politikası teşkil etmektedir.

Uzunca bir süre, ekonomimizi yönetenler, çağdaş ekonomik yönetimin "etkinliği ve çok amaca hizmet edebilirliği sınanmış" bu aletini yoğun biçimde kullanmaya benimsenmişlerdir.

Ekonomimizi özellikle Planlı Dönem'de yönetenlerin mesleki eğitiminde "Keynesien Antikonjonktürel" iç borç yönetimi teorileri çekici ve önemli bir yer tuttuğu için ilk bakışta şaşırtıcı ve biraz da düşündürücü olan bu "vakıa"nın, hemen akla gelen üç nedeni vardır.

Bu nedenlerin birincisi, 1950'den sonra ekonomimizin hemen her yıl bir kamu finansman açığı ile karşılaşmış olmasıdır. Biraz da paradoks kokan bu gerçek, iç borçlanma aletinin "Antikonjonktürel" amaçlarla kullanımı olanaklarını tüketmiştir. Konjonktür değişmediğine göre, mesele de kalmamıştır. İstikrar politikası ve onu izleyen çok kısa süreli "iktisadi durgunluk" dönemlerinde hem iç ve hem dış dengesizlikle aynı anda karşılaşıldığı için daima şok verici bir yaklaşımın benimsenmesi zorunda kalınmıştır. Şok tedavisinin kısa süreli zaman perspektifi içinde ve hemen sonrasında "daraltıcı" eğimden "genişletici" eğime geçerken, para politikalarının kolayca kullanılabilirliği ve yüksek derecelerdeki etkinliği, iç borçlanma aletine iltifat edilmemesine yol açmıştır. Kaldı ki, istikrarsızlık dönemlerinde borçlanmayan bir hükümetin durgunluk dönemlerinde geri ödemeyi düşünebileceği bir iç borcu da yoktur. Olsa olsa, Merkez Bankasına olan borçlarını ödeyebilir ki bu da güncel hedefi ile çelişecektir. Tek çaresi, parasal genişleme hızını tekrar yükseltmektir. Bürokrati olsun politikacısı olsun Türkiye'deki gibi sabırsızsa, büyük oranda yükseltecektir. Halbuki, konjonktürel amaçlı iç borçlanma politikaları, bir sabırsızlık ortamına uygun değildir. Dengeden dengesizliğe ve dengesizlikten dengeye geçiş sürecinin

uzunca ve yumuşak eğimli olabildiği bir ortamda kullanılabilir niteliktedirler.

Kuşkusuz ki, ikinci neden, kredi ve özellikle mevduat piyasalarında kesintisiz bir negatif faiz politikasını izleyebilmiş olmamızla ilgilidir. Ticari bankalarımızın negatif faizle mevduat toplayabildiği ve bir kısmını Hazine tahvil ve bonolarına yatırmaya ikna edilebildikleri bir ekonomide, Hazine'nin dolaysız şekilde piyasaya girip rekabet yaratması pek akla yakın gelmemiştir. Doğrudur da. Kaldı ki, toplam kamu finansman açığının bir ölçüde kapatılmasında SSK ve Emekli Sandığı gibi kuruluşlar, Hazine sayesinde DYB'nin sürekli olarak negatif faiz teklif etmesine rağmen, daima emre amade birer tahvil müşterisi olmaktan kurtulamamışlardır.

Nihayet, en önemli bir neden, kamu finansman açıklarının Merkez Bankası kaynaklarına başvurularak kolaylıkla ve derhal monotize edilebiliyor olmasıydı. Paranın kolaylıkla basılabildiği bir ekonomide, Hazinenin bono ve tahvil satışı ile uğraşmasına gerek kalmamıştır.

Kuşkusuz ki, başka nedenler de sayılabilir. Ancak, nedenleri ne olursa olsun, Hazinenin 1960 ve 1970'lerdeki iç borçlanma operasyonlarının 1984-1986 operasyonlarından reel boyut ve temel nitelik yönünden büyük sapma gösterdiğini görüyoruz. Tek benzerlik, bugün de hala iç borçlanmanın antikonjonktürel amaçlarla kullanılamamakta oluşudur. Net borçlanma arttıkça, kamu harcamaları da artmaktadır. Diğer açılardan pek bir benzerlik yoktur.

Nitekim, negatif faizli ve vergiyle benzeşen Tasarruf Bonosu gibi deneyimler bir yana bırakıldığında, 1980 yılı öncesinin Hazine iç borç işlemleri, Kamu İktisadi Teşekkülleri-Hazine-Merkez Bankası ekseninin pek dışına çıkamamıştır. Gübre finansmanında Ziraat Bankası istisnası bir yana bırakıldığında, ticari Bankalarımızın "Hazine Değerli Kağıt Portföyleri" de önemsenebilir boyutlara ulaşamamıştır. Kamu İktisadi Teşekküllerinin (KİT) destekleme vs amaçlı finansman ihtiyaçları Hazine kefaletine haiz bonolarla karşılanmış ve Merkez Bankasının "borçlusu Hazine olan kıymetli kağıt portföyü" bu yolla birikmiştir. Diğer yandan, KİT'lerin bonoları, bütçe içi ve dışı Hazine ikrazları yolu ile Hazine'de birikmiştir. Hazinemiz KİT'lerine yapması gereken sermaye ve görev zararı ödemelerini, zaman zaman kendi değerli kağıtları ile yapmış ve böylece KİT'lerinin Hazine Portföyü oluşmuştur. Bu birikimler kritik düzeylere

ulaştığında, KİT-Hazine-Merkez Bankası arasında konsolidasyon işlemleri yapılmıştır. Bu işlemlerin net faturası, daima Merkez Bankasına çıkarılmıştır. Dar eksende ve küçük boyutlarda dönen iç borçlanma operasyonlarının net bakiyeleri, böylece, bir süre sonra monotize edilebilmiştir. Hazinesin Merkez Bankasına başvuruları, konsolidasyon işlemlerinin net sonuçları ile birlikte kısa vadeli avans (KVA) kullanımlarını aşabilmiştir. İç borç işlemlerimizin yurt dışındaki "Yeşil Işık" örgütlerinin dikkatlerini çektiği dönemler, konsolidasyon işlemlerinin yapıldığı dönemler olmuştur.

Bu dönemlerin tek dolaylı iç borç ekseni, SSK-Emekli Sandığı-DYB eksenidir. Bu sosyal güvenlik kuruluşlarımız her yıl KİT'nin yatırım ve finansman toplanmalarında, yasal çerçeveye de sığınarak, kaynak fazlalarını DYB tahvillerine yatırmaya "ikna" edilmişlerdir.

1970'li yıllardan 1980'li yıllara geçilirken, Hazinesin iç borçlanma politikalarında küçük de olsa bazı kısırdanmalar başlamıştır. İç finansman darboğazları, işçi ikramiyeleri ve müteahhit alacaklarına karşılık olarak, önce iyice negatif faizli ve sonra faizi pozitive yaklaşan Hazine tahvil ve bonolarının ihracını gerektirmiştir. Ticari bankalarımızın işçi ve memur emekli aylığı ödemelerinden doğan net alacakları, bazen Hazine değerli kağıtları ile ödenerek ertelenmeye çalışılmıştır. Yine bu yıllarda, tahvil ve bonoların ticari bankaları ikna yolu ile satışı hızlanmıştır.

Ancak, bütün bu işlemlere rağmen, Hazine iç borçlanmalarının boyutları ve ekonomik etkileri, ne özel kesimimizi temsil eden kuruluşları ve ne de dış ekonomik gözlemcileri heyecanlandıracak bir öneme erişememiştir.

1984-86 dönemindeki Hazine iç borç operasyonları, yurtiçi ve dışındaki kayıtsızlığa son vermiştir. İç borçlanmamızdaki artışın reel boyutları ve hızı, tahvil ve bonoların yeni müşterileri, nominal ve reel faiz oranı düzeyleri, ve nihayet Hazinesin taktik hedefi, iç borçlanmada Türkiye'nin niteliği, kuralları, ekonomik etkileri ve tehlikeleri tamamen farklı bir üst lige terfi ettiği mesajını derhal herkese ulaştırmıştır.

Bu çalışmamızın konusu, Hazinesin 1984-86 dönemi iç borçlanmalarıdır. Önce, kuramsal ve ampirik literatürün Türkiye'ye uygulanabilir dilimini kısaca gözden

geçireceğiz. Türkiye'nin kısa vadeli borçlanma engelini aşamaması ve iç denge-
sizliğin ciddi boyutları ile devam etmesi, gelişmiş ülkelere uygulanabilir
literatürün hemen hemen tamamını ve gelişmekte olan ülkelere uygulanabilir
çerçevenin bir kısmını analizde safdışı bırakmaktadır. Geri kalan dilimini,
ince elekten süzerek sunmaya çalıştık. Diğer yandan, güncel ekonomik koşulla-
rımıza hakim olan trendlerin pek uzak olmayan bir gelecekte Hazineimizi geçmiş
borçlanmalarını monotize etmeye zorlayabileceğini, ve bugüne dek Türkiye'nin
yüksek bir iç borç birikimi baskısı altında daraltıcı politikalar uygulamak
zorunda kalmadığını gözönüne alarak, çalışmanın en hacimli bölümü "1984-86
dönemi borçlanmaları" ve geleceğe bakış konusuna ayrılmıştır.

BÖLÜM II

EKONOMİK LİTERATÜR: TÜRKİYE İÇİN GEÇERLİ ÇERÇEVE

Çağdaş Ekonomik Literatürün "İç Kamu Borçlanma Politikaları" dalı, büyük ölçüde dikkatlerini, sermaye piyasası gelişmiş ve hatta paraları "uluslararası piyasada rezerv para" niteliğini az çok koruyan ülkeler üzerinde yoğunlaştırmıştır. Ancak, yine de, literatürün geliştirmekte olan ülkelerle ilgili dilimi kuramlardan ve ampirik çalışmalardan yoksun değildir.

Geliştirmekte olan ülkeler için geçerli sayılan kuramsal çerçevenin, 1984-86 Türkiye'si için bütünüyle geçerli olamayacağı da ortadadır: Türk Hazinesi çok kısa vadeli kağıtlarla borçlanmaktadır. Gayri Safi ihraç düzeyleri, özellikle Hazine Bonolarında, hemen hiç bir anlam taşımamaktadır. Tahvillerde bile yılın geri ödemeleri, bir önceki yıl ihraç düzeyinin 4/5'ini aşmaktadır. Bu nedenle, Türk Hazinesinin ihraç ettiği değerli kağıtları, para politikası aleti olarak kabul etmek tek çıkar yoldur. Sermaye piyasasının gri alanında yer almaktadırlar. Diğer bir önemli farklılık, kuramsal çerçevenin temel varsayımları ile Türkiye örneği arasındaki "makroekonomik ortam" farklılığıdır. Kuramsal çerçeve ve ampirik çalışmalar, Türkiye'deki yüksek enflasyon hızını, bu hızın çizdiği zigzagları, iç dengesizliğin ani ve şiddetli gelir dağılımı etkilerini, hızlı enflasyonun doğurduğu parasal ikame olayını, tahvil-bono müşterilerinin kentli kesimimizin belirli bir diliminde yoğunlaşmış olmasını, ve iç borçluluğu eninde sonunda monotize etme alışkanlığımızı hesaba katmamaktadır.

Ancak, yine de, Türkiye'ye uygulanabilir bir kuramsal çerçeveyi bulma zorunluluğu vardır. Aşağıda, yer yer Türkiye'ye kısa referanslar da yapılarak, bu çerçeve takdim edilmektedir. Takdime, sermaye piyasası meselesi ile başlayacağız.

Sermaye piyasasının gelişmemiş olmasından iki şey kastedilmektedir: Önce, milli servet dağılımının parayla ifade edilebilir unsurları arasında, mülkiyeti paralara bölen değerli kağıtlar ile tasarrufluların aracı ve üreticilere açtığı

kredileri simgeleyen değerli kağıtların çok küçük bir pay alması kastedilmektedir. Sonra da, bu bireysel servet unsurlarının kolaylıkla ve "göreceli getirilerinin hak ettirdiği fiyatlarla" el değiştirebildiği birincil ve ikincil piyasaların oluşmamış olması kastedilmektedir.

Böyle bir ekonomide tasarruf arz ve talebi, esas olarak bankalar sisteminde ve aksak rekabet koşulları altında bir araya gelmek durumundadır. Ülkenin Hazinesi, bir yandan iç borçlanma politikalarını aktif bir politika aleti olarak kullanamazken, diğer yandan bütçe ve kamu finansman açıkları için ticari bankalarla Merkez Bankası kaynaklarına başvurmak zorundadır. Ticari Bankaların likidite kaynakları sınırlı olduğuna göre, kamu borçlanmaları ya rezerv parayı etkileyerek parasal genişleme yaratır veya kısa dönemde özel kesimin kredi imkanlarını daraltır (Crowding-out). Teorik çerçevede genel kanı budur.*

1960 ve 1970'lerde Türk Hazinesinin iç borçlanmalarını inceliyor olsaydık, bu basit çerçevenin ayrıntılarına inmemiz yeterli olabilecekti. Ancak, 1980'ler ve özellikle 1985-1986 dönemi için, bu çerçeve biraz yetersiz kalmaktadır. Hazinemiz artık GSMH'mızın küçümsenemeyecek nisbetlerinde ve kamu sektörü dışından, net borçlanmalar yapmaya başlamıştır. Bono, tahvil ve gelir ortaklığı senedi olarak hane halkının dolaysız ve net satın almaları, Hazine ihtiyaçlarının artan dilimlerini karşılamaktadır. Küçük bir birincil ve orta boy bir ikincil piyasa oluşmuştur. 1984-86 döneminde aniden sıçrayan parasal ikame, sadece dövizde değil, yüksek reel faizli Hazine borç aletlerine de yönelmiş ve artan piyasa riski ticari bankaların Hazine kağıtlarını tercih etmesine yol açmıştır. Olay biraz karmaşıklaşmıştır.

Kuşkusuz ki, başlangıç noktası değişemez. Kamu finansmanında bir açık varsa, ya vergi artışı veya Merkez Bankası kaynağı dahil kamu borçlanmaları ile kapatılmak durumundadır. Böylece, ya açık derhal monotize edilmiş olur veya konu ve sorun geleceğe ertelenir. İlerde de, geçmişten ertelenerek gelmiş açığın monotize edilmesi, tekrar iç borçlanma ile "roll-over" edilmesi veya vergilerle finanse edilmesi mümkündür.

* Standard kaynak olarak, bakınız: R.A.Musgrave, "The Theory of Public Finance", (McGraw-Hill, 1959), ve Raja J.Chelliah, "Significance of Alternative Concepts of Budget Deficit", (IMF Staff Papers, Kasım 1973).

1986 yılı konsolide bütçe gerçekleşmelerine nakit bazında bir göz atalım:

1986 NAKİT BÜTÇESİ
(Milyar Lira)

Toplam Gelir	6070
Toplam Gider	-7297
Açık	-1227
Net Dış Borçlanma	-182
Net İç Borçlanma	1426
(net tahvil-bono)	(1169)
(Merkez Bankası KVA*sı)	(257)
Kasa-Banka	-17

* Kısa Vadeli Avans

Demek ki,1986 yılında 1.4 trilyon düzeyinde bir konsolide nakit açığı ile karşı-
karşıya kalınmış, ve Hazineımız GSMH'mızın yüzde 3.5'ine erişen bu açığı Merkez Banka-
mızdan, ticari bankalarımızdan ve tasarruf sahiplerinden borçlanarak karşıla-
mıştır. Bu düzeylerdeki bir iç borçlanmayı küçümsemek ve sonuçlarını
önemsiz saymak mümkün değildir. Hemen akla bir dizi soru gelmektedir.

Açık, göreceli açıdan gelir yetersizliğinden mi, yoksa gider patlamasından mı
doğmuştur? Bu sorunun kuramsal ve pratik yönden kritik önemi, gelir yetersiz-
liğinden kaynaklanan açıkların azaltılmasının ve yine aynı gerekçeli iç borç-
lanma sıçramalarının frenlenmesinin çok daha güç olmasıdır. Zaman almasıdır.
Kaldı ki, bu tür bir açık, talep patlaması ile birlikte ortaya çıkmışsa, bir
yandan yakın geçmişin vergi politikalarının hatalı olduğunu, ve diğer yandan
artan kamu finansman açığı iç borçlanma artışları ile finanse edildiğinde ya-
tırım-tasarruf dengesi bozulacağından ekonomik yönetimde taktik hata yapıldı-
ğını gösterecektir. Bu konu ile ilgili kuramsal çerçeveyi biraz ilerde suna-
cağız.

Göreceli büyüklüklere bakalım:

TAHAKKUK BAZINDA GSMH PAYLARI

	<u>1981 %</u>	<u>1986 %</u>
Gelir Vergileri	11,4	7,6
Diğer Vergiler	6,5	7,3
Bütçe Vergi Gelirleri	18,1	14,9
Tüm Vergi Gelirleri	19,0	18,6
Bütçe Giderleri	22,9	20,7

1986 yılının karşılaştırıldığı yıl, Türkiye'nin vergi gelirleri yönünden altın yılı değildir. GSMH payı olarak Türkiye rekoru, yüzde 21'dir. Giderler yönünden de 1981 yılı, istikrar politikası yılıdır. Buna rağmen, gelir vergilerinin GSMH payının 3.8 puan, bütçe gelirlerinin payının 3.2 puan düştüğü, ve Fonlar-Belediyeler paylarını da içeren tüm vergi gelirleri payının yükselmediği görülmektedir.

Diğer yandan, bütçe giderleri GSMH payının da 2.2 puan düştüğü görülmektedir. Ne ekonomik ve sosyal altyapısı eskimiş Türkiye için ve ne de yine Türkiye'nin kendi geçmişi ile karşılaştırıldığında, yüzde 20.7 yüksek sayılmaz.

Tekrar nakit bütçe rakamlarına dönelim: 1986 yılında Hazinesin borçlanma işlemleri toplam değeri olan 1.4 trilyon liranın nakit bütçe gelirlerinin yüzde 23'ünü teşkil ettiğı, ve böylece net dış borçlanma dahil kabaca 7.5 trilyon liralık bütçe harcamasının yüzde 81'inin öz gelirlerle ve yüzde 19'unun Hazine borçlanmaları ile karşılandığı ortaya çıkmaktadır. Böylece de, Türkiye, iç borç işlemlerinde büyük iç borç yapan ülkeler kategorisine yükselmiş bulunmaktadır.

Gelir ve giderlerin GSMH payları ile açığın bütçe içindeki payı birlikte gözönüne alındığında ve ilk bakışta, açığın kaynağını, gelir vergileri hasılatındaki gerilemelerin oluşturduğu söylenebilir. Nihai ekonomik analizde ve eninde sonunda çözüm yolu, gelir vergisi hasılat artışlarındadır. Ancak, raporun son bölümünde değinileceğı gibi, finansman açığının bir kaynağı da süratle büyüyen

iç borç servis gerekleridir.

Cevaplanması gereken ikinci soru dizisi, kesimlerarası fon rekabeti ile ilgilidir: Ekonomi net kamu borçlanmalarını hangi kaynaklardan finanse etmiştir? Etkileri ne olmuştur? Parasal genişlemeyi KVA kullanımı ötesinde etkilemiş midir? Özel sektör kredilemesini etkilemiş midir? Bu etkilerin ekonomik sonuçları ne olabilir? Bu soruların bir kısmına 1984-86 dönemi iç borçlanmalarını incelerken cevap aramaya çalışacağız. Önce bilimsel görüşlere göz atmakta yarar vardır.

Kamu finansman açıkları ne şekilde finanse edilirlerse edilsinler, çok derin ve yaygın bir iktisadi durgunluk hüküm sürmüyorsa, toplam arz hemen ve doğrudan doğruya etkilenmez. Önce toplam talep artar. Bu böyle olmakla beraber, kısa vadeden uzun vadeli perspektife kaydıığımızda, şu iki önemli korelasyonu hatırlamak gerekir.

- a) Önce,* Sherman Robinson (1971), Balassa (1978), Tyler (1981), ve Blejer-Kahn (1984)'ın ampirik çalışmaları, teorileri destekleyerek, gelişmekte olan ülke yatırımlarındaki yüzde 1'lik bir artışın kalkınma hızını ortalama yüzde 0.2 arttırabildiğini ortaya koymaktadır. Sonuçlar binde 17 ile binde 25 arasında değişmektedir. Burada önemli olan ilişkinin varlığı değil, şiddeti ve süratidir. Ülkelerarası farklar, yatırımların dağılımındaki ve fizibilitelerindeki farklardan doğmaktadır.
- b) Ayrıca,** Blejer-Khan, Tun Wai-Wong (1982), ve Maxwell J.Fry'nin (1984), sırasıyla, 24, 5, ve 14 gelişmekte olan ülke üzerinde yaptıkları ampirik çalışmalar, gelişmekte olan ülkelerde özel kesime açılan kredilerdeki yüzde 1'lik bir artışın özel yatırımları binde 0.7 ile binde 3.6 veya bir dolarlık bir artışın 7 ile 36 cent arasında arttırabildiğini göstermiştir. Ortalama, 20 cent olarak hesaplanabilmektedir. Türkiye'de bu oran, muhtemelen, daha da yüksektir.

* Robinson, Sherman. "Sources of Growth in less developed Countries", Quarterly Journal of Economics, (1971 Ağustos nüshası).

Balassa, Bella. "Essays in International Finance", (Haziran 1978)

Tyler, William. "IS-Lm in Tropics", "Economic Stabilization in Developing Countries", The Brookings Institution, 1981.

Kahn, Mohsin. and Blejer, Mario. "Government Policy and Private Investment in Developing Countries", IMF Staff Papers, Haziran 1984.

** Tun Wai, Li.ve Wong C. "Determinants of Private Investment in Developing Countries", (Journal of Development Studies, Ekim 1982)

Fry, Maxwell J. "Saving, Investment, Growth and the Cost of Financial Repression", (World Development, Nisan 1980)

Sonuç olarak, özel kesime açılan kredilerin azalmasının kalkınma hızına etkileri son derece önemlidir. Bu nedenle de, Crowding-out olayından kesinlikle kaçınılmalıdır. Her türlü kamu harcamasının kalkınma hızını olumlu bir şekilde uyaracağı varsayılmamalıdır.

Kamu borçlanmalarındaki artışların kalkınma hızı etkilerine gelince, gelişmekte olan ülkelerde kamu finansman açığı ile parasal genişleme arasındaki sıkı bağ, başka bir deyişle açığın süratle monetize edilmesi, literatürde bu konuyu biraz tartışmalı hale sokmuştur. Bu ülkelerde gerçek bir iç borçlanmanın olmadığı, derhal gerçekleştirilen veya kısa bir süre ertelenen parasal genişlemenin olduğu, sadece bundan söz edilebileceği iddia edilegelmiştir. Gerçekten de bu nitelikteki çoğu ülkede parasal genişleme oranı, rezerv para ekseninde oluşmakta ve IMF'de bu ölçüyü bu nedenle tercih etmektedir. Eğer parasal genişlemeyi sadece rezerv para ölçebiliyorsa, o ülkede parasal genişleme oranı, Merkez Bankasının sektörlere açtığı kredi tutarları ile uluslararası döviz rezervi değişmelerine bağlı kalacaktır. Bu ortamda Hazinesin artan bir kamu finansman açığı ile karşılaşması halinde, Merkez Bankası "Hazine ihtiyaçlarını karşılayayım" derken özel kesim kredilerini düşürmek zorunda kalabilir. Bu olay, "Crowding-out" olayıdır. O ülkeler için, tanımı gereği, başka bir araştırmaya gerek yoktur. Hazinesin, Türkiye'de olduğu gibi, bu dar çemberin bir ölçüde dışına çıkarak tasarruflara doğrudan doğruya değerli kağıt satabildiği ve parasal genişlemenin rezerv para boyutlarını aşabildiği ülkelerde, özel kesimin ticari banka kredileri içindeki payının seyrine de göz atmak gerekecektir. Kaldı ki, tasarruflar tahvil bono alımlarını gayrimenkul vs. satarak da finanse edebilirler. "Parasal tasarruflar etkilenmiş midir?" sorusu önemlidir.

Kuşkusuz ki, iç borçlardaki artışın kalkınma hızı etkileri ve "Crowding-out" araştırması, yukarda değindiğimiz çerçeveden çok daha karmaşık perspektifli bir yaklaşımı gerektirmektedir. Tahvil ve bonoları kimlerin satın aldığı, satın alma işleminin ne ölçüde gönüllü olduğu, özel kesim kredilemesinde piyasa risklerinin "firma-spesifik" risklere eklenerek genel bir "özel sektör risk artışı" sorununun olup olmadığı, satın alıcıların fiili vergi yüklerinin "vergiden kaçınma ve vergi kaçırma" temayülü artışı ile yasal vergi yükünün gerisine düşüp düşmediği ve böylece devletin vergi olarak almayı hak ettiği fonları yüksek bir faiz maliyeti ile borçlanıp borçlanmadığı gibi sorular sıralanmaktadır. Nihayet, Hazinesin, net iç borçlanma hasılatını hangi harcama alanlarına tahsis ettiği araştırılarak bu harcamaların kalkınma hızı üzerindeki etkileri tartışılmaya çalışılmaktadır.

İki temel varsayıma başvurulmaktadır. Önce, "kamu borçlanmaları sıçradığında özel krediler azalır" tezi, toplam tasarrufların değişmeyeceği ve tamamının bankalar kesimine intikal ettiği varsayımına dayanmaktadır. İkinci bir varsayımı, Hazinesinin el koyduğu özel kredi fonlarının, özel yatırım fonu niteliğini taşımasıdır.

Ancak, bu varsayımların aynen kabul edilmesi halinde dahi, crowding out-özel yatırımlar ilişkisini ampirik çalışmalarda gözlemlemek ve böylece ekonomik yorum yapmak kolay değildir. Bunun iki nedeni vardır: Birincisi, özellikle Türkiye gibi ülkelerde özel sektörün ne yatırım ve ne de işletme sermaye ihtiyaçları için sadece iç yabancı kaynaklara muhtaç olmaması, dış borçlanmalara da zaman zaman çok kolaylıkla başvurabilmesidir. Dolar çapraz kurlarının etkili olmadığı 1981-86 döneminde, örneğin Türk özel sektörü, kısa vadeli olarak yurt dışından 3 milyar dolar borçlanabilmiştir. İkinci neden, kısa dönemde yatırım fonları için geçerli olabilen özel kesim-kamu kesimi fon rekabetinin uzun vadede birbirini tamamlayıcı ve uyarıcı etkiler yaratabilmesidir.

Gelişmekte olan ülkelerde ve Türkiye'de, kamu yatırımları toplam yatırımlar ve GSYİH içinde önemli paylar alabilmektedir. Türkiye'nin verileri şöyledir:

YATIRIMLARIN GSYİH PAYI (Yüzde)

	<u>1980</u>	<u>1981</u>	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>	<u>1985</u>
Özel	10,2	8,5	8,5	9,0	8,9	8,2
Kamu	11,8	13,7	12,3	9,7	10,0	11,4

Bu raporun son bölümünde, 1985 yılı Hazine ve diğer kamu sektörü borçlanmalarının "crowding-out" doğurduğunu kanıtlamaya çalışacağız. 1985 yılında Merkez Bankası kredilerinin tamamının ve ticari banka kredilerinin artan bir payının kamu sektörüne tahsis edildiğini kanıtlayacağız. Yukardaki Tablonun verileri de, bu yargımızı teyid eder görünmektedir. Kamu sektörü yatırımlarının 1.4 puan sıçradığı 1985 yılında, özel kesim yatırımları 0.7 puan gerilemiştir.

Ancak, bu ve bunun gibi verilerden hareketle, Türkiye'de kamu sektörü yatırım artışlarının ve iç borçlanmadaki sıçramaların, diğer etkenler aynı kalma kaydı

ile özel yatırımları düşürebileceğini kesinlikle iddia etmek mümkün değildir.

Nitekim, 1.2 trilyon liralık net tahvil-bono satışının yapıldığı 1986 yılında, toplam sabit sermaye yatırımlarının yüzde 11.6 , kamu sektörü yatırımlarının yüzde 10.2 ve özel sektör yatırımlarının yüzde 13.5 oranında arttığı tahmin edilmektedir. Ayrıca, 1985 yılı bir yana bırakıldığında, 1982-86 döneminde özel yatırımlar kamu yatırımlarından daha hızlı artmıştır. İç finansman gerekleri için kısa vadeli dış borçlanma yapılabildiği sürece, kamu sektörünün iç kredilemede crowding-out yaratması, özel yatırımları pek düşürmeyebilir. Ancak, bu finansman şeklinin hem firmalar ve hem de ekonomi için ek yükler getireceği nazara alınmalıdır.

Kaldı ki, kamu borçlanmalarındaki ve yatırımlarındaki artışın özel yatırımları olumsuz şekilde etkilemeyeceğini kesin bir şekilde söylemek ve böylece "crowding-in" iddiasında bulunmak da mümkün değildir. Bu konuda teorik ve ampirik çerçeve ihtiyatlıdır. Türkiye ile ilgili olarak da yorumda aceleciliğe kaçmamakta yarar vardır.

Nitekim, 1986 yılındaki yüzde 13.5'lik özel yatırım artışı, çeşitli teşviklerle ve dış kaynaklarla beslenen turizm ve konut yatırımlarındaki yüzde 32'lik ve yüzde 30'luk patlamaların bir ürünüdür. 1982-86 döneminde özel kesim imalat yatırımlarındaki artış özel kesim ortalamalarının altında seyretmiş, ve 1985-1986 yıllarında ise ortalamanın yarısı bir hızla seyretmiştir. Kamu borçlanma artışları, belki de, en verimli ve en değerli yatırımlar olan imalat sanayii yatırımlarını olumsuz bir şekilde etkilemektedir. Bu konuda sonuca varmak için birkaç yıl daha beklenilmesi belki de yerinde olacaktır.

Literatür, bir hayli basit ve kısa dönemli bir perspektiften yola çıkmaktadır: Eğer artan kamu yatırımları özel kesimin kendi yatırımları için ihtiyacı olan kısıtlı fiziki ve mali kaynakları azaltıyor veya yeni kamu işletmeleri faaliyete geçtiklerinde özel kesim ürünleri ile rekabet ediyorsa, crowding-out olayı gerçekleşmektedir. Ancak, dikkat buyrulursa, literatürün bu basitlemesi, sıkı döviz kontrolüne mecbur kalan ve özel kesimin ciddi döviz sıkıntıları çektiği ülkeler için geçerlidir. 1984-86 Türkiye'si, bu tür sorunlarla karşılaşmamıştır.

Ayrıca, çağdaş literatür, uzun vadeli perspektifin tamamen aksi yönde ekonomik etkileri içerebileceğini kabul etmekte ve ampirik çalışmaları ile crowding-in

teorisini desteklemektedir.

Crowding-in Teorisine göre, ekonomik ve sosyal altyapıyı genişleten ve idame ettiren kamu yatırımlarının, özel yatırımları tamamlayıcı, onların verimliliğini arttırıcı ve hatta özel yatırımları uyarıcı olacağı ortadadır.

Nitekim, Blejer ve Kahn, 24 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan ampirik çalışmalarında, kamu sektörünün reel altyapı yatırımlarındaki bir dolarlık artışın özel yatırımlarda 0.25 dolarlık bir artışa yol açtığını, ancak buna karşılık, altyapının dışına kaçan kamu yatırım harcamalarındaki yine bir dolarlık artışın özel yatırımları 0.30 dolar azalttığı sonucuna ulaşmışlardır.

Ancak, her ülke için geçerli bu gerçeklerle ilgili olarak, Türkiye ile ilgili en az üç "ihtiyati kayıt"ı hemen sıralamak mümkündür: Önce, altyapı yatırıma ihtiyaç olması, hiçbir şeyin yeterli gerekçesi değildir. İhtiyaç, kaynakların elverdiğini çok aşan oranlarda karşılanmaya çalışılmamalıdır. Çalışılırsa, yatırımlar tamamlanamamaktadır. Crowding-in bir türlü gerçekleşmemektedir. İkincisi, kaynakların zorlanmadığı bir ortamda dahi, altyapı yatırımlarında aşırı derinlikten kaçınılmalıdır. 50 yıl sonra gerekecek yatırımlar yerine, 10-20 yıl sonra hizmetine muhtaç olduğumuz yatırımlar tercih edilmelidir. Örneğin YSE veya TCK'nın 400 kamyonu ihtiyacı varsa 700 kamyonun ithalinden kaçınılmalıdır. Ek 300 kamyonu ihtiyaç doğduğunda, ithal edilenler çoktan ekonomik ömürlerini yitireceklerdir. Nihayet, kamu borçlanmalarının gerekçesini tesbit etmek kolay değildir. Fonların kimlik belgesi olmadığına göre, herşey ile herşey arasında korelasyon kurulabilir. Önemli olan, iç ve dış servis yükünü karşıladıktan sonra diğer kamu harcamalarına tahsis edilebilir bakiyedir. Eğer bu bakiye negatifse, ki 1984-86 Türkiye'sinde iç borçlanmaların başarılı yürütüldüğünden bahsedilemez, yüksek faizli iç borçlanmada kısır bir döngüye yakalanıldığı ortadadır. (Blejer ve Kahn, bu üç önemli hususa değinmemektedir.)

Kamu borçlanmalarının kalkınma hızı etkileri, toplam arz üzerindeki dolaylı ve çoğu zaman uzun vadeli etkileridir.

Ayırım biraz suni ve teorik aletler biraz iktisatçıya özgü olmakla beraber, şimdi de, literatürün daha çok önemsedığı ve yaygınlaşıp derinleştiği "kamu borçlanmalarının toplam talep ve faiz hadleri üzerindeki etkilerini" yine özetle sunmaya çalışacağız. Bu bölümde kesinlikle unutmamamız gereken bir gerçek,

Türkiye'deki hızlı enflasyonu ve devam eden dış dengesizliği, kuramsal çerçevenin temel varsayımları içine dahil etmediğidir. Teorik perspektife göre bir ekonomide enflasyon yüksekken iç talep sığramışsa, iç borçlanmaya bütçe fazlası vermek amacı ile başvurulur, yani çekilen fonlar sterilize edilir.

Kamu harcamaları kamu gelirlerinden daha hızla artıp kamu finansman açığı ile karşılaşıldığında veya kamu finansman açığı arttığında, para talebi arttığı için faiz hadleri yükselmeye başlayacak ve "fon talebi" artma temayülü gösterecektir. Kamu harcaması artışlarının doğurduğu birinci trend budur. Harcama artışı, finansman talebini, yani para talebini arttırmaktadır.

İkinci trend ise tersine işleyecektir. Bu trendin gücünü açığın finansman şekli belirleyecektir. Eğer Hazine, 1970'ler Türkiye'sinde olduğu gibi, bu açığı tamamen Merkez Bankası kredileri ile (yani, para basarak) finanse ederse, toplam talep daha da artarken faiz hadleri tekrar başlangıç noktasına doğru düşecektir.

Bu iki trend aslında aynı anda işlediği için, kamu finansman açığının monetize edilmesinin kısa dönemde faiz hadleri üzerinde bir baskı yaratması söz konusu olmamaktadır. Orta-uzun dönemin artan enflasyondan etkilenen öyküsü, kuşkusuz ki, farklıdır.

Orta vadeli perspektifi kapsayan (leads and lags) üçüncü trend, toplam talep artışına karşı toplam arzın ve fiyatların reaksiyonuna bağlı kalacaktır. Ekonomide "iktisadi durgunluk" ve atıl kaynaklar varsa, toplam talep artışı, toplam arzı ve vergi gelirlerini arttırıp kamu finansman açığını azaltacak veya ortadan kaldıracaktır. Enflasyon hızlanmayacak ve faiz hadleri yükselmeyecektir. Keynesyen model budur. Bu model bugün Türkiye için geçerli değildir. Eğer atıl kaynaklar yoksa, fiyatlar artacağı için para arzının reel değeri azalacak ve böylece LM eğrisi geriye döndüğü (kuzeybatıya kaydığı) için bir süre esas baskı faiz hadleri üzerinde kalacaktır. Faiz hadleri yükselecektir. Ancak, fiyat artışları kamu finansman açığını da arttıracacağı için Hazinenin tekrar para basması halinde faiz hadleri geriye doğru dönebilecektir. Tabii, faiz hadlerinin başlangıç düzeyine tamamen dönmesi olanağı yoktur. Enflasyon yükselmiş ve nominal faizler artmıştır.

Bu modelde, atıl kaynaklar senaryosu bir yana, temel ilişki, enflasyonun ikin-

cil ve üçüncül trendlerle kendi kendini beslemesi olayıdır. Maliye ve para politikalarının her ikisi ile birlikte enflasyonla mücadele edilmediği takdirde, kamu finansman açıkları enflasyonu ve enflasyon kamu finansman açıklarını arttırmaktadır. Faiz hadleri de, en azından enflasyonist trendleri izlemektedir. Modelin zafiyeti, ödemeler dengesi etkilerini kapsamamasıdır. Ayrıca, Türkiye 1984-86 açıklarını kısmen monetize etmiştir ki bu vakıa modelin "iç borçlanma ile açığın finansmanı"nı nasıl kapsadığını da tartışmamızı gerektirmektedir.

Kamu finansman açığının tamamen veya kısmen iç borçlanma ile finanse edilmesi halinde ne olacağı konusu, gerek IS-LM modelinde ve gerekse bunun dışındaki literatürde biraz tartışmalıdır. Tartışma, özellikle iç borçlanmanın servet etkileri üzerinde yoğunlaşmaktadır.

Hazinenin kamu finansman açığını doğrudan hane halkına satılabilir tahvil-bono ihracı ile kapatmaya niyetlendiğini, ticari bankaların da bu işlemlere kısmen aracılık etmekten başka bir rolü kabullenmediklerini varsayalım. Tasarruf sahiplerinin Hazine kağıtlarını özel sektör kağıtlarına veya mevduata veya gayrimenkul vs. plasmanlarına tercih etmeleri için Hazinenin kendilerine bir avantaj sağlaması gerekir. Hazinenin sağladığı avantaj, risk yokluğudur. Riski olmayan sunucunun piyasaya girmesi veya satışa arz ettiği miktarları arttırması, değişik risklere sahip diğer sunucuların teklif edeceği faiz hadlerini arttıracaktır. Risk yokluğu yeterli değilse, Hazine faiz avantajı da teklif edebilir. Bu durumda piyasa faizleri artış oranı daha da yüksek olacaktır.

Her iki durumda da para talebi veya IS eğrisi yine kuzey doğuya kayarak faiz hadlerini yükseltmiş olacaktır. Para arzı artmadığına göre, LM eğrisi oynamayacak ve faiz hadlerini geriletebilecek bir trend doğmayacaktır. Böylece, iç borçlanma ile finansmanın enflasyonist etkisi, para basarak finanse etmenin enflasyonist etkisinden çok daha az olacaktır. Maliyetler içinde sadece paranın fiyatı artmıştır.

Bu noktaya kadar literatüre katkıda bulunan bütün ekonomistler aynı görüştedir.

Bir görüş, hane halkından borçlanan Hazinenin sadece özel kesimin kredi kaynaklarına el atmadığı, aynı zamanda yeni bir servet biriktirme aleti ve şekli yarattığıdır. Fertler, gayrimenkul vs. gibi servet biriktirme aletlerine ek olarak bir de risksiz gelir getiren Hazine borç senetlerine sahip oldukları

için, kendilerini daha zengin hissedeceklerdir. Servetleri arttığına göre, tüketimleri artarken tasarrufları azalacaktır. Başka bir deyişle, para basılarak açık finansmanına gidildiğinde IS eğrisi nasıl kaymış ve toplam talep sıçramışsa, iç borçlanma ile finansmanda da talep ikinci defa kayacak ve faiz hadleri ikinci defa yükselecektir.

Bu görüşe karşı çıkanlar, tasarrufçunun, her iç borçlanma artışını vergi artışlarının izleyeceğini bildiğini ve tüketim artışının ortaya çıkmayacağını iddia etmektedirler. Yanıtlar ve karşı yanıtlar, tartışmaya eğlendirici boyutlar kazandırmaktadır.

Kesin olarak birşey söylemek mümkün olmamakla beraber, Türkiye'de kamu iç borçlanmalarının servet etkilerinin pek geçerli olmadığı söylenebilir. Türk Hazinesi, 3 ay-3 yıl vade ile borçlanmakta ve ortalama vade 1 yılı güçlkle bulabilmektedir. Kaldı ki, kuramsal açıdan da önemli olan, tahvil-bono alımlarının finansman kaynağıdır. Gayrimenkul vs. satışı ile finanse edildikleri takdirde, bir servet artışından değil, değişiminden bahsedilebilir. (Asset Conversion).

Hazine iç borçlanmalarının kısa vadeli oluşu, servet etkilerini bir ölçüde analizin kapsamı dışına itmeyi sağlıyor ise de, kısa vadenin bunun dışında bir yararı akla gelmemektedir. Aksine, temel sorunlardan biri bu vakiadır. Hazine-mizin yaptığı, "bir nesilden diğerine vergi yükü aktarması" değildir. Bugünden yarına enflasyon veya vergi yükü aktarmasıdır. Bu nedenle de, gelir dağılımı etkileri fevkalade önemli olabilir. Boyutları önemli midir? Yarın boyutları ne kadar ve neye bağlı olarak artabilir? Bu artışların makro denge üzerinde etkileri olabilir mi? Bir gün Türkiye'de enflasyondan zarar görenler karşı çıktığı için hükümet enflasyonla kesin ve kararlı mücadeleye giriştiğinde, iç borç birikimi ve bu birikimin servis gerekleri işini güçleştirecek midir?

Bu soruların cevaplarını, 1984-86 dönemi iç borçlanmalarının ayrıntılarında ve ekonominin makro ekonomik envanterinde aramaya çalışacağız. Çalışmamızın son bölümünün konusu budur.

BÖLÜM III

1984-1986 ATILIMI VE YAKIN GELECEĞE BAKIŞ

A. 1984-1986 Döneminde ne oldu?

1981 yılına kadar Hazinemiz, zaman zaman, konsolide bütçe giderleri ve GSMH'nın önemsenebilir boyutlarındaki bir iç borçlanmayı gerçekleştirmiş gibi görünmektedir. Gayri Safi ihraç değerlerinin yıldan yıla zigzaglar çizdiği bu dönem borçlanmalarının, 1981 sonrası dönem borçlanmaları ile arasında kritik bir nitelik farkı vardır.

1960 ve 1970'lerde Hazine borç aletleri, KİT'ler, Merkez Bankası, bazı ticari bankalar ve sosyal güvenlik örgütleri gibi "Hazine'ye tutsak" müşterilere satılabilirdi. Kamu sektörü dışına net ihraçlar yok denebilecek kadar azdı. Sadece konsolide bütçenin net finansman ihtiyacı gözönüne alındığında, istatistikte iç borçlanma düzeylerinin bazen KVA (TCMB, Kısa vadeli avans) kullanımlarını aşıyor görünmesinin nedeni, Hazine-KİT-Merkez Bankası işlemleri idi. Hazine-KİT bölümü, sektör içi nitelikteydi. Merkez Bankası dilimi ise konsolidasyon işlemleri ile periyodik olarak monetize edildiği için, bu rakamların aritmetik bakiyelerini Hazine ve kamu sektörünün Merkez Bankası kullanımları olarak saymak gerekecektir. Bu nedenlerden hareketle bir genel değerlendirme yapıldığında, 1980'ler öncesinin kamu finansman açıklarının, dış borçlanma ve Merkez Bankası parası ile karşılandığı sonucuna ulaşılmaktadır.

1970'lerin son ve 1980'lerin ilk yıllarında, genel faiz politikalarımızdaki kaçınılmaz rota değişikliğinin de bir yan ürünü olarak, gayri Safi ihraç hacmindeki ticari bankalarımızın payı süratle yükselmiş ve 1982 yılında yüzde 85'e erişmiştir.

O tarihten sonra hane halkının müşteriler arasına katılması ile ticari bankalar payının 1983'te yüzde 82'ye, 1984'te yüzde 45'e düştüğü ve hane halkı-şir-

ketler payının 1984'te yüzde 55'e yükseldiği izlenmiştir. Toplam içindeki hane halkı payı ise, 1983'te yüzde 9.8 iken 1984'te yüzde 21 olmuştur. 1985 ve 1986 yılı ilgili geçici nitelikteki göstergeler, ticari banka paylarının tekrar yükseldiğine işaret etmektedir. Bunun nedeni, ticari kredi risklerinin arttığı bir ortamda bankaların risksiz ve yüksek getirili plasmanları tercih etmeleridir. Ticari bankalarımızın deklare ettikleri kâr düzeyleri ile ödedikleri vergilerin düzey ve nisbetleri, kârların artan oranlarda Hazine kıymetli evrakına tahsis edildiğini ortaya koymaktadır. Kaldı ki, 1984-86 döneminde hane halkına, ayrıca 500 milyar liralık gelir ortaklığı senedinin en büyük dilimi satılmıştır.

Başka bir deyişle, 1980 yılı sonrasındaki olay, temel niteliği ve ekonomik etkileri açısından değişik bir olaydır. Özellikle, 1985 yılı Mayıs ayından itibaren Hazine'nin hemen her hafta gerçekleştirdiği 6-12-24 ay vadeli kıymetli kağıt ihaleleri, alıcıları, finansman kaynakları ve faiz etkileri açısından yepyeni nitelikteki bir iktisadi yorumu gerektirmektedir.

Yepyeni bir iktisadi yorum meselesi ile ilgili olarak başlangıç noktası, değişken faizli ve 3 yıl vadeli nisbeten küçük ihraçlar bir yana bırakıldığında, Hazine'nin bono ve tahvil ihraçlarını "sermaye piyasası aleti ihracı" olarak tanımlamanın her açıdan yanlış olacağıdır.

Ortalama vadeleri bir yılı güçlkle bulduğu için, 2 yıl ölçüsünü kabul eden bizim sermaye piyasası mevzuatımıza göre dahi, bu bono ve tahviller "para piyasası aletleri"dir. Etkileri parasal nitelikte olmuştur.

Hazine'nin hedefi de tamamen moneter niteliktedir. Bu hedef, biraz daha değişik bir stratejiden hareketle, ilk defa 1981 yılında benimsenmiştir. 0 tarihte ihtiyaç, ve bu nedenle de taktik hedef, Merkez Bankasından gerek KİT ve gerekse Hazine borçlanmalarının reel anlamda ve süratle düşürülmesiydi. Böylece rezerv para artış hızı yavaşlatılacak ve artış mutlak değerleri öncelikle özel kesime kaynak olarak aktarılacaktı. İstikrar politikasının reel kesimin özel sektör diliminde yaratabileceği finansman darboğazlarının bu şekilde bir ölçüde hafifletilebileceği düşünülüyordu. 0 tarihlerde benimsenip sonra terkedilen stratejik hedef ise, enflasyonun tek haneli rakamlara düşürülüp bu düzeyde tutulmasıydı. 24 Ocak operasyonunun ikinci aşaması buydu.

Nitekim, stratejik hedef terkevilmiş ise de taktik hedef gerçekleştirilmiştir.

KİT'lerde gerçekleşme oranı yüzde 100 ve Hazine'de kabaca yüzde 60-70 olmuştur.

Merkez Bankası kredileri 1979 yılında KİT yatırımlarının yüzde 31.5'ini finanse etmişken, bu pay 1982'de yüzde 4'e ve 1986 yılında binde 4'e düşürülmüştür.

Hazinenin Merkez Bankasından borçlanmalarına gelince, aşağıdaki 1980-84 dönemi konsolide bütçe finansman serisinin de apaçık gösterdiği gibi, 1981 yılından itibaren net tahvil ve bono satış değerleri Merkez Bankasından kısa vadeli avans kullanımlarını aşmaya başlamıştır. Açığın monetizasyonu oranı düşürülmüştür.

<u>Milyar Lira</u>	<u>1980</u>	<u>1981</u>	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>
Gelirler	838	1329	1424	2156	2831
Giderler	-1073	-1503	-1575	-2533	-3731
Emanet Fazlası	15	87	-30	131	-56
Nakit Açığı	-220	-87	-181	-246	-956
Dış Borçlanma	74	41	-18	26	319
Net tahvil-bono	48	88	130	109	421
Merkez Bankası	103	39	32	72	190
Diğer	-5	-81	37	39	26

Not: Tahakkuk bazındadır.

Bu Tablonun vurguladığı bir ikinci trend, 1984'ten itibaren sıçrayan bütçe finansman açığını karşılamak amacıyla Hazinenin Merkez Bankasına, ticari bankalara ve iç piyasaya olan borçlanmalarını hızlandırmasıdır. Bu trend, 1984-86 döneminde daha da güçlenmiştir. 1985-1986 Konsolide bütçe gerçekleştirmelerini nakit bazında içeren tablo ilginçtir.

	Milyar Lira	
	1985	1986
Nakit Bütçe Gelirleri	4264	6070
Nakit Bütçe Giderleri	-4339	-5999
Fark	-75	71
Net Dış Kaynaklar	-611	-833
- Faiz Ödemeleri	-377	-652
- Anapara Ödemeleri	-413	-642
- Kredi Kullanımı	179	461
İç Borç Faiz Ödemeleri	-269	-646
Finansman Açığı	-955	-1408
Net Tahvil Geliri	487	516
- Satış	684	1095
- Ödeme	-197	-579
Net Bono Geliri	244	653
- Satış	1199	1759
- Ödeme	-955	-1106
Kısa Vadeli Avans	266	257
Kasa-Banka	-42	-18

Hazinenin amaçlarının ve bu amaçla başvurduğu "Piyasaya Tahvil ve Bono İhracı" aletinin moneter nitelikte olduğunu, bu tablo, tartışmaya olanak vermeyecek bir açıklık ve kesinlikle ortaya koymaktadır.

Önce, ilerde tekrar ve daha geniş olarak değineceğimiz bir gerçeğin altını çizelim: 1985-86 döneminde nakit bütçe gelirleri nakit bütçe giderlerine eşittir. Hazinenin her iki yılda da tahvil ve bono ihracetmesinin ve Merkez Bankasından borçlanması tek nedeni, bütçenin borç servis ihtiyaçlarıdır. Bütçe'nin borçlanma politikası bir çeşit kısır döngü içine düşmüştür.

Diğer yandan, kasa-banka dahil Hazinenin iç finansman açığı, 1985 yılında 997 milyar lira ve 1986 yılında 1426 milyar lira olarak gerçekleşmiştir. (Borç servisi dahil)

Bu durumda, Hazinenin elinde iki alternatif vardı. Birinci alternatif, bu açık-

ların tamamen Merkez Bankası kaynaklarından para basılarak finanse edilmesi idi. KVA'yı aşan dolaylı finansman yolları Türk Hazinesine hiçbir zaman kapalı olmamıştır. İkinci alternatif ise, iç borçlanma olanaklarının mümkün olduğu kadar zorlanması ve böylece parasal genişlemenin mümkün olduğu kadar daraltılmasıydı. Hazine amaçlarının ve iç borçlanma aletlerinin moneter nitelikte olmasından kasdolunan budur. Hazine, ikinci alternatifi seçmiştir. Kısa vadeli perspektiften bakıldığında, Hazinenin bu tercihi uygundur. Zira, alternatif para basmak olduğundan bunun dışındaki bütün alternatifler daha iyi olacaktır.

Ancak, sonuçlara bakılınca durum değişiyor. Zira borçlanma çok kısa vadeli dir. Nominal ve reel faizi fevkalade yüksektir. Servis gerekleri için GSMH'nin gittikçe artan oranlarında borçlanma gerekecek ve bu saadet zinciri ilelebet devam etmeyecektir.

Bu tür bir iç borçlanmada, enflasyonist baskı ve etki, ne bütünüyle ortadan kaldırılmış ve ne de gelecek nesle doğru ertelenmiştir. Ekonomik literatürün negatif veya reel faizli ve 10-20 yıl vadeli borçlanmalara uygulanan mantığı burada geçersizdir.

Parasal genişlemeyi çok kısa vadeli ve yüksek faizli iç borçlanma ile azaltmak, en hafif tabiri ve en iyimser yorumu ile, orta vadede enflasyonu yükseltmekte ve beslemektedir. Enflasyonist bekleyişleri yüksekçe düzeylerde tutmaya yardım etmektedir. Orta ve hatta belki de kısa vade, çok kısa vadeye feda edilmiş olmaktadır. Daha gerçekçi tabir ve yorumu ile, enflasyon gizlemesine başvurmaktır. 1980 öncesinde KİT'lerin fiyat artışı yerine kısa vadeli borçlanmalara gitmesi ve bütçe dışı Hazine ikrazlarını arttırması ile bugün Hazinenin çok kısa vadeli piyasa borçlanmaları yapması arasındaki fark nedir? Her ikisi de enflasyonun gizlenmesidir.

"Çok kısa vade-kısa vade" alışverişinden neyi kastettiğimiz, 20'nci sayfadaki tablodan kolayca anlaşılır hale gelmektedir. Gayrı safi olarak 1985 yılında ihracedilen bono-tahvil toplam değeri, 1883 milyar liradır. 1986 yılında yapılan geri ödemeler, 1685 milyar liradır. Oran, yüzde 89.5'tir. Operasyon, ya parasal genişlemeyi çok kısa dönemde yavaşlatma operasyonudur, veya yakın gelecekte toplam vergi yükünün aniden sıçratılabileceğinin sinyalini verme operasyonudur. Uygulanan model her halukarda yeterli ve kalıcı değildir. Yeniden gözden geçirilmesi gerekmektedir.

Ayrıca, iç borçlanma operasyonları, yukarda da değinildiği gibi, gelir üzerinden alınan vergiler hasılatını devamlı aşağıya çekmektedir.

Hangi vadelerde gerçekleştirilmiş olursa olsun, iç borçlanmalara şu üç perspektiften bakmak zorunludur:

- a) Birinci perspektif, iç borçlanmaların amacını ve kullanım yerini araştıran perspektiftir. İç boçlanma kamu sektörü finansmanının dengede olduğu ve hatta fazla verdiği bir ortamda, toplam talep artışını biraz yavaşlatmak için gerçekleştirilmiş olabilir. Türkiye için bu alternatif, bugün geçersizdir. İkinci bir alternatif olarak, iç borçlanma kamu finansman açığını finanse etmek amacı ile yapılmış olmakla beraber, kamu alt yapı yatırımlarına tahsis edilmiş olabilir. Yatırımların fizibilitesi yüksek ise, özel yatırımları uyaracak ve onların verimliliğini arttıracaktır (Crowding-in argümanı). Kısa vadede ise, bu durumda dahi crowding-out olayı ile karşılaşmış olabilir. Üçüncü bir alternatif, borçlanma hasılatının özel kesimle rekabet edebilecek yatırım alanlarına harcanmasıdır ki, bu da bugünün Türkiye'si için geçerli değildir. Nihayet, dördüncü alternatif, iç borçlanma hasılatının iç-dış borç servislerini karşılamak için kullanılmış olmasıdır. Türkiye ile ilgili bir incelemede ikinci ve dördüncü alternatifler muhakkak araştırılmalıdır.
- b) İkinci perspektif, borçlanma hasılatı ne amaçla kullanılırsa kullanılsın ve uzun vadeli kalkınma etkileri ne olursa olsun, kısa vadede "Crowding-out" olayı ile karşılaşılıp karşılaşılmadığını araştıran perspektiftir. Bu perspektifte ilk geçerli soru, iç borçlanmanın reel artışlar kaydedip kaydetmediği ile ilgili olacaktır. İkinci adımda, rezerv para veya Merkez Bankası parası içinde kamu payının artıp artmadığı araştırılmalıdır. Üçüncü adımda, kamu sektörünün ticari banka kredileri payı incelenmelidir. Her iki büyüklükte de kamu payı artmışsa, Hazine, az veya çok, özel fonlara el koymuştur. Bu fonlar, özel tüketimden, firmaların işletme sermayesi ihtiyaçlarından veya özel yatırımlardan alıkonulmuş olabilir. Kesin birşey söylemek mümkün değildir. Ancak, kamu payları artmış ise, özel fonlara el konulduğu inkar edilemez.
- c) Üçüncü perspektif, Hazine borçlanmalarının faiz haddi etkilerini araştıran perspektiftir. Hazine özel kesimle fon rekabetine girmiş ise,

bu rekabetin faiz haddi etkileri olacaktır. Ölçü, vergi yükü ile gayri safileştirilmiş iç borçlanma faiz düzeylerinin "mevduat-kredi faizleri" ile karşılaştırılması ve piyasadaki reel faiz düzeylerinin hesaplanmasıdır.

Çalışmamızın bundan sonraki dilimlerinde, önce olaya, 1985- 86 iç borçlanmalarına, bu üç perspektiften bakacağız. Adım adım ilerlemeye çalışacağız. Son bölümde ise, ilerdeki bir gün, enflasyonist politikaları terkedip enflasyonla kesin ve kararlı bir şekilde mücadele edileceğini varsayıp bugünlerin iç borç birikiminin o günlerde ne gibi sorunlar yaratabileceğini kestirmeye çalışacağız.

Başlangıç noktası, 1985-86 net iç borçlanma operasyonlarının reel boyutlarının ve nisbi öneminin tesbitidir.

1984-86 dönemi nakit bütçe gerçekleştirmeleri, 1985-86 döneminde net olarak 1.9 trilyon liralık ve 1984-86 döneminde yine net olarak 2.4 trilyon liralık tahvil ve bono ihraç edildiğini göstermektedir. Dönem boyunca ihraç edilen gelir ortaklığı senetleri de devlet iç borcudur. Böylece 3 yıllık toplam, 2.9 trilyon lira olmaktadır.

Sadece NET bono-tahvil satışları gözönüne alındığında dahi, 1985 yılı için GSMH payı yüzde 2.6 ve 1986 yılı için yüzde 2.9'dur. 300 milyar liralık gelir ortaklığı senetleri eklendiğinde 1986'da GSMH payı yüzde 3.7'ye yükselmektedir. KVA dahil 1986 yılı kamu finansman açığı GSMH'nin yüzde 4.3'ü oranında gerçekleşmiş olmaktadır. Bu rakamlar, yorumu gerektirmeyecek kadar açıktır.

1986 yılı için eldeki geçici veriler, toplam sabit sermaye yatırımlarının yüzde 11.6, özel yatırımların yüzde 13.5 ve kamu yatırımlarının yüzde 10.2 oranında arttığına işaret etmektedir. Bu verilerden ve birinci perspektifimizden hareketle, borçlanma hasılatının yatırımlara tahsis edildiği söylenebilir mi?

Kuşkusuz ki, fonların hüviyeti olmadığına göre, herşeyi iddia etmek mümkündür. İddia edilmektedir de.

Ancak, aşağıdaki Tablo, gayri safi tahvil ve bono ihraç hasılatının, Hazinesinin iç ve dış borç servis gereklerini ancak 4/5 oranında karşılayabildiğini, ve geriye, yatırımlara tahsis edilebilecek bir bakiye kalmadığını göstermektedir.

	Milyar Lira		<u>Yüzde Artış</u>
	<u>1985</u>	<u>1986</u>	
İç Borç Servisi	1529	2331	52
Dış Borç Servisi	790	1294	64
Toplam borç Servisi (A)	2319	3625	56
Tahvil-Bono İhracı(B)	1883	2854	52
B/A x 100	(%81)	(%79)	-
Kısa Vadeli Avans (C)	266	257	-
C/A x 100	(%11)	(%8)	-

Burada hemen belirtilmesi gereken bir olay, 1986 yılında ihale ile satılan tahvillerde ortalama faizlerin, bir yıl vadeli için yüzde 53, iki yıl vadeli için yüzde 53 ve tümü için yüzde 50.34 düzeyinde gerçekleşmiş olmasıdır. Bir yılın borçlanmalarının servis gerekleri, öbür yılın borçlanmalarının gerekçesini teşkil etmektedir. İç borç servisi artış oranının tahvil-bono ihraç hacmi artış oranına eşit olması, ikilemi ve içine düşülen fasit daireyi açıklamaktadır.

İkinci perspektif, Crowding-out, başka bir deyişle, Hazinesin özel kesim fonlarına el koyup koymadığı perspektifi idi. Aşağıdaki şu üç Tabloya dikkatle bir göz atalım:

NET TAHVİL VE BONO SATIŞLARI

	<u>Satış Değeri</u>	<u>GSMH Payı (%)</u>	<u>Bütçe Giderinde</u>
			<u>Payı (%)</u>
1980	48	1,1	4,4
1981	88	1,3	5,8
1982	130	1,5	8,1
1983	109	0,9	4,2
1984	421	2,3	11,1
1985	731	2,6	13,5
1986	1170	2,9	14,2

NET TAHVİL-BONÖ SATIŞLARI İLE KVA KULLANIMI TOPLAMI

	<u>Satış Değeri</u>	<u>Bütçe Giderinde Payı (%)</u>	<u>GSMH Payı (%)</u>
1981	92	6,0	1,4
1982	163	10,0	1,9
1983	181	6,9	1,6
1984	609	16,0	3,3
1985	997	18,0	3,6
1986	1426	17,0	3,6

HAZİNE BORÇLANMALARININ REZERV PARA ARTIŞINDAKİ PAYI

	<u>Tahvil-Bono-KVA</u>	<u>Rezerv Para Artışı</u>	<u>Hazine Payı (%)</u>
1981	92	212	43
1982	163	302	54
1983	181	339	53
1984	609	661	92
1985	997	871	(114)
1986	1426	847	(169)

Not: Birinci ve ikinci sütunlar Milyar lira cinsinden mutlak artış düzeylerini aksettirmektedir.

Yukardaki Üç Tablodan birincisi, 1981-1983 döneminde piyasadan yıllık ortalama olarak GSMH'nin yüzde 1.3'ü oranında borçlanan Hazine'nin, 1984-86 döneminde tam bir kat arttırarak GSMH'nin yüzde 2.6'sına yükselttiğini göstermektedir.

İkinci Tablo, KVA kullanımlarını da kapsamaktadır. Toplam iç borçlanmalar, 1981-83 döneminde GSMH'nin yıllık ortalama yüzde 1.6'sından 1984-86 döneminde yüzde 3.5'ine sıçramıştır.

Üçüncü Tablo, kritik önemde olup biraz açıklanmaya muhtaçtır. Türkiye'de Merkez Bankası kamu kesimine ve bankalar kanalı ile özel kesime kredi açar, ve döviz

rezervlerindeki net değişmeye bağlı olarak, ya bu kredilere ek anlamda para basar veya krediler kanalı ile zerkettiği likiditeyi bir miktar geri emer. Aritmetik toplamı, rezerv paradır. Merkez Bankası parasıdır. Rezerv para, pasif kısmında, tedavüle fiilen çıkartılan para ile çıkarılması Merkez Bankasınca taahhüt edilen paranın (Ticari Bankalar mevduatı) toplamıdır. Merkez Bankası kredilerinden özel ve kamu kesiminin aldığı paylar fevkalade önemlidir. Eğer bir yılda Merkez Bankası özel kesime örneğin 100 milyar lira net kredi açmış ve kamu sektörü de yine aynı yıl 80 milyar liralık net tahvil ve bono satmış ise, özel kesimin net rezerv para kullanımı 20 milyar liradır. Özel kesim Merkez Bankasından alabildiği 100 milyar liranın 80'ini kamu kesimine vermiştir. Bu nedenle de, rezerv para mutlak değer artışı ile kamu kesiminin "Tahvil-bono satışları ve KVA kullanımı toplanımının" mukayesesi, Türkiye için crowding-out araştırmasının ilk adımıdır.

Yukardaki üçüncü Tablo, 1981-1983 döneminde özel ve kamu kesimlerinin Merkez Bankası parasını paylaştıklarını göstermektedir. 1985-86 döneminde ise Hazine, rezerv para artışlarının tamamına el koymuştur. Ötesine geçmiştir. Gerçekten de bu dönemde özel kesim, ticari bankalar kanalı ile Merkez Bankasına net ödeme yapmıştır.

Tablomuzun altını çizdiği olay, "Crowding-out" vakıasına, tek başına yeterli düşebilecek bir kanıt teşkil edemez. Özel kesimin ticari banka kredi artışlarından aldığı pay artmış ise, veya en azından düşmemiş ise, "crowding-out" gerçekleşmemiştir.

Aşağıdaki Tablo, 1981-1985 döneminde özel ve kamu sektörlerimizin, ticari bankalar kesimi kredi artışlarından aldıkları payları göstermektedir:

SEKTÖRLERİN TİCARİ BANKA KREDİ ARTIŞLARINDAN ALDIKLARI PAYLAR

	<u>Tüm Kamu Sektörü (%)</u>	<u>Özel Sektör (%)</u>
1981	2	98
1982	2	98
1983	8	92
1984	-	100
1985	20	80

1981-84 döneminde net olarak sadece 54 milyar.lira ek kredi kullanmış olan kamu sektörümüz, 1985'te tam 488 milyar lira ek kredi kullanmıştır. Tablo, bu olayı paylar cinsinden vurgulamaktadır.

Sonuç olarak, 1985 yılında ve muhtemelen 1985-86 döneminde Hazine ve KİT'ler, özel kesimin iç kredi fonlarına el atmışlardır. Crowding-out gerçekleşmiştir. Verileri, başka türlü yorumlamak mümkün değildir.

İç kredi fonlarından bahsetmemizin nedeni, 1984-86 döneminde özel kesimimizin tam 2.4 milyar dolar değerinde kısa vadeli dış kredi toplamını kullanmış olmasıdır. Bu borçlanmaların, finansman kaynağı olarak, yurt içindeki ticari banka kredilerinden hiçbir farkı yoktur. Muhtemelen biraz daha pahalıya gelecektir. Ülke ekonomisi için biraz daha tehlikelidir o kadar. "Kendisi için iç kredi kaynakları daha geniş olsaydı, özel kesimimiz bu ölçüde kısa vadeli dış kredi kullanır mıydı?" sorusu zihinleri meşgul etmelidir.

Üçüncü perspektifimiz, 1984-86 borçlanmalarının faiz haddi etkileri ile ilgilidir.

1986 yılında ticari bankalarımızın en iyi müşterilerine veya iştiraklerine uyguladıkları 1 yıllık kredi faizi yüzde 52 düzeyindeydi. Müşteriler ne kadar "sağlam" olurlarsa olsun hiçbirinin Hazineyle risk yönünden rekabet etmesi mümkün olmadığına göre, özel borçlulara oranla Hazinenin çok daha düşük nominal ve reel faiz oranları ile borçlanabilmesi beklenirdi. Maalesef, bu bekleyiş, gerçekleşmemektedir. Önce de değindiğimiz gibi, 1986 yılı tahvil faizleri aritmetik ortalaması yüzde 50.34 olmuştur. Endeks artışlarının en yüksekini içeren yüzde 32.8'lik 1986 GSMH deflatörünü kullandığımız takdirde dahi, 1986 yılında Hazine yüzde 13.2'lik bir reel faizle borçlanmış olmaktadır. (I.5034/1328 - I).

Tabii, bu hesabımız yanlıştır. Durumu olduğundan iyi göstermektedir. Hesabımız, olsa olsa, hane halkı için geçerlidir. Halbuki, ticari bankalarımız, diğer mali araçlarımız ve muhtemelen sermaye şirketlerimiz için Hazine tahvil ve bonolarının reel getirisi çok daha yüksektir. Bono ve tahvillerin faizleri bugün hala fiilen vergiden muaftır. Bu nedenle, her mali aracının geliri ve nihai olarak girdiği vergi dilimine bağlı olarak, Hazine bono ve tahvillerinin vergi sonrası getirisi yüzde 50.34'ten 15-25 puan yüksek olmuştur. (Yüzde 65-75).

Bir yandan ticari banka olarak çeşitli risklerdeki müşterilere her türlü marj dahil ortalama yüzde 72 faizle kredi açabilecekken, diğer yandan Hazine gibi hiç risksiz bir müşteri ortalama yüzde 70 faizle borçlanmaya razı ise, Hazineyi tereddütsüz tercih edeceğiniz apaçık ortadadır. Bu nedenle, piyasada önce Hazine borçlanabilmektedir. Özel kesim müşterileri, marjinal müşteri durumundadır. Hazine borçlanma faizleri, Hazine borçlanmalarının arttığı nisbette, bir tür faiz tabanını aksettirecektir. Bugün iç hazine borçlanmalarının banka faizlerini aşağıya çekilmesini güçleştirmekte olduğu kesinlikle söylenebilir.

Yüksek nominal faizli iç borçlanmanın vergi muafiyetli olmasının Hazine vergi gelir hasılatına etkisine gelince, örneğin bir büyük bankamız 1986 yılında 35.6 milyar düzeyinde vergi öncesi bir kâr sağlamış ve kâr-zarar tablosunda sadece 400 milyon liralık vergi karşılığı ayırmıştır. İşlem tamamen yasalıdır. Zira, Hazine tahvil ve bonolarının da yer aldığı 31.12.1986 bilançosunda bu bankamızın menkul değerler cüzdanı net bakiyesinin 489 milyar lira olduğu, bu kalemin ortalama yıllık bakiyesinden 207.5 milyar lira faiz geliri sağladığı görülmektedir. Bir bankanın Hazine bono-tahvil faiz gelirleri, vergi öncesi kârını aştığı sürece, o bankanın geliri üzerinden vergi ödemesi için hiç bir neden kalmamaktadır. Bu husus diğer anonim şirketler için de geçerlidir. Kurumlar vergisi hasılatının 1986 yılında 930 milyar lirada kalmasının ve bunun da önemli diliminin KİT'lerce ödenmiş olmasının nedeni, haklı olarak, diğer kurumlarımızın, kârları teşekkül ettikçe Hazine bono ve tahvili satın almalarıdır. Her ülkede vergiden yasal kaçınma temel haklar arasında sayılmaktadır. Suç olan, vergi kaçırmaktır.

Diğer bir önemli konu, iç borçlanmada nominal-reel hesaplama meselesidir.

1985-86 dönemi Hazine iç borçlanmalarını net bazda hesaplarken, ihraç düzeylerinden geri ödemeleri düşmekle yetindik. Faiz ödemelerini gözönüne almadık. Net hesaplama, bazen, tüm faiz ödemelerinin de toplamdan düşülmesi savunulmaktadır. Bu görüş, yanlıştır. Tüm faiz ödemelerinde netleştirme, "net borçlanmanın" değil, "net transfer"in hesaplanmasıdır. Bunun nedeni, tasarruflarını ister bankaya ve ister Hazine kağıtlarına yatırırsınlar, faiz geliri elde edecek olmalarıdır.

Kuşkusuz ki, buna rağmen, net borçlanma, reel borçlanma ve net transfer kavramlarının tanımlanıp bu kavramlara uygun hesaplamaların yapılmasında da yarar vardır. 1985-86 net transfer hesabını yapalım:

İÇ BORÇLANMADA NET TRANSFER

	<u>1985</u>	<u>1986</u>	<u>İki Yıllık Toplam</u>
Net Bono-Tahvil Satışı	731	1170	1901
Faiz Ödemeleri	<u>-269</u>	<u>-646</u>	<u>-915</u>
Net Transfer	462	524	986

Bu Tablodaki net satış kavramından "reel ve net satış" kavramına geçilmesinin yolu şudur: 1985 ve 1986 yılı faiz ödemelerinden bir kısmı, belli ki, anapara geri ödemesidir. Tablo, net satışları da, faiz ödemelerini de reel açıdan olduğundan büyük göstermektedir. Nedenini Türkiye'ye uygun bir örnekle açıklayalım. Örneğin, cari enflasyonun yüzde 25 düzeyinde seyrettiği bir ortamda yüzde 50 nominal faizli ve 1 yıl vadeli bir devlet tahvilini satın almış olalım. Elimize geçen 500 liralık faizin 250 liralık dilimi, devletin anapara ödemesidir. Enflasyon primidir. Enflasyon, 1000 liralık devlet borçlanmasının değerini bir yıl içinde yüzde 25 azaltmıştır. Hazine borcunun reel değerini koruması için yıl sonunda 1250 liraya yükselmesi gerekirdi. 500 liralık faizin tamamını gelir olarak düşünmemiz, varlık kaybını göze almamız demektir.

1985-86 istatistiğinde bu tür bir düzeltme yapmamız halinde, net transfer değeri değişmeyecektir.

GSMH deflatörünün 1985'te fiilen yüzde 44 olduğu ve 1986'da kabaca yüzde 33 olarak tahmin edildiğini gözönüne alıp, bono-tahvil faiz ortalamasının 1985'te yüzde 53 ve 1986'da yüzde 50 olarak gerçekleştiğini düşünerek hesabımızı revize edelim. 1985'teki 269 milyar liralık faiz ödemesinin yüzde 83'ü veya 223 milyar lirasını ve 1986'daki 646 milyar liranın yüzde 66'sını veya 426 milyar lirasını anapara geri ödemesi olarak kabul etmemiz gerekecektir. Bakiyesi, reel faizdir.

REEL BORÇLANMA VE NET TRANSFER

	<u>1985</u>	<u>1986</u>	<u>İki Yıllık Toplam</u>
Reel ve Net Borçlanma	508	744	1252
Reel Faiz Ödemeleri	<u>-46</u>	<u>-220</u>	<u>-266</u>
Net Transfer	462	524	986

Tabloda 1986 yılı için elde ettiğimiz 220 milyar liralık reel faiz rakamı 31'inci sayfadaki reel faiz hesaplamamızın (yüzde 13.2) tutarlılığını da teyid etmektedir. Nitekim, Hazinemizin 1986 yılı boyunca tahvil-bono stoğu ortalaması 1625 milyar civarında gerçekleşmiştir. Reel faiz haddi, yüzde 13.54 olmaktadır. (220/1625)

Şu ana kadarki ve bundan sonraki değerlendirmelerimizde nominal büyüklükleri reel büyüklüklere tercih etmemizin iki nedeni vardır. Nedenlerden biri, enflasyonun borçlar reel değerini eritmesi olayının, devlet borçları ile sınırlı kalmayıp tüm özel borçları da kapsamasıdır ki konu bu genişliği ile bu çalışmanın boyutlarını aşmaktadır. Kaldı ki, zaman zaman değinmekle beraber, yukardaki net ve reel transfer hesaplarına gelir ortaklığı senetlerini dahil etmedik. Dahil edildiğinde, reel borçlanma ve net transfer düzeyleri yükselmektedir. Ancak, daha önemli nitelikteki ikinci neden, Merkez Bankası, Hazinesin KVA çekişlerine faiz yürütmediği için, 1985-86 döneminde reel ve nominal büyüklükler kabaca eşitlenmektedir.

Açıklayalım: Hazinesin KVA çekişlerine faiz yürütmeyen Merkez Bankası, hepimizden bir enflasyon vergisi alınmasına yol açmaktadır. Hazine borcu, olduğundan düşük görünmekte veya Hazine Merkez Bankasına borcunun önemli bir dilimini enflasyonla geri ödemiş olmaktadır. Vergi kaçırmanın bu kadar yaygın olduğu ve ödeme zamanlarının bir türlü güncelleştirilememesinin bir sonucu olarak mükelleflerin de Hazineden enflasyon vergisi aldığı bir ülkede, Hazinesin Merkez Bankası borçlanmalarından enflasyon vergisi almasına kimsenin itirazı olmaması gerekir.

Ancak, iç borçlanma düzeyinin 1985-86 dönemi için hesaplanmasında fark etmese de, kamu finansman açığının ekonomik perspektifle hesaplanmasında reel yaklaşım uygulaması gerekli ve yararlıdır. Parasal genişlemenin "geleceğin enflasyon trendleri aleyhine" kısa vadede düşük tutulması olgusunu, gerçek boyutları ile ifade etmenin başkaca bir yolu yok gibidir. Bu hesabı içeren Tablo aşağıdadır:

ENFLASYON DÜZELTMELİ KAMU FİNANSMAN AÇIĞI

	Net ve Reel Borçlanma	
	1985	1986
Bono ve Tahvil Satış Hasılatı	508	744
Gelir Ortaklığı Senetleri Has.	139	200
Kısa Vadeli Avans Kullanımı	530	532
(Nominal KVA Kullanımı)	(266)	(257)
(KVA Stoğuna %44 Faiz)	(264)	-
(KVA) Stoğuna %33 Faiz)	-	(275)
Toplam Kamu Finansman Açığı	1177	1476
Açığın GSMH Payı	%4,0	%3,7

Bu Tabloda, gelir ortaklığı senetleri reel satış hasılatını tesbit ederken 29' uncu sayfada bono ve tahviller için yaptığımız hesabı, bu borçlanma aletleri için de tekrarladık. (1986 yılında yapılan 300 milyarlık satışla yıl sonu GOS (Gelir Ortaklığı Senetleri) stoğu 500 milyar liraya ulaşmıştır). 1985 ve 1986 yılları ortalama KVA stoğuna GSMH zımni deflatörleri kadar faiz yürütüp bu zımni ödemeleri, Hazine ekonomik perspektiften yapması gerekirken fiilen yapmadığı için, KVA kullanım toplamalarına ekledik. Belediyelerle Fonları hesap dışı bırakmamızın nedeni, 1986 yılında bu iki kesimin sadece 54 milyar liralık bir finansman fazlası verdiğinin tahmin edilmesidir (net). KİT'lere gelince, 1986 yılı net iç borçlanmalarının 323 milyar lira olarak gerçekleştiği tahmin edilmektedir. Yukardaki reel hesaba dahil edildiğinde 1986 rakamı 1799 milyar liraya veya GSMH'nın yüzde 4.5'ine yükselmektedir. Bu üç kesimin finansman açıkları ilerde daha da büyüdüğü takdirde, kuşkusuz ki, reel kamu finansman açığı hesaplarında kapsamaları gerekecektir.

Özetle, enflasyon düzeltmeli kamu finansman açıkları 1985 yılında 1.2 trilyon lira ve 1986 yılında 1.5 trilyon lira olarak gerçekleşmiştir. Enflasyon düzeltmesiz kamu finansman açığı ise, 1985 yılı için ne mutlak değer ve ne de GSMH payı olarak farklı sonuç vermemektedir. Nedeni, tahvil-bono ve gelir ortaklığı senetleri faiz ödemelerinde yapılan enflasyon düzeltmeleri net reel satış düzeylerini düşürürken, KVA stoğuna yürüttüğümüz zımni faizin 1985 yılı için bu

indirimi tümüyle telafi etmesidir. 1986 yılı için de fark önemsenebilir boyutlara ulaşmamaktadır. Kuşkusuz ki, ilerde bu sapma büyüyebilir. İşte bu nedenle, reel açık hesapları daima tercih edilmelidir.

ENFLASYON DÜZELTMESİZ KAMU FİNANSMAN AÇIĞI

<u>Net Büyüklükler</u>	<u>1985</u>	<u>1986</u>
Net Bono ve Tahvil Satışı	731	1170
Gelir Ortaklığı Senet Satışı	180	300
KVA Kullanımı	266	257
Nominal Kamu Finansman Açığı	1177	1727
Açığın GSMH'da Payı	%4	%4,3

Görüldüğü gibi 1986 yılı için dahi fark 251 milyar lira veya GSMH'nın binde 6'sı düzeyindedir. 1986 yılı için net tahvil ve bono satışları ile KVA kullanımı toplamı 1426 milyar lira iken reel kamu finansman açığı düzeyi 50 milyar lira farkla 1476 milyar lira olarak hesaplanabildiği için, biz bu çalışmanın çeşitli bölümlerinde KVA kullanımı ve net tahvil bono satış rakamlarını kullanmakta bir beis görmedik. Yaklaşıklık, kolaylık sağlamıştır. Gelir Ortaklığı Senetlerini hesap dışı bırakmamıza imkan vermiştir.

B. Yakın Geleceğe Bakış

1981-1983 döneminde iç piyasadan ve Merkez Bankasından GSMH'nın yüzde 1.6'sı oranında borçlanan Hazineimizin, çok kısa bir sürede kamu finansman açığını katlayarak 1984-86 döneminde GSMH'nın yüzde 3.5'i oranında borçlanmaya başladığı anlaşılmaktadır.

Ayrıca, açığı tamamen ve derhal monetize etmenin cari enflasyonu aniden sıçratabileceğini bilen Hazineimizin, net tahvil ve bono satış hacmini GSMH'nın yüzde 2.6'sına yükseltmek zorunda kaldığını gözlemledik. Bu olayın, kısa dönemde parasal genişleme hızını yavaşlatmakla beraber, orta vadenin enflasyonist beklentilerini ve enflasyonist baskısını yukarıya itebileceğini düşündük.

Nihayet, 1985 yılından başlayarak Hazinesinin ve diğer kamu kesiminin özel sektörün fonlarına el koymaya başladığı ve iç borçlanma faiz politikasının "tüm ekonomideki reel faizleri" yüksek düzeylere götürdüğü gözlemlenmektedir.

Geleceğe dönük bir perspektif uygulamaya çalışacağımız bu bölümün başında hemen belirtelim ki, Hazinesinin, ne iç borçlanma aletini aktif bir politika aleti olarak kullanması ve ne de Hazine iç borçluluğunun makul artışlar kaydetmesi "ilke olarak" olumsuz bir gelişme sayılmaz. Kamu finansman açıklarının bütünüyle para basılarak finanse edilmesi de hiçbir zaman önerilemez.

Aksine, bu bölümün başında, iç borçlanma ile ilgili olarak çoğu zaman ileri sürülen bir-iki iddianın geçersizliğini vurgulayacağız: Örneğin, iç borç servisindeki artışların, milletimizin yakın gelecekteki vergi yükünde tahammül edilemez sıçramalar doğuracağı iddiası geçerli değildir. Bu, ne kadar borcun ne gibi bir vade yapısı ile biriktirildiğine bağlıdır. Uzun vadede ise, iç borçlanma olayı, vergi yükü açısından "toplamı sıfır" olan bir oyundur. Vatandaşlarımızın şu veya bu kesimi vergi yükü artışları ile karşılaşırken, şu veya bu kesimi anapara ve faiz tahsilatları yapacaklardır. Bu kesimlerin aynı kesimler olmasını geleceğin vergi politikaları ile sağlamak da mümkündür, sağlamamak da mümkündür. Önemli olan vergi yükünün ve borç servisi tahsilat dağılımının iç ekonomide yaptığı makro ve mikro etkileri ekonomiyi yönetenlerin iyi anlamasıdır. Gelir dağılımı etkileri şüphesiz gözardı edilemez. Tabii, bu argümanımız, sadece iç borçlanma için geçerlidir. 1981-86 döneminde bir kat artmış olan dış borçluluğumuz için geçerli değildir. Dış borç servisi, gelecekteki kalkınma hızı trendlerini, diğer koşullar aynı ise kesinlikle aşağıya çekecektir. Yine, örneğin, iç borç artışının Hazineyi iflas ettireceği iddiaları da geçerli değildir.

Bu karşılık, 1984'te başlayarak gelişen iç borçlanma büyüklüklerinin artık endişe ile izlenmesi gerektiği şüphesizdir.

İç borçlanma olayını, ekonominin bütünü içinde, makro denge perspektifinden incelemek ve yorumlamak şarttır. Önemli olan, 1984-86 döneminde yapılan iç borçlanmaların boyutu yanında, gerekçesidir. Enflasyon hızla sürdüğüne ve 1986'da da iç talep patladığına göre, Hazineimiz aynı boyuttaki bir iç borçlanmayı, bütçe fazlası verip iç talebi aşağıya çekmek için yapması gerekirken bu husus ihmal edilmiştir. Aşağıdaki Tabloyu inceleyelim:

TÜRK EKONOMİSİNİN PERFORMANSI

	1970-1986 Döneminde Ortalama Yıllık Artışlar (%)
Enflasyon	34,5
Parasal Genişleme Hızı	35,8
İç Talep Artışı	4,7
Dış Denge Katkısı	0,3
GSMH Artışı	5,0

istikrarsız bir Kalkınma Modelinin izlenmesinin gerçek maliyeti, reel kalkınma hızı ortalamasının yüzde 5'ten ibaret kalması ile ortaya çıkmıştır.

Bu Tabloda konumuzu ilgilendiren en önemli iki husustan biri 1970-86 döneminde her yıl az veya çok kamu finansman açığı verilmiş olması, ve diğeri, bu açığın er geç parasal genişleme ile kapatılmış olmasıdır. Türkiye, sadece özel kesimin ticari bankalar aracılığı ile Merkez Bankasına ibraz ettiği net finansman açığını değil, kamu finansman açığını da daima monetize etmiştir. Sonuç, yıllık ortalama yüzde 34.5'lik enflasyon hızıdır.

Bu günlerde Hükümetimizin faiz hadlerini indirme gayretlerini de akılda tutarak, ekspansiyonist maliye politikalarının ve bunun bir ürünü olan kamu finansman açıklarının "bir önceki bölümde incelediğimiz" etkilerini hatırlayalım: Reel GSMH'ya yönelen hasıla talebi ve fiyatlar yükseldiği için para talebi eğrisi kuzey doğuya kaymakta ve, para arzının artmadığı bir ortamda para talebinin artması faiz hadlerini yukarıya itmektedir. İç borçlanma ile kamu finansmanının sonucu, böylece, faiz hadleri üzerindedir. Enflasyonist etkisi, faizin maliyetler içindeki payına bağlıdır. Soru: Hükümet faiz hadlerinin artışını veya en azından bir türlü düşmemesini nasıl karşılayacaktır? Eğer Hükümet faiz hadlerinin yükselmesini veya yüksek düzeylerini korumasını istemiyorsa, tek çaresi kamu finansman açığını artan oranlarda monetize etmektir. Para basmaktır. Para bastığı ve böylece iç borç servisinin aksettirdiği geçmişin bütçe açığı ile cari bütçe açığını artan oranlarda monetize ettiği takdirde, toplam talep artacak ve eğrisi kayacaktır. Enflasyon daha da yükselme eğiliminde olacaktır. Nitekim, 1986 yılı Türkiye'sinde, dünya enerji fiyatlarına hakim trendler, iç enerji fiyatlarının sabit tutulabilmesine imkan verdiği için enflasyon 10 puan düşmüştür.

Böylece, reel faizler yükselmiştir. Bir süredir Hükümetimiz nominal faizleri düşürüp reel faizleri eski düzeylerinde tutmaya çalışmaktadır. Ancak, bir taraftan da, iç borçlanma artışı yapmaya da devam etmektedir.

Türkiye'nin geçmişte kamu finansman açıklarını daima monetize etmiş olduğuna değinmiştik. 1985-86 dönemi monetizasyon oranlarına bakalım:

	<u>1985</u>	<u>1986</u>
Kamu Finansman Açığı	997	1426
Monetize edilmiş Dilimi (KVA)	266	257
Monetizasyon Oranı	%27	%18

Açığın monetizasyonu oranının düşürülmesine rağmen 1986'da iç talebin 1976'dan beri ilk defa yüzde 8.9'luk bir sıçrama kaydetmesinin nedeni nedir? Önce, bu tür iç talep patlamalarının kaynağını, o yılda değil, geçmişin birkaç yıllık perspektifinde arama gereğini vurgulayalım. Ayrıca, iç borçlanmanın yanı sıra, dış borçlanma trendleri de analize dahil edilmelidir. Nitekim, 1981-83 döneminde rezerv paranın sadece krediler dilimi ile ekonomiye para zerkedip "Net Dış Varlıklar" diliminde tekrar kısmen emen Merkez Bankamız, 1984-86 döneminde asıl para zerkini net dış varlıklar kalemi aracılığı ile yapmaya başlamıştır. İç borçlanmanın berisindeki hedefi, dış borçlanmanın berisindeki stratejiyle bağdaştırmak kolay bir iş gibi görünmemektedir.

Kritik soru, iç borç stokunda biriken ve birikmeye devam eden kamu finansman açıklarının (yani, iç borç servis ödemelerinin) nasıl finanse edileceği ile ilgilidir.

İki yol ve seçenek vardır. Birinci yol, reel vergi artışları ile finanse edilmesidir. Bu seçenek her zaman mevcuttur. İkinci seçenek, para basılmasıdır ki bu iki şekilde yapılabilir hale gelmek üzeredir. İlki, klasik kredi artışıdır. Diğeri, açık piyasa işlemlerine başlandığında, iç borç servisinin her yıl kısmen monetize edilmesi ihtimalidir. Merkez Bankasının satın alıp portföyüne dahil ettiği her Hazine tahvili ve bonosu, para arzının artmasına ve talebin kamçılanmasına yol açacaktır. Tabii, bu ikinci seçenek, her zaman elde mevcut değildir. Dış finansman makinesi aksaksız işlediği sürece, geçerlidir. Durursa, deniz bitmiş olacaktır.

Bu tür yorumlarımızın değerlendirilmesinde yararlı olabilecek bir temel veri, kamu finansman açığının düşük bir oranda monetize edilmesine rağmen, 1984-86 döneminde M-2x'in yüzde 60.5 ve rezerv paranın yüzde 41'lik bir yıllık ortalama artış kaydetmiş olmasıdır. Tam monetizasyona gidilseydi durum daha ciddi olurdu.

1987 yılının bu günlerinde ekonomideki Hazine tahvil ve bono stokunun değeri, kabaca 2.8 trilyon liradır. Kısa vadeli oldukları için sürekli yenilenen bu kağıtların faiz yükü ise 1.3 trilyon lira olarak hesaplanmaktadır. Böylece, toplamı 4.1 trilyon liradan ibarettir.

Ancak, önce, iç borçlanma atılımı üçüncü yılını henüz doldurduğu için, stok rakamları yanıltıcıdır. Tahvilleri gözönüne alalım: 1985 yılında 197 milyar lira olan geri ödemeler 1986 yılında 579 milyar liraya yükselmiştir. 1987 yılında 1 trilyon liraya yaklaşacaktır.

Kuşkusuz ki, ikilemin boyutlarını, 1987 ve sonrasındaki kamu finansman açıklarının boyutları ile belirleyecektir. 1987 ile ilgili borç servisi, ihraç değeri ve stok tahminimiz şöyledir:

	<u>1987 Tahmini</u>
Bono ve Tahvil Geri Ödemesi	-2580
Bono ve Tahvil Faiz Ödemesi	-1300
Toplam Borç Servisi	-3880
Bono ve Tahvil İhraç Değeri	4600
Stok Artışı	2020
Yıl Sonu Stoğu	4500

Bu tahmin, bugünkü hükümet politikalarına, yakın geçmişin trendlerine, stok ve vade yapısı verilerine uygun düşmekle beraber, her iki yönde de ne derece sıhatli olduğunu zaman gösterecektir. Ancak, hükümet politikaları değişmediği takdirde, ki her hükümet politikasını değiştirebilir, yıl sonu stok değerinin 4.5 trilyon liradan az olması olasılığı yüksek değildir. Diğer yandan, bu tahminimizin berisindeki varsayımları değiştirmeden trendi 1989'a doğru uzatırsak, o yılın sonunda 9-10.5 trilyonluk bir iç borç stok değeri ile karşılaşırız. (Tahvil-Bono).

Kuşkusuz ki, burada önemli ve tartışmaya pek açık olmayan bir husus şudur: Bu kadar yüksek faizle iç borçlanmaya devam edersek, geleceğin bütçe açıklarının tohumlarını atarken, faiz hadlerini de düşüremeyiz. Böylece, yüksek faiz hadleri yüksek borç servislerine, yüksek borç servisleri kamu finansman açığı artışlarına, ve kamu finansman açığı artışları da tekrar yüksek faiz hadlerine yol açar. Ayrıca, 360 derecelik bu yörünge aynen özel kesim için de geçerlidir. Bu kısır döngüyü, enflasyonu indirmeden kırmak, mümkün değildir. Bu olayın artık anlaşıl-mış olması gerekir.

Bu kısır döngü nasıl kırılır ve enflasyon nasıl düşürülür sorusu, kritik niteliktedir. Önce, "nasıl düşürülemeyeceğini" kısaca hatırlayalım:

- a) Türkiye'deki devalüasyonlar, iç-dış fiyat artış farklarını gidermeyi hedeflemektedirler. Enflasyonun nedeni değil, sonucudurlar. Devalüasyonları yavaşlatan bir hükümet, riskleri katlar.
- b) KİT fiyat artışlarının bir kısmı da, enflasyonun nedeni değil, ürünüdürler. Enflasyon gizlemeleri, Türkiye'de daima felaketle sonuçlanmıştır. TEK ve PTT'ye gelince, bu kuruluşlar KİT değildir. ekonomik alt yapı kuruluşlarıdır. Alt yapı yatırımlarına ihtiyaç varsa, müteşebbisin öz sermaye yetersizliğine bakılmaksızın bu yatırımlar finanse edilir. Bu amaçla vergiyi Hazine veya alt yapı kuruluşunun alması, siyasi bir tercih meselesidir.
- c) Nominal ve reel faiz hadlerinin yüksekliği de, önce enflasyonun ve sonra da enflasyonun kamu sektöründe ve "reel sektörde doğurduğu krizlerin" bir sonucudur. Örneğin, 1986 yılı ortalarında Bankalarımıza yatırılan mevduatın ağırlıklı ortalama faiz maliyetinin yüzde 40 olduğu hesaplanmıştır: Yüzde 15'lik mevduat karşılıkları ve yüzde 19'luk likidite oranı karşılıkları, ticari bankalarımızın bu mevduatın ancak 2/3'ünü kredilemesine imkan vermekte ve ortalama faiz maliyetinin kabaca 1.5 katı düzeyindeki bir ortalama kredi faizi politikasını izlemelerini gerektirmektedir. (yüzde 60). Yüksek faiz hadlerinin bir diğer nedeninin de, Hazine kağıtları vergi sonrası getirisinin yüzde 65-75'e eş değer hale gelmesi olduğunu gördük. 1985 yılı sonunda yapıldığı gibi mevduat karşılık oranlarının düşürülmesi, faizleri aşağıya çekmekten ziyade kredi patlamalarına

ve ek enflasyonist baskılara yol açmaktadır. Enflasyon indirildiğinde ne olacaktır? Önce, mevduat faizleri, yani kredi faiz maliyetleri düşecektir. Ayrıca, Hazine, aktif ve müsrif bir müşteri olarak piyasadan çekilecektir. Özel kesimle her hafta fon rekabetine girişmeyecektir. Çıkar yol budur.

Enflasyonun nasıl düşürülebileceği ana meselesine gelince, Türkiye'de bir miktar atıl enflasyon unsuru ile (Inertial Inflation) yaşadığımız ve bu unsuru "enflasyonu aşan fiyat ve gelir artışlarını empoze edenlerin" yarattığı iddia edilebilir ise de bu unsurun kuvveti ve etkenliği hakkında pek birşey söylenemez. Kaldı ki, ekonomimizin geçmişi, "rasyonel bekleyişler tezi"nin geçerliliğini büyük ölçüde kanıtlamaktadır. Türkiye'de enflasyon, dış şoklara, ve dış şoklardan ziyade de parasal genişlemeye bağlı olarak değişmiştir. Cari enflasyonu aşan oranda parasal genişleme yapıldığında enflasyon yükselmiş, aksi halde ise enflasyon bir süre sonra da olsa muhakkak düşmüştür. Parasal genişleme ile enflasyon arasındaki yüksek korelasyonun birinci kanıtı, 38'inci sayfadaki Tablodur. Kısa vadeli korelasyonun kanıtı ise, aşağıdadır:

	<u>Rezerv para artışı ile cari enflasyon arasındaki fark (Puan)</u>	<u>Yılın enflasyon hızı (deflatör) (%)</u>
1976	14,4	16,7
1977	16,8	24,5
1978	16,8	43,7
1979	11,4	71,1
1980	-23,7	103,3
1981	-55,5	41,9
1982	6,9	27,2
1983	14,4	28,2
1984	20,0	49,9
1985	0,5	43,6
1986	-13,6	32,8

Not: Tablonun okunma tarzı şöyledir: Örneğin 1977'de rezerv para artışı yüzde 33.5 olmuş ve böylece yüzde 16.7'lik cari enflasyonu 16.8 puan aşmıştır. 1981'de ise yüzde 47.9'luk rezerv para artışı, yüzde 103.3'lük cari enflasyonun 55.5 puan gerisinde kalmıştır.

Sonuç olarak, mesele, parasal genişleme hızının nasıl düşürülebileceği noktasına indirgenmektedir ki bunun gerekli şartı kamu finansman açığının radikal bir bütçe reformu ile (Giderlerde tasarruf-vergilerde kayıpları önleyecek artış) tamamen ortadan kaldırılmasıdır.

Ancak, işte bu noktada Türkiye için yepyeni bir sorun ile karşılaşılacaktır: İç borç servisinin o yılki düzeyi, kamu finansman açığının kapatılması için gerekli olan vergi çabasının büyüklüğünü etkileyecektir.

Örneğin, 1986 yılı başına dönelim. İç borç servisi için, gerçek düzeyi aksettiren 2331 milyar lira yerine, 1300 milyar liralık bir finansmanın gerektiğini ve diğer bütçe giderlerinin değiştirilemeyeceğini varsayalım. Bu varsayımlar altında enflasyonla mücadele için gerekli ek vergi çabası değeri aşağıdaki Tabloda gösterildiği gibi olacaktır:

	1986 Yıl başı Senaryosu	1986 Yılında gerçekleşme
Nakit Bütçe Geliri	6070	6070
Nakit Bütçe Gideri	-5999	-5999
Net Dış Kaynaklar	-833	-833
İç Borç Servisi	-1300	-2331
Finansman Açığı	2062	3093

Tablonun birinci sütunundan başlayalım: Hükümet 2.1 trilyonluk finansman açığının ya tamamını vergi ile karşılamaya veya iç borç servisine eşit değerde tahvil-bono ihracedip 762 milyar lirasını ek vergi ile karşılamaya karar verebilir. İkinci opsiyona yöneldiği takdirde, hiç şüphe olmasın ki, enflasyon çok daha yavaş bir şekilde düşecektir. Belki de gelir yarışması, hükümeti tamamen başarısız kılacaktır. Şoktan kaçınmanın maliyeti budur. Bu nedenle, tedricilikte, ek vergi yükünün dağılımı fevkalade önemlidir. Hükümetin, örneğin, GSMH'nin cari fiyatlarla 1985'e oranla yüzde 20 artıp 1986 sonunda 34.5 trilyon liraya yükseleceğini düşünüp 762 milyar liralık bir vergi çabasını kararlaştırdığını varsayalım. Bu düzey, 34.5 trilyonluk GSMH'nin yüzde 2.2'sine tekabül edecektir. Böylece, makul bir vergi çabası hedeflenmiş olacaktır.

Halbuki, ikinci sütundan da görüldüğü üzere, gerçekte Hükümet, 1986 yılı için 2.3 trilyon liralık veya GSMH'nın ek bir yüzde 3'ne tekabül eden düzeydeki bir i borç yükü ile karılamıtır. GSMH'nın yüzde 5'ini bulan vergi çabaları kolayca gerekletirilemiyeceği gibi, gerekletirilebilse de daha derin bir iktisadi durgunluğa yol açabilir. kaldı ki, açığın tümünü ek vergi ile karşılama opsiyonunu konu dışı bıraktık. Bu opsiyon, GSMH'nın yüzde 9'u oranındaki bir ek vergi çabasını gerektirmektedir ki, bu gerçekçi değildir.

Sonuç olarak, i borç servisi nominal GSMH artıını aan oranlarda yükseldiği ve bu trend bir süre devam ettiği takdirde, enflasyonla kararlı mücadeleye geçildiği gün hemen ilan edip uygulamamız gereken "optimum vergi çabası gereği-nin reel değerı" hızla büyüyecektir. Bu Türkiye için yepyeni ve fevkalade ciddi bir sorundur.

Enflasyonla mücadele yılında i borç servis yükü ne ise o kadar bono ve tahvil ihracı yapılabileceğini ve bununla vergi alma arasında hiçbir fark olmadığını düşünenler, herşeyden önce, parasal genişlemenin aniden drleceği ve kısa vadeli dış borçlanmaların pek arttırılamayacağı bir dönemde tahvil-bonoya karşı talebi abartıyor olabilirler. Kaldı ki, böyle bir ortamda özel kesim fonlarına yine el atılması pek rasyonel bir i olmayabilir.

Çok daha kritik nitelikteki bir dizi ekonomik ve sosyal neden bu çalışmanın konusu dışında sayılıp bir yana bırakılsa dahi, ite hiç olmazsa yukarda değindiğimiz nedenle, Türkiye'nin enflasyonla kararlı ve sert bir mücadeleye daha da vakit geçirmeden balaması gerekmektedir. Mesele, bugünkü i borç stokunun düzeyinden ziyade stok değerinin ve özellikle borç servisi reel değerinin süratle yükseliyor olması meselesidir. Dış finansman açıkları gibi kamu finansman açıkları da, kısa vadeli hesaplarda bir süre biriktirilip yüksek maliyetle ertelenmektedir. Bunları ne kadar süratle biriktirirsek, gelecekte o kadar derin bir iktisadi durgunluğa mahkum olacağımız unutulmamalıdır.

Diğer yandan; Türkiye'de i borç meselesini inceleyen bir çalışmada, borç yönetimini rasyonalize edebilecek çeşitli öneriler yapılabilir.

Bu çalışmanın ise bir tek temel nerisi vardır: Bu neri, enflasyonun drlmesidir. Vergi çabası, son altı yıllık dönemde GSMH payı 4 puan dm olan gelir vergileri üzerinde yoğunlatırılmalıdır. 4-5 puanlık bir gelir vergisi

çabası, 1986 TL değeri ile 1.6-2 trilyon lira ek gelir sağlayacaktır. Bu çabada, özellikle, vergiden kaçınmaya vergi kaçırmanın yoğunlaştığı "ticari sektörümüzün kentsel kesimi" hedeflenebilir. Bankalar ve anonim şirketler bir yana bırakıldığında, tahvil ve bonoların alıcıları da esasen bu kesimdir.

Enflasyonla kararlı bir mücadeleye girilmediği bir ortamda, iç borçlanma müşterilerinin yaygınlaştırılmasını ve kıymetli kağıt dağıtımının etkinleştirilmesini hedefleyebilecek öneriler, faydadan çok zarar doğurabilecektir. Bunun nedeni, Hazineimizin, iç borçlanma net hasılatı arttıkça daha yüksek kamu harcaması talepleri ile karşılaşmasıdır.

Tek istisnayı, ortalama vade yapısını uzatmaya yönelik öneriler teşkil edebilir ki, hızlı enflasyon ortamında değişken faizli ve üç yıl vadeli tahvillere dahi alıcı bulunması kolay olmamaktadır. Enflasyonla kararlı mücadeleye girildiği yıl, örneğin 8-10 yıl vadeli ve faizi TL-Dolar veya TL-DM kuru değişmelerine bağlı tahvil ihracı yoluna gidilebilir. Böyle bir ortamda, hükümetin karşılaşılabileceği inanılabilirlik sorunu, başka bir deyişle, yüksek enflasyon bekleyişleri istismar edilebilir. Böylece, yüksek talep iç borcu uzun vadeye yayarken, düşük enflasyon, alıcının umduğundan düşük bir faiz maliyeti doğuracaktır. Reel faiz değişmeyecek, ancak, borcun uzun vadeye yayılması hedefine belki de bu şekilde varılabilmiş olacaktır.

Değinebileceğimiz son bir husus, iç borçlanma politikasının gelir dağılımı etkileridir. Türkiye'de bu etkiler süratli ve şiddetli olmaktadır. Kısa vadeli iç borçlanma, gelir dağılımı etkilerini azamileştirmektedir. Hazine'nin 1986 yılında ödediği yüzde 13.2'lik reel faiz, tahvil alıcılarına yapılmış olağanüstü bir sübvansiyon olup, bu sübvansiyon tüm vergi mükelleflerince ödenmektedir. Ayrıca, vergi muaflığının hasılatı düşürücü etkileri de hesaba katılmalıdır. Öneriyor olmamakla beraber, kamu finansman açıklarının tümüyle monetize edilmesi alternatifinin, bizim iç borçlanma modelimize kıyasla, enflasyonist finansmanın kısa vadeli yararlarını daha adil bir şekilde dağıtacağı bir vakıdır.

İSTATİSTİK EKİ

İÇİNDEKİLER

1. Açıklama
2. OECD ülkelerinde iç borçlanma aletleri
 - El değiştirebilenler: Tablo I
 - El değiştiremeyenler: Tablo II
3. Bazı OECD ülkelerinde 1970-81 dönemi ihraç değerleri: Tablo III
4. Bazı OECD ülkelerinde iç borç stoku, vade yapısı, ve ortalama tahvil faizleri: Tablo IV
5. Türkiye'de iç borç stoku gelişme tahmini: Tablo V

AÇIKLAMA

1. Tablo I-IV, OECD ülkelerinin çoğunluğunu kapsamaktadır. ABD'ye bazı tablolarda yer verilmemiş olmasının nedeni, ABD Dolarının "temel rezerv birimi" olmasıdır. Böylece, ABD, ödemeler dengesi amaçları ile iç borçlanma aleti ihraç edebilmektedir. Bu nedenle, diğer ülkelerle karşılaştırılmamalıdır. Tablolarda, IMF'nin Yıllıkları ve OECD'nin "Government Debt Management" adlı yayını (1983) kaynak olarak kullanılmıştır.

2. OECD ülkeleri, iç borçlanmada deneyim sahibi bir grup ülkedir. Üç temel borçlanma aleti kullanmaktadırlar:

- a) Piyasada el değiştirebilir Hazine tahvil ve bonoları (Hamiline)
- b) Piyasada el değiştirmesi ihraç anında yasaklanmış tahvil ve bonolar (nama yazılı veya özel ihraç)

Bu grubun faiz getirileri, ya enflasyonla endekslenmiş veya (a) grubundakilerden daha yüksek faizlidir. Bazen, faizleri ana paraya eklenmekte ve nihai vadede ödeme yapılmaktadır. Faizi endekslenmiş olanlarda, bazen ilerde başka tahvillerle değiştirilip "roll-over" edilebileceği ihraç anında ilan edilmektedir. İki alt grupta ihraç edilebilmektedirler:

- Hane halkına ihraç edilen Tasarruf bonoları
- Mali kurumlara ihraç edilenler

- c) Merkez Bankasından kredi kullanım imkanları

3. OECD ülke Hazineleri, tahvil ve bonolarını, kabaca 5 satış tekniği ile pazarlamaktadırlar.

- a) Bankalara ve diğer mali kuruluşlara özel satış (Institutional Selling)
- b) Açık arttırma veya ihale yolu (Auction)
- c) Sabit faizli ve sabit nominal değerli kağıtların kısa bir dönemde başvurulara satılması (Subscription)
- d) Değişken faizli ve/veya değişken nominal değerli kağıtların uzunca bir dönemde satılması (Selling on tap)

e) Küçük bir grup alıcıya müzakere sonucu özel satış (Private placement)

4. Ekteki 1'inci ve 2'nci Tablolar, OECD ülkeleri Hazine kağıtlarının vade yapısını kapsamaktadır. Önemli bir husus, çoğu ülkede hukuken ve diğerlerinde ise uygulamada, 1-12 ay vadeli bonoların sadece Hazine nakit idaresi aleti olarak sınırlı ölçülerde kullanılmaları ve bu stokta reel artışlar yapılmasından kaçınılmasıdır. Türkiye'ye kıyasla bir farklılık buradadır.

5. Tablo 3 ve 4, yukarda değindiğimiz gerçeği kesin çizgilerle vurgulamaktadır. 1970-81 borçlanmalarının vade yapısı, iki petrol krizi ve iki iç dengesizlik döneminin yaşanmasına rağmen, 7-13 yıl arasında değişmiştir. Tablo 4'ten görüldüğü üzere, stoğun vade yapısı daha uzundur. Türkiye ile en çarpıcı bir farklılık vade yapısındadır.

6. İkinci bir farklılık, sadece nominal değil, reel faizlerin de Türkiye'ye kıyasla düşük olmasıdır. Stok reel değerlerinin bazı ülkelerde Türkiye'ninkinden yüksek olmasına rağmen, borç servisi reel değerinin her ülkede daha düşük olmasının nedeni, uzun vade ile daha düşük reel faizin bir araya gelmiş olmasıdır.

7. Tablo 5, Türkiye ile ilgili olarak 1987'nin bugünlerindeki stok tahminini kapsamaktadır. OECD ülkeleri ile ilgili olarak yaptığımız hesabı Türkiye için de yapıp yıl sonu stok değerlerini o yılın GSMH'na oranladığımızda, toplam stoğun reel değeri yüzde 26 ve tahvil-bono stoğunun reel değeri yüzde 7 olarak ortaya çıkmaktadır. Kuşkusuz ki, borç servis reel değerleri, OECD'ninkileri çok aşan bir trendi izlemektedir. Temel sorun da budur.

TABLO 1

OECD ÜLKELERİNDE İÇ BORÇLANMA ALETLERİ: EL DEĞİŞTİREBİLENLER

	1970-81 İhraçlarının Vade Yapısı	
	<u>Kısa Vadeli Bonolar</u>	<u>Orta ve Uzun Vadeli Bono ve Tahviller</u>
Avustralya	4-7 ay	1-34 yıl
Belçika	-	1-15 yıl
Kanada	3-12 ay	1-25 yıl
Danimarka	-	1-30 yıl
Finlandiya	-	1-30 yıl
Fransa	3-18 ay	6-15 yıl
Almanya	-	1-15 yıl
İtalya	3-12 ay	2-9 yıl
Japonya	-	7-10 yıl
Hollanda	1-12 ay	1-20 yıl
Yeni Zelanda	4-7 ay	1-15 yıl
İspanya	6-18 ay	3-10 yıl
İsveç	3-7 ay	1-10 yıl
İsviçre	3-6 ay	5-15 yıl
İngiltere	1-3 ay	1-40 yıl
ABD	4-12 ay	1-30 yıl

TABLO 2

OECD ÜLKELERİNDE İÇ BORÇLANMA ALETLERİ: EL DEĞİŞTİREMEYENLER

Ülkeler	Tasarruflara Satılanlar	Mali Kuruluşlara Satılanlar
Avustralya	7-8 yıl	-
Kanada	7 yıl	-
Fransa	5 yıl	-
Almanya	2-7 yıl	1-25 Yıl
Hollanda	-	6-25 Yıl
Yeni Zelanda	4-5 yıl	4 Yıl
İspanya	-	10 Yıl
İsveç	3-7 yıl	4-6 Yıl
İsviçre	-	3-24 ay
İngiltere	5 yıl	-
ABD	8-10 yıl	-

TABLO 3

1970-81 DÖNEMİNDE İÇ BORÇLANMA İHRAÇ DEĞERLERİ (GAYRİSAFİ)

Ülkeler	Ortalama Vade (Yıl)	Ülke parasıyla 12 Yıllık Borçlanma	GSYİH içindeki Payı	
			Kümülatif (%)	Yıllık Ortalama (%)
Avustralya	7	23,4 milyar	13,5	1,2
Belçika	8	1582,9 milyar	40,2	3,4
Kanada	8,5	48,3 milyar	17,1	1,4
Fransa	9,3	76,5 milyar	3,3	0,3
Japonya	9,2	62,9 trilyon	33,4	2,8
İsveç	8,7	186,6 milyar	42,4	3,5
İsviçre	9,6	12,5 milyar	1,1	0,1
İngiltere	12,9	85,1 milyar	31,8	2,6
ABD	5,5	766,2 milyar	45,7	3,8

Not: ABD Hazine borçlanmaları büyük ölçüde ve İngiltere borçlanmaları çok daha küçük ölçüde dış borçlanma unsurlarını kapsamaktadır.

TABLO 4
BAZI OECD ÜLKELERİNDE İÇ BORÇ STOK DÜZEYLERİ: 1984

Ülkeler	Ülke Parası ile Değeri	GSYİH'ya Oranı (%)	Ortalama Vade	Ortalama Faiz (%)
Avustralya	39,7	20	11 yıl	13,83
Kanada	163,4	37	13 yıl	12,75
Finlandiya	19,3	6	13 yıl	10,42
Fransa	88,3	21	13 yıl	12,54
Almanya	278,0	16	11 yıl	7,78
Japonya	101.216,0	34	13 yıl	6,81
Hollanda	203,1	52	15 yıl	8,33
Yeni Zelanda	16,2	39	14 yıl	12,57
İspanya	5.869,5	26	9 yıl	13,41
İsviçre	25,3	12	15 yıl	4,78

TABLO 5
TÜRKİYE'DE İÇ BORÇ STOKU GELİŞMELERİ
(Trilyon Lira)

	1983 Yılı Sonu	1987 Yılı Başı	Artış
Tahvil ve Bono	0,4	2,8	2,4
Konsolide Borçlar	0,9	6,4	5,5
Kısa Vadeli Avans	0,4	1,1	0,7
Toplam İç Borç	1,7	10,3	8,6
Stoğun GSMH Payı	%15,0	%26,0	-
Tahvil-Bono Stoğunun GSMH Payı	%3,4	%7,0	-

Not: 1. Hazine kefaletlerini kapsamamaktadır.

2. Konsolide borçlar çok uzun vadeli ve düşük faizlidir.



İDE
AJANS
TİC. LTD. ŞTİ.

Binbirdirek Işıık Sokak No:18
Çemberlitaş-İstanbul
Tel: 5265460