

# ÖNSÖZ

1994 yılında yaşanan derin bir ekonomik krizin en önemli nedenlerinden birisi kamu açıkları ve bu açıkların finansman gereksiniminin yeterince derinleşememiş olan mali sektör içindeki payının oldukça fazla olmasıdır. Kamu kesiminin mali sektörde toplanan fonların önemli bir kısmını alması, özel sektörün aynı fonlar içinden alacağı payı azaltmaktadır. Bu durum, bu kesimlerce elde edilen fonların kullanım alanlarıyla ilişkili olarak farklı ekonomik sonuçlar ortaya çıkmasına neden olabilmektedir.

"1980 Sonrasında Kaynakların Kamu ve Özel Sektör Arasında Paylaşımı ve Sonuçları" adlı çalışma Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi öğretim üyelerinden Doç.Dr. Fatih Özatay ve Yard. Doç.Dr. Güven Sak ve Bankalar Birliği Genel Sekreter Yardımcısı Emin Öztürk tarafından hazırlanmıştır. Rapor, kamu finansman açığının geldiği noktayı, bu noktada yarattığı makro-ekonomik etkileri, yakın gelecekte alacağı biçimi ve bu sürecin sürdürülebilirliği üzerinde durmaktadır.

Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) kurulduğu 1971 yılından bu yana Türkiye'nin piyasa modeli içinde kalkınması, ekonomik ve sosyal yaşamda dünya standartlarına ulaşması için çabalarını sürdürmekte ve araştırmalar yaptırmakta, bilimsel toplantılar düzenlemekte ve çeşitli yayınlar yapmaktadır. Bu çalışmanın konusu ve kapsamı, TÜSİAD'ın 1995 yılında bünyesinde oluşturduğu komisyonlardan biri olan Sanayi ve Şirket İşleri Komisyonu tarafından belirlenmiş ve araştırma projesi aynı Komisyon tarafından yürütülmüştür. Kamu yararına çalışan gönüllü bir özel sektör kuruluşu olan TÜSİAD yayınlarında bilimsel ve tarafsız kalmayı amaç edinmiştir. Bu nedenle, raporda belirtilen değerlendirmelerin TÜSİAD'ın veya üyelerinin görüşleriyle doğrudan ilişkisi yoktur.

# ÖZGEÇMİŞLER

Fatih Özatay 1955 yılında Ankara'da doğdu. 1978 yılında Orta Doğu Teknik Üniversitesi'nden makina mühendisi olarak mezun oldu. 1986 yılında Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi'nden iktisat dalında doktora derecesi aldı. Devlet Demir Yolları'nda makina mühendisi, Devlet Planlama Teşkilatı'nda uzman yardımcısı ve uzman, Sezai Türkeş ve Fevzi Akkaya Grubu 'nda Yatırımlar Koordinatör Yardımcısı, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü 'nde ekonomist ve Genel Müdür Yardımcısı olarak çalıştı. Halen Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi'nde iktisat Doçenti görevini sürdürmektedir.

Emin Öztürk 1960 yılında Tokat'ta doğdu. 1982 yılında Orta Doğu Teknik Üniversitesi Ekonomi Bölümü'nden mezun oldu. ABD'de Ohio State Üniversitesi'nden iktisat dalında, Southern Methodist Üniversitesi'nden ise istatistik dalında yüksek lisans dereceleri aldı. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü 'nde araştırmacı, ekonomist yardımcısı ve ekonomist olarak çalıştı. Halen Türkiye Bankalar Birliği Genel Sekreter Yardımcılığı görevini sürdürmektedir.

Güven Sak, 1961 yılında Bursa'da doğdu. Orta Doğu Teknik Üniversitesi Ekonomi Bölümü'nden 1983 yılında mezun oldu. 1984 yılında University of East Anglia'da iktisat dalında yüksek lisans derecesi aldı. Daha sonra 1994 yılında Orta Doğu Teknik Üniversitesi Ekonomi Bölümü'nden doktora derecesi aldı. Sermaye Piyasası Kurulu 'nda araştırmacı olarak çalıştı. Halen Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Maliye Bölümü'nde Yardımcı Doçent olarak görev yapmaktadır.

# İÇİNDEKİLER

<b>1. BÖLÜM: GİRİŞ</b>	<b>9</b>
<b>2. BÖLÜM: MALİ SİSTEMİN BÜYÜKLÜĞÜ VE KAYNAKLARIN DAĞILIMI</b>	<b>15</b>
2.1. Mali Sistemin Büyüklüğünün ve Derinliğinin Ölçülmesi	17
2.2. 1980'li Yıllarda Mali Derinleşme	20
2.3. Kaynakların Kamu ve Özel Kesim Arasında Dağılımı ve İç Borç Stokunun Mali Sistemde Artan Önemi	23
<b>3. BÖLÜM: KAMU KESİMİ DENGESİNİN GİDEREK BOZULMASI</b>	<b>27</b>
<b>4. BÖLÜM: FAİZLER VE KURLAR ÜZERİNE ETKİLER</b>	<b>33</b>
<b>5. BÖLÜM: İÇ BORÇ DİNAMİĞİ VE SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK</b>	<b>39</b>
<b>6. BÖLÜM: İÇ BORÇ YÖNETİMİNİN ARTAN ÖNEMİ</b>	<b>45</b>
<b>KAYNAKÇA</b>	<b>49</b>
<b>EKLER</b>	<b>53</b>
<b>EK:1 PİYASA KURU VE İÇ BORÇLANMA FAİZLERİNİN BELİRLENMESİNE YÖNELİK BİR MODEL</b>	<b>55</b>
<b>EK:2 İÇ BORÇ DİNAMİĞİNİN BELİRLEYİCİLERİ</b>	<b>58</b>
<b>TABLolar</b>	
TABLO 1. Yurtiçi Mali Varlıkların Dağılımı	19
TABLO 2. Yurtiçi Mali Sistem ve Dış Borç Stoku	21
TABLO 3. Yurtiçi Mali Sistemin Büyüklüğü	22
TABLO 4. Mali Derinleşme Karşılaştırması	23
TABLO 5. İç Borç Stokunun Gelişimi	24
TABLO 6. Mali Varlıkların Kesimler Arasında Dağılımı	26
TABLO 7. Ekonominin Genel Dengesi	30
TABLO 8. Konsolide Bütçe Gelişmeleri	32
TABLO 9. İç Borç Dinamiğinin Belirleyicileri	42

# BÖLÜM 1

## GİRİŞ

# 1. GİRİŞ

Kamu kesiminin finansman açığı ve bu açığın finansman biçiminin etkilerinin yarattığı sorunlar, son yıllarda yoğun bir şekilde tartışılmaktadır. 1995 yılına gelindiğinde, sorun biçim değiştirmiş veya yeni boyutların eklenmesi ile çeşitlenmiş görünmekle birlikte, tartışma devam etmektedir. Bu çalışmada, kamu kesimi finansman açığının geldiği nokta, bu noktada yarattığı makroekonomik etkiler, yakın gelecekte alacağı biçim ve bu sürecin sürdürülebilirliği üzerinde durulmaktadır.

Çözüm yolları araştırma kapsamına dahil edilmemiştir. Öncelikle herkesin üzerinde anlaşabileceği genel bir çerçeve oluşturulmasına, sorunun ekonomide yarattığı dengesizlikler ve yol açtığı fiyat etkilerinin gösterilmesine özen gösterilmiştir. Çözümün araştırılmaya başlanması için öncelikle hastalığın etkileri ve olası seyri hakkında bir fikir birliğinin oluşturulması gerektiğine inanılmaktadır.

Bu çerçevede, çalışmada kamu kesimi finansman gereğinin Türkiye açısından anlamı ortaya konulmaktadır. Burada ilk ve temel öncül kamu kesimi finansman gereğinin büyüklüğünün tek başına bir anlam ifade etmediği gerçeğidir. Önemli olan, bu finansman gereğinin yurtiçi mali piyasaların boyutları karşısındaki göreceli büyüklüğü olmasıdır. Yurtiçi mali piyasalar, özel kesim ve kamu kesiminin asli finansman kaynağını oluşturmaktadır. Bu çerçevede, soruna göreceli büyüklüklerin zaman içindeki seyri açısından yaklaşmak gerekmektedir. Bu tür bir tutumun normatif değerlendirmelerin dışında kalarak, sorunun resmini çizmek açısından önemli olduğu düşünülmektedir.

İkinci öncül, ekonomide bir piyasada veya sektörde dengesizlik olduğunda bunun diğer sektör ve piyasalara da sirayet edeceği saptamasıdır. Kamu kesimi gelir ve gider hesapları arasındaki dengesizlik, kendisini kamu kesimi finansman açığı biçiminde ortaya koymaktadır. Açık, iç borçlanma ile karşılandığında mali piyasalara artan kaynak talebi olarak yansımaktadır. Bu durumda kamu kesimindeki dengesizlik, mali piyasalarda da dengesizliğe neden olmakta ve faiz oranlarını yükseltmektedir. Faiz oranlarının yüksekliği, kamu kesimi finansman gereğini kalıcı bir biçimde azaltıcı önlemler alınmadığında, kendi kendini besleyen bir sürece neden olmaktadır. Bu durumda faiz hadleri aşağı doğru esnek olmamaktadır. Burada ekonominin dışa açıklık derecesi önem kazanmaktadır. Açık bir ekonomide, yerli para cinsinden mali varlıkların getiri oranlarının yabancı para cinsinden mali varlıkların getiri oranlarına kıyasla yüksek olması, yerli paraya olan talebi artırmak-

ta ve yerli paranın reel olarak değerklenmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla, yüksek ve aşğıya doğru esnek olmayan faiz oranları, kamu kesimindeki dengesizliğı mali piyasalardan döviz kurları vasıtasıyla ekonominin bütününe yaymaktadır. Buna karşılık, açıkların parasal genişlemeyle finanse edilmesi doğrudan enflasyonist bir süreç yaratmaktadır. Dış borçla finansmanın ise yurtiçi iktisadi politikalarla kontrol edilemeyecek bir sınırı vardır.<sup>1</sup>

Yukarıdaki anlatım biçimi ve çalışmanın bütününden, hangi anlamın çıkartılmaması gerektiğı de özenle vurgulanmalıdır. Çalışmanın sonuçlarının verimli bir tartışma ortamı yaratabilmesi için sınırlarının iyi bilinmesi gerekmektedir. Çalışmada kamu kesimi gelir ve gider dengesizliğı vurgulanmakta ve bunun etkileri araştırılmaktadır. Buradan kamu harcamalarının Türkiye açısından yüksek olduğu ve azaltılması gerektiğı sonucu çıkartılmamalıdır. Tam tersine çalışmanın yazarları kamu harcamalarının benzer ülkelerle kıyaslandığında olması gereken miktarın altında olduğunu düşünmektedirler. Türkiye'nin sağlık, eğitim, enerji gibi alanlarda daha fazla yatırıma ihtiyacı bulunmaktadır. Ancak, kamu bugünkü sorunları nedeniyle, bu asli faaliyet alanını dahi terk etmek durumunda kalmış görünmektedir.

Kamu finansman gereğı, ve bu nedenle kamunun mali piyasalardaki payının artışı, elbette özel sektör aleyhine gerçekleşmektedir. Bu durumun kaynak dağılımının etkinliğı açısından incelenmesine de bu çalışmada yer verilmemiştir. Unutulmaması gereken nokta, kamunun bu kaynakları zorla değil, mali piyasalarda karşılığını ödeyerek, piyasa mekanizması ilkeleri çerçevesinde topladığı g.erçeğidir.

Mali piyasalar karşısında kamunun konumu, piyasa mekanizmasının varlığını sürdüreceğı varsayımı altında, kamunun politika belirleme alanını sürekli olarak daraltmaktadır. Büyüyen iç borç stoku, piyasaları kamunun iktisadi politika hatalarına karşı giderek daha duyarlı bir konuma getirmektedir. Çalışmada bu artan duyarlılığa örnek olarak, 1994 krizi öncesi iktisadi politika hataları ve sonrasındaki gelişmelere de yer verilmektedir.

Çalışmada altı çizilen önemli bir husus, 1995 yılına gelindiğinde kamu kesimi finansman gereğı olarak tarif ettiğimiz sorunun giderek bir iç borç yönetimi problemi haline gelmesidir. 1Ç borç stokunun 1994 ve 1995 yıllarında hızlı bir biçimde

<sup>1</sup> Bu tanımlama yurt içi iktisadi politikaların dışarıdan kaynak girişini kolaylaştırmada önemli bir rol üstlendiğigerçeğini gözardı etmemektedir. İçeride gerekli kurumsal çerçevenin tamamlanmış olması, makroekonomik istikrarıntesis edilmiş olması önemlidir. Elbette bunun tersi yönünde politikalar uygulanması da kaynak akışını olumsuz yönde etkileyebilmektedir

Ancak, yurtiçi iktisadi politikalar, yabancı para cinsinden fonlar için güvenli yatırım ortamını ve istikrarı saklamakta başarılı olsa bile, IMF (1995)'te belirtildiğı gibi, uluslararası fon akımları kendi ülkelerindeki makroekonomik koşulların etkisi ile de Türkiye benzeri gelişmekte olan ülkelere yönelmektedir. Gelişmiş ülkelerde büyüme sürecinin yenidenbaşlaması fon akımlarının yönünü ve büyüklüğünü etkileyebilmektedir. Bu açıdan, portföy yatırımları vasıtasıyla gelen dış kaynaklar, alan ilke açısından dışsal bir değişken olarak değerlendirilmelidir.

büyümesi sonucu, sorunun vurgusu, kamu kesimi açıklarından iç borç yönetimine kayınış görünmektedir. Dolayısıyla, çözüm yolları üzerinde düşünülürken, gelir ve gider dengesizliğinin yanısıra borç stokunun da tartışmaya dahil edilmesi gerekmektedir.

1980'li yıllarda açık finansman karşısında bir çözüm yolu olarak benimsenen doğrudan finansman, bugün özellikle 1993 sonunda yapılan iktisadi politika hatalarının katkısı ile sorunun bir parçası haline gelmiş bulunmaktadır. 1980'lerde benimsenen bu finansman biçimi, kamu açıklarının sürekli artması ve yapılan bir dizi iktisat politikası hatalarına koşut olarak, reel faiz hadlerini ekonominin reel büyüme oranının üzerine çıkarmış ve iç borç stokunun mali sistem içindeki payının sürekli yükselmesine neden olmuştur. Bu politikaların sürdürülebilirliğinin incelenmesi bu çalışmanın amaçlarından bir tanesidir.

Çalışmanın ikinci bölümünde 1980'li yıllarda uygulanan liberalizasyon sürecinde mali sistemin gelişimi ele alınmaktadır. Burada fonların kamu ve özel kesim arasındaki paylaşımı incelenmektedir. Üçüncü bölümde, kamu kesimi dengesindeki bozulmanın seyri üzerinde durulmaktadır. Kamu kesimi finansman dengesindeki bozulmanın makro iktisadi etkileri ise dördüncü bölümde ele alınmaktadır. Beşinci bölümde, bu sürecin yol açtığı kırılgan dengenin sürdürülebilirliği incelenmektedir. Altıncı bölümde, kamu kesimindeki problemin 1995 yılı ortasındaki görünümü ve niteleyici özellikleri ele alınacak ve iç borç yönetiminin artan önemi çerçevesinde, önümüzdeki dönemde üzerinde durulması gereken hususlar belirlenecektir.

# BÖLÜM

## 2

MALİ SİSTEMİN  
BÜYÜKLÜĞÜ VE  
KAYNAKLARIN DAĞILIMI



## 2. MALİ SİSTEMİN BÜYÜKLÜĞÜ VE KAYNAKLARIN DAĞILIMI

Kamu kesiminin finansman açıkları ve bu açıkların finansman biçiminin kaynak dağılım süreci üzerindeki etkileri ile makro iktisadi sonuçlarını değerlendirebilmek için, kamunun fon talebinin mali sistem açısından önemini ortaya koymak gerekmektedir. Kamu kesimi finansman açıklarının büyüklüğü mutlak olarak ele alındığında değil, mali sisteme göre büyüklüğü açısından önem taşımaktadır. Bu açıdan incelendiğinde, Türkiye'nin 1980'li yıllarda kamu kesimi açıklarını görece olarak daha kolay taşıyabilmesinin gerisinde mali piyasalarda anılan dönemde uygulamaya konulan yeniden yapılanma-liberalizasyon tedbirlerini ve bu yolla mali piyasaların büyüyen boyutlarını aramak gerekmektedir.<sup>2</sup>

Bu bölümün amacı, 1980'li yıllarda alınan tedbirler sonrasında mali piyasaların boyutları ile kamu kesiminin fon talebini karşılaştırmaktır. Karşılaşılan ilk sorun, mali piyasaların boyutları ile ilgili bir tanımın oluşturulmasıdır. Bu amaçla, öncelikle toplam mali varlıklar kavramının nasıl oluşturulduğu anlatılmakta ve içeriği ortaya konulmaktadır. İkinci alt bölümde, toplam mali varlıklar kavramı ve alternatif tanımlar çerçevesinde mali piyasaların boyutlarındaki gelişme değerlendirilmektedir. Bu çerçevede mali derinleşme ile ilgili uluslararası bir karşılaştırmaya yer verilmektedir. Üçüncü alt bölümde ise kaynakların kamu ve özel kesimler arasındaki dağılımı ele alınmaktadır. Ayrıca, kamu kesimi iç borç stokunun mali sistem içinde artan önemi incelenmektedir.

### 2.1. Mali Sistemin Büyüklüğünün ve Derinliğinin Ölçülmesi

Türk mali sisteminin geliştirilmesi, derinleştirilmesi ve araç çeşitliliğinin artmasına yönelik reformların yoğun bir biçimde gerçekleştirildiği bir dönemin ardından mali sistemin varmış bulunduğu noktanın değerlendirilmesi gerekmektedir. Burada yönteme ilişkin ilk sorun, mali sistemin mutlak büyüklüğünün nasıl ölçüleceğidir.

Diğer ülkelerde yaygın olarak kullanılan göstergelerden bir tanesi, bankalarda ki vadeli ve vadesiz mevduat ile dolaşımdaki paranın toplamı olarak tanımlanan M2 para arzı değişkenidir. Türkiye gibi para ikamesinin yaygın olduğu, yani yerli para yanında yabancı paraların ve yabancı paralar cinsinden tanımlanan mali araçların da kullanıldığı, ülkelerde M2 yerine M2Y adıyla bilinen parasal büyüklük kul-

2 1980 sonrası alınan mali liberalizasyona yönelik kararlar için Sak (1995)'e bakılabilir.

lanılabilmektedir. M2Y, ülkede yabancı paraların ve yabancı para cinsinden mali araçların da kullanılıyor olmasını yansıtmak üzere, M2'ye ilave olarak bankalardaki döviz tevdiat hesaplarını da içermektedir.

Ancak, M2 ve M2Y gibi parasal büyüklüklerin mali sistemin büyüklüğünün doğrudan ölçümü olarak algılanması doğru değildir. Bu tür büyüklüklerin sistemin mutlak büyüklüğünü değil, gelişme eğilimini gösteren dolaylı göstergeler olarak kabul edilmesi daha uygun olacaktır. Bunun bir nedeni, M2Y değişkeni içinde bankaların mevduat dışındaki araçlarla topladığı fonların yer almamasıdır. Diğer bir neden ise, banka dışı mali kesimin ve bankaların aracı olmadığı fon aktarım araçlarının bütünüyle ihmal ediliyor olmasıdır.

Bu nedenlere bağlı olarak, bu çalışmada M2Y yanında ikinci bir değişken daha mali sistemin büyüklük göstergesi olarak kullanılmaktadır. Toplam mali varlıklar, fon fazlası olan kesimler ve mali aracı kuruluşların, fon ihtiyacı olan kesimlere hangi mali araçlar vasıtasıyla kaynak aktardıklarını göstermektedir. Bu anlamda toplam mali varlıklar, fon fazlası olan kesimler ile mali aracı kuruluşların bilançolarının aktifini yansıtmaktadır. Bu çerçevede, M2Y mali sistem içinde yalnızca bankacılık kesiminin bilançosunun yükümlülük tarafının bir bölümünü, toplam mali varlıklar büyüklüğü ise mali sistemde fon aktaran kesimlerin toplam bilançosunun varlık tarafını göstermektedir.

Toplam mali varlıkları gösteren TABLO 1 'den, Türkiye'de kaynak dağılımının, mali sistemden, hangi mali araçlar vasıtasıyla ve hangi kesimlere doğru olduğunu tespit edebilmek imkan dahilindedir. Bunun yanı sıra, kaynakların doğrudan ve dolaylı olarak nasıl dağıtıldığını, bankacılık kesimi ile sermaye piyasalarının görece önemlerini ortaya koyabilmek de mümkündür. Bu çalışmada, öncelikle toplam mali varlıklar değişkeni, M2Y ile birlikte yalnızca bir mutlak büyüklük göstergesi olarak mali sistemin boyutlarını göstermek amacıyla kullanılmaktadır.

Ayrıntılara girilmeden, değişkenin içeriğindeki unsurların ortaya konulmasının yararlı olacağı düşünülmektedir: Öncelikle toplam mali varlıklar değişkeni bir stok değişkenidir. Yukarıda anılan fon aktarımına yardımcı olan mali araçların stok büyüklüklerinin toplamıdır. Toplam mali varlıkların ilk kalemini krediler oluşturmaktadır. Krediler içinde ticari bankaların ve kalkınma bankalarının kamu kesimine, şirketler kesimine açtığı krediler, bireysel krediler ve diğer başlığı altında ise tanı kredi kooperatiflerine açılan krediler yer almaktadır. Ayrıca bunların dışında, Merkez Bankası 'nın doğrudan şirketlere açtığı krediler de kaynak dağılımı içindeki yeri nedeniyle tanıma eklenmiştir. Krediler içinde Merkez Bankası'nın bankalara açtı-

**Tablo 1**  
**Yurtiçi Mali Varlıkların Dağılımı (%)**

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995.I	1995.II
<b>Mali Varlıkların Dağılımı</b>																	
<b>A. Banka Kredileri</b>	85	86	84	84	76	78	80	76	72	66	64	62	57	57	53	46	44
<b>A.1. Ticari Bankalar</b>	45	50	50	52	54	55	61	59	55	54	56	48	43	43	39	35	36
<b>Kamu Kesimine</b>	8	6	5	5	4	7	10	11	10	8	9	7	4	4	4	3	3
<b>Şirketler Kesimine</b>	36	44	46	47	51	48	36	33	28	33	35	33	28	30	27	25	27
<b>Bireysel Krediler</b>	0	0	0	0	0	0	2	2	0	0	3	2	3	6	3	2	3
<b>Diğer</b>	0	0	0	0	0	0	14	13	17	12	10	6	8	3	6	5	4
<b>A.2. Kalkınma Bankaları</b>	10	9	10	9	9	6	6	5	7	5	4	5	4	4	3	3	3
<b>Kamu Kesimine</b>	7	7	7	6	5	3	3	2	3	1	1	1	1	1	0	0	0
<b>Şirketler Kesimine</b>	3	3	3	3	4	3	3	3	4	4	4	4	3	3	3	3	2
<b>Diğer</b>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>A.3. Merkez Bankası</b>																	
<b>Doğrudan Kredileri</b>	31	27	24	22	13	17	13	12	11	7	3	9	10	10	10	8	5
<b>B. Menkul Kıymetler</b>	15	14	16	16	24	22	20	23	27	33	35	37	42	41	45	52	54
<b>B.1. Kamu Kesimi</b>	11	9	9	9	15	15	14	16	18	21	21	20	30	32	37	45	46
<b>Hazine Bonosu</b>	3	3	4	1	6	5	5	7	6	5	5	9	10	8	21	29	27
<b>Devlet Tahvil</b>	8	6	5	8	9	10	9	9	12	16	16	12	20	24	16	16	19
<b>B.2. Özel Kesim</b>	4	4	6	7	9	6	6	8	9	12	14	16	12	9	8	7	8
<b>Hisse Senedi</b>	2	3	5	6	7	6	5	6	8	10	13	15	11	9	8	7	8
<b>Tahvil</b>	2	2	1	1	1	1	1	2	1	1	1	1	0	0	0	0	0
<b>Finansman Bonosu</b>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
<b>C. Özel Finans Kurumları</b>	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2
<b>D. Toplam</b>	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>II. GSMH'ya Oranlar</b>																	
<b>A. Toplam Mali Varlıklar</b>	33	33	34	33	26	29	32	36	32	29	29	33	39	40	37	40	40
<b>B. TCMB Hariç Mali V.</b>	23	24	26	26	23	24	28	32	29	27	28	30	35	36	33	37	38
<b>Bilgi İçin:</b>																	
<b>GSMH (Milyar TL)</b>	5303	8022	10611	13933	22168	33350	51185	75019	129175	230369	397200	634430	1103800	1997300	3903301	4602583	5447257

ğı, bankaların birbirlerine açtığı krediler gibi ikili sayıma yol açacak unsurlar dikkate alınmamıştır.

Menkul kıymetler yoluyla gerek kamuya gerekse özel kesime doğrudan fon aktarılmaktadır. Kamu açısından, hazine bonosu ve devlet tahvili stok değerleri ile özel kesim açısından hisse senedi, tahvil ve finansman bonosu stokları toplam mali varlıklar değişkenine eklenmiştir.

Burada yine ikili sayma problemini önlemek amacıyla, varlığa dayalı menkul kıymetler (VDMK), yatırım fonu katılma belgeleri, yatırım ortaklıklarının hisse senetleri gibi araçlar hesaba dahil edilmemişlerdir. Bunun amacı, örneğin, VDMK dikkate alındığında bu mali aracı ihraç eden bankanın, bu araç vasıtasıyla topladığı fonları kredi veya menkul kıymetler yoluyla fon ihtiyacı olan kesimlere aktarmasıdır. Aynı durum, banka mevduatının yanısıra yatırım fonu katılma belgeleri ve yatırım ortaklıklarının hisse senetleri için de geçerli olmaktadır. Bu tür mali araçlar bizzatihi mali aracı kuruluşlar tarafından ihraç edilmekte ve mali aracı kuruluşun bilançosundaki aktiflerin finansmanında kullanılmaktadır.

Fon gereksinimi olan ekonomik birimlerin, bu gereksinimlerini karşılayabilecekleri kaynakların önemli bir kısmını da dış kaynaklar oluşturmaktadır. Bu amaçla, yurtiçi mali varlıkların yanısıra kamu ve özel kesimin yurtdışından aldıkları krediler de analize dahil edilmiştir. Bankaların yurtdışından aldıkları krediler, ikili sayıma yol açmamak için dikkate alınmamıştır. Bu şekilde oluşturulan dış borç stok değerleri ve bu kaynakların yurtiçi mali varlıkların boyutu ile karşılaştırması T ABLO 2'de verilmektedir. Tabloda dış borç stok rakamları, yıl sonu kurları kullanılarak Türk lirası cinsinden ifade edilmiştir.

## 2.2. 1980'li Yıllarda Mali Derinleşme

M2Y ve Toplam Mali Varlıklar değişkenlerinin Gayri Safi Milli Hasıla 'ya (GSMH) oranlanması, ekonominin genel gelişimi içinde mali sistemin göreceli büyüklüğü hakkında fikir vermektedir.

Türkiye'nin son onbeş yılda yoğun bir biçimde mali sektöre ilişkin reformlar yapmış olması, doğal olarak, mali sistemin GSMH'ya oranının artmış olması şeklinde bir tahmine zemin hazırlamaktadır. Nitekim, Türkiye ve diğer ülkeler üzerine yapılan çalışmalar, mali sektör reformları ve liberalizasyonla birlikte bu oranın, yani mali derinleşmenin arttığını göstermektedir.<sup>3</sup>

3 Örneğin Caprio, Atiyas ve Hanson (1993)

**Tablo 2****Yurtiçi Mali Sistem ve Dış Borç Stoku\* (Toplam İçindeki Yüzde Payları)**

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995,1
<b>A. Dış Borç Stokunun Yapısı</b>										
<b>Uzun Vadeli</b>	85,4	87,3	90,4	93,2	90,5	91,4	88,6	86,8	89,1	88,8
<b>Kamu</b>	81,8	83,7	86,4	89,0	86,4	86,4	82,1	76,2	79,0	78,4
<b>Özel</b>	3,6	3,5	4,0	4,2	4,1	5,0	6,6	10,6	10,1	10,4
<b>Kısa Vadeli</b>	14,6	12,7	9,6	6,8	9,5	8,6	11,4	13,2	10,9	11,2
<b>Kamu</b>	5,8	6,8	4,8	2,1	2,0	1,2	1,2	1,2	1,4	1,4
<b>Özel</b>	8,8	5,9	4,8	4,7	7,5	7,4	10,2	12,0	9,5	9,7
<b>Toplam</b>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<b>Kamu</b>	87,6	90,5	91,2	91,1	88,4	87,6	83,2	77,4	80,4	79,8
<b>Özel</b>	12,4	9,5	8,8	8,9	11,6	12,4	16,8	22,6	19,6	20,2
<b>B. Yurtiçi ve Yurtdışı Stok Karşılaştırması</b>										
<b>Yurtiçi Mali Sistemin Büyüklüğü</b>	41,9	41,8	37,6	43,2	47,4	47,8	50,9	49,5	38,3	40,0
<b>Dış Borç Stoku**</b>	58,1	58,2	62,4	56,8	52,6	52,2	49,1	50,5	61,7	60,0
<b>Toplam</b>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<b>C. Dış Borç Stokunun GSMH'ya Oranı</b>										
<b>Toplam Yurtiçi Finansal Varlıkların GSMH'ya Oranı</b>	44,7	50,8	53,3	36,8	32,2	36,3	37,6	40,7	60,0	60,0
<b>Varlıkların GSMH'ya Oranı</b>	32,2	36,4	32,1	29,5	29,1	33,2	39,0	39,9	37,2	40,0

Notlar: .TCBM Kredileri dahil. ..Ticari Bankalar hariç.

Merkez Bankası kredileri hariç tutularak hesaplanan Toplam Yurtiçi Mali Varlıklar/GSMH oranının 1980 yılındaki yüzde 23'lük düzeyinden 1994 sonu itibariyle yüzde 33'e yükseldiği ve 1995 yılının ilk altı ayında ise oranın yüzde 38'e ulaştığı görülmektedir. Diğer taraftan, 1992 ve 1993 yıllarında yüzde 35 ve 36 olan bu oran 1994 yılında bir miktar küçülmüştür. Diğer bir deyişle, 1994 yılında Toplam Yurtiçi Mali Varlıklar reelolarak yüzde 6 oranında küçülen GSMH'dan daha hızlı küçülmüş ve ırsali derinleşme oranında birgerileme gerçekleşmiştir (TABLO 3).

Merkez Bankası kredileri dahil edildiğinde, mali sistemin boyutlarında dönem içinde meydana gelen gelişme daha az çarpıcı hale gelmektedir. Bu durumda, 1980 yılında yüzde 33 olan sistemin GSMH içindeki payı, 1993 ve 1994'de sırasıyla yüzde 40 ve yüzde 37 olmaktadır. Merkez Bankası'nın kamu kesimine açtığı kredileri gösteren Merkez Bankası doğrudan kredileri stoku dönem boyunca azalmaktadır. Kamu kesiminin fonlanması ise zaman içinde Merkez Bankası kaynakları yerine kamu menkul kıymetleri yoluyla yapılmaya başlanmaktadır. Bu nedenle, Merkez Bankası doğrudan kredileri dahil edildiğinde mali liberalizasyon tedbirlerinin

mali sistemi büyütme yolundaki katkısı daha küçük görünmektedir.

1980 yılında yüzde 17,4 olan M2Y/GSMH oranı da, dönemin tümü boyunca inişler ve çıkışlar göstermiş olmakla birlikte, 1994 yılı sonunda yüzde 30,6'ya ulaşmıştır.

**Tablo 3**

**Yurtiçi Mali Sistemin Büyüklüğü (GSMH'ya % Oranlar)**

	<b>TCMB Hariç Toplam Mali Varlıklar</b>	<b>TCMB Dahil Toplam Mali Varlıklar</b>	<b>M2Y</b>
1980	23,0	33,3	17,4
1981	24,0	32,9	21,3
1982	25,6	33,7	25,2
1983	25,7	33,2	25,0
1984	22,7	26,0	26,0
1985	23,7	28,6	26,3
1986	28,1	32,2	28,5
1987	32,1	36,5	30,7
1988	28,7	32,1	28,4
1989	27,4	29,5	26,6
1990	28,1	29,1	23,5
1991	30,3	33,2	26,5
1992	35,1	39,0	26,6
1993	35,7	39,9	23,7
1994	33,5	37,3	30,6
1995II	37,6	39,5	34,1

Kaynak: TCMB, İMKB, DiE ve Hazine Müsteşarlığı yayınlarından yararlanılarak hesaplanmıştır.

Ayrıca, 1994 yılında gerek Türk lirası gerekse yabancı paralar cinsinden mevduatın önemli ölçüde yükselmesi nedeniyle, M2Y /GSMH oranı 1994 yılında 1993 yılına göre artış göstermiştir.

Mali derinleşmeye ilişkin üç oranda da artış görülmekle birlikte ulaşılmış bulunan noktanın yeterli olup olmadığı ayrı bir soru olarak karşımıza çıkmaktadır. Diğer ülkelerde mali derinleşmenin vardığı noktalar ile Türkiye'deki durumun karşılaştırılması ve yukarıdaki sorunun cevabının aynı temelde verilebilmesi için IMF tarafından tanımlanan ve hemen hemen M2Y'ye tekabül eden "Para + Para Benzeri"

değişkeni alınmış ve bunun GSMH'ya oranına bakılmıştır. Bu karşılaştırma, mali derinleşme açısından Türkiye'nin yalnızca Almanya, İngiltere ve Fransa gibi ülkelerden değil, İtalya, Yunanistan ve Portekiz gibi ülkelerden de bir hayli geride olduğunu göstermektedir (TABLO 4).

**Tablo 4**  
**Mali Derinleşme Karşılaştırması (1992, %)**

	<b>Para+Para Benzeri/GSMH</b>
Almanya	66
İngiltere	95
Fransa	60
Danimarka	59
İspanya	77
Yunanistan	56
İtalya	62
Portekiz	84
Türkiye	28

Kaynak: IMF, International Financial Statistics.

### **2.3. Kaynakların Kamu ve Özel Kesim Arasında Dağılımı ve İç Borç Stokunun Mali Sistemde Artan Önemi**

1980 soması döneminde Türkiye' de mali sistemin göreceli büyüklüğünde artış olmakla birlikte, vanılmış bulunan noktanın diğer ülkelere göre daha alt düzeylerde olması çalışmanın konusu açısından son derece önemlidir. Kamu kesiminin mali dengesinin son yıllarda gittikçe bozulmasına ve iç borçlanmaya giderek daha fazla ağırlık verilmesine paralel olarak, kamu kesiminin iç borç stokunun GSMH'ya oranının da artmakta olduğu görülmektedir (TABLO 5). Üstelik, 1994 yılında bir istikrar programı uygulandığı halde iç borç stokunun GSMH'ya oranı artmaya devam etmiştir. Dolayısıyla, iç borç stokunun esas olarak yurtiçi mali sistemden finanse edildiği noktasından hareketle, iç borç stokunun mali sisteme oranının son yıllarda nasıl geliştiğine bakılması gereklidir. Tabloda son sütunda verilen değerler, iç borç stokunun Merkez Bankası doğrudan kredileri hariç tutulduğunda bulunan yurtiçi mali varlıklara olan oranıdır.

Nitekim, İç Borç Stoku/M2Y ve İç Borç Stoku/Toplam Mali Varlıklar oranlarının son on yıldır çok hızlı büyüdüğü ve büyümenin 1991 sonrasında daha da ivme kazandığı görülmektedir. Diğer bir deyişle, Tablo 3 ile birlikte değerlendirildiğinde, GSMH'ya oranla, hem mali sistem hem de kamu kesimi iç borç stoku büyümüş, ama bunlardan ilkinin büyüme hızının ikinciye oranla düşük kalması nedeniyle mali sistem iç borcun finansmanında giderek daha fazla zorlanmaya başlamıştır. 1995 yılında bu oranların ulaştığı düzey çarpıcı ve düşündürücüdür.

Bu saptama güncel iktisat politikası tartışmaları açısından oldukça önemlidir. Türkiye'de kamu kesimi borçlanma gereğinin veya iç borç stokunun GSMH'ya oranının, uluslararası standartlar dikkate alındığında, çok yüksek olmadığını söylemek yanıltıcı olmaktadır. Mali sistem ve faizler üzerindeki baskılar ve döviz kurları başta olmak üzere diğer makroekonomik değişkenler üzerindeki etkiler açısından önemli olan kamu kesimi borçlanma gereğinin veya iç borç stokunun mali sisteme oranıdır. Bu oranın Türkiye'de çok hızlı büyüdüğü açıkça görülmektedir.

**Tablo 5**  
**İç Borç Stokunun Gelişimi (Yüzde)**

	<b>İç Borç Stoku/GSMH</b>	<b>İç Borç Stoku/M2Y</b>	<b>İç Borç Stoku/Toplam Mali Varlıklar</b>
1980	3,6	20,6	15,6
1981	3,1	14,5	12,9
1982	3,2	12,7	12,5
1983	3,0	12,0	11,6
1984	3,9	15,1	17,3
1985	4,5	16,4	18,6
1986	4,7	16,5	16,7
1987	5,8	18,8	18,0
1988	5,7	20,2	20,0
1989	6,3	23,6	22,9
1990	6,2	26,3	22,0
1991	6,8	25,6	22,3
1992	10,0	37,7	28,9
1993	12,7	53,7	35,6
1994	13,9	45,5	41,6
1995II	19,8	56,3	



Kamu kesiminin fon ihtiyacının artmakta olması, Merkez Bankası kredileri hariç Toplam Yurtiçi Mali Varlıkların dağılımında kamunun giderek artan oranda pay alması sonucunu doğurmuştur. 1980 yılında mali kaynakların yaklaşık yüzde 38'i kamu kesimi tarafından kullanılırken, bu oran 1983 yılında yüzde 25'e düşmüş, izleyen yıllarda ise artış eğilimine girmiştir. 1994 yılında, yüzde 47'ye ulaşan bu oran, 1995'in ilk yarısında da yüzde 52'ye yükselmiştir. Merkez Bankası kredileri dahil edildiğinde ise 1990'lı yılların başından itibaren kamunun aldığı payın giderek yükseldiği sonucu değişmemektedir. Ancak, 1980 ve öncesinde kamunun ağırlıkla Merkez Bankası kaynaklarını kullanması ve bu finansman biçiminin 1980 istikrar programı sonrası giderek terk edilmesi sonucunda, kamunun mali sistemden aldığı pay 1980 yılından sonra düşüyor gibi görünmektedir. 1980 yılında bu pay yüzde 57 iken 1984 yılında yüzde 37'ye inmiş ve 1995 yılının ilk yarısında da yüzde 55'e yükselmiştir (TABLO 6). .

Dikkat edilmesi gereken bir başka özellik ise, kamu kesiminin mali kaynaklar üzerindeki giderek artan hakimiyetinin doğrudan menkul kıymet ihracı yoluyla gerçekleşmesidir. Kamu menkul kıymetlerinin Toplam Mali Varlıklar içindeki payı 1980 yılında yüzde 11, 1983 yılında ise yüzde 9 dolaylarında iken, 1994 yılında yüzde 37 ve 1995'in ilk yarısında da yüzde 46 olmuştur (TABLO 1). Yurtdışından sağlanan fonlar da analize dahil edildiğinde, kamunun mali sistemden aldığı payın tüm 1986-1995 döneminde yüzde 60'ın üzerinde kaldığı görülmektedir. Ancak, bu payda azalma ya da artma yönünde bir eğilim saptamak mümkün değildir (TABLO 6).

Tablo 6

## Mali Varlıkların Kesimler Arasında Dağılımı

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995.I	1995.II
<b>1. Toplam Yurtiçi Mali Varlıklar (Milyar TL)</b>	1764,3	2636,8	3571,5	4621,8	5773,4	10091,6	16499,4	27381,5	41483,0	67876,2	115508,2	210666,5	430466,4	796543,5	1455614,0	1841504,0	2153501,0
<b>A. TCMB Dahil (%)</b>																	
<b>Kamu</b>	57,0	49,0	45,0	42,0	37,0	42,0	40,0	41,0	41,0	38,0	33,0	37,0	44,0	47,0	52,0	57,0	55,0
<b>Özel</b>	43,0	51,0	55,0	58,0	63,0	58,0	60,0	59,0	59,0	62,0	67,0	63,0	56,0	53,0	48,0	43,0	45,0
<b>B. TCMB Hariç (%)</b>																	
<b>Kamu</b>	38,0	30,0	27,0	25,0	27,0	30,0	31,0	33,0	34,0	33,0	31,0	31,0	38,0	41,0	47,0	53,0	52,0
<b>Özel</b>	62,0	70,0	73,0	75,0	73,0	70,0	69,0	67,0	66,0	67,0	69,0	69,0	62,0	59,0	53,0	47,0	48,0
<b>2. Toplam Dış Borç Stoku* (Milyar TL)</b>							22858	38113	68882	89385	127960	229983	414818	813775	2342655	2760385	
<b>Kamu (%)</b>							88,0	91,0	91,0	91,0	88,0	88,0	83,0	77,0	80,0	80,0	
<b>Özel (%)</b>							12,0	9,0	9,0	9,0	12,0	12,0	17,0	23,0	20,0	20,0	
<b>3. Toplam Yurtiçi+Yurtdışı (Milyar TL)</b>							39357	65495	110365	157261	243468	440650	845285	1610319	3798269	4601889	
<b>Kamu (%)</b>							67,5	69,8	72,4	68,0	62,3	63,3	63,4	62,2	69,7	70,5	
<b>Özel (%)</b>							32,5	30,2	27,6	32,0	37,7	36,7	36,6	37,8	30,3	29,5	

\* 1986 öncesinde sağlıklı dış borç verileri bulunamamıştır.

Kaynak: TCMB verilerinden yazarlar tarafından hesaplanmıştır.

# **BÖLÜM**

## **3**

### **KAMU KESİMİ**

### **DENGESİNİN**

### **GİDEREK BOZULMASI**

### 3. KAMU KESİMİ DENGESİNİN GIDEREK BOZULMASI

Kamu kesiminin yurtiçi kaynakların giderek artan bir bölümünü kullanmasının arkasında bu kesimin mali dengelerindeki bozulma yatmaktadır. Genel bir makro çerçeveden kamu kesiminin ve özel kesimin tüketim-gelir dengesi ile tasarruf-yatırım dengelerinin incelenmesi sorunun ağırlığını açıkca ortaya koymaktadır.

1987 sonrası dönem için ekonominin genel dengesi incelendiğinde<sup>4</sup>, ilk olarak, kamu kesiminin tüketim harcamalarının kamu kesiminin harcanabilir gelirinin giderek artan bir bölümünü oluşturduğu görülmektedir. Sözü edilen oran, 1987 yılında yüzde 68 civarında iken 1991 yılında yüzde 96'ya ulaşmış, son üç yılda ise yüzde 100'ün üzerinde kalmıştır. Diğer bir deyişle, 1992-1994 döneminde kamu kesimi, harcanabilir gelirinden daha fazla tüketim yapmıştır. Dikkati çeken bir başka nokta ise, 1994 yılında uygulanan istikrar programının kamu tüketimi/kamu harcanabilir geliri oranını 1993 yılına göre bir miktar düşürmesi ama yüzde 100'ün altına çekememiş olmasıdır. Diğer taraftan, 1987-1989 döneminde yüzde 5-6 civarında olan kamu tasarrufu/GSMH oranı sonraki yıllarda hızla düşmüş ve 1992-1994 döneminde negatif değerler almıştır. Kamu kesimi tasarruf-yatırım farkı ise 1987-1994 dönemi boyunca sürekli negatif olmuş ve bu farkın GSMH'ya oranı özellikle 1990 yılı sonrasında büyümüştür (TABLO 7).

Özel kesim için yukarıda özetlenenin aksine bir durum gözlenmektedir. Özel tasarrufların GSMH'ya oranı dönem boyunca artış eğilimi içinde olmuş ve 1987 yılında yüzde 15,8 iken 1994 yılında yüzde 24'e ulaşmıştır. Buna paralel olarak, özel tasarruf-yatırım farkı pozitif olmuş ve bu farkın GSMH'ya oranı artmıştır. Diğer bir deyişle, kamu kesiminin yarattığı tasarruf-yatırım açığının en azından bir bölümünün özel kesimin tasarruf-yatırım fazlası ile karşılandığı görülmektedir. Bu tabloda ekonominin tümü için tasarruf-yatırım farkının ne olduğu ise cari işlemler açığından okunabilmektedir. Nitekim, kamu kesimi tasarruf-yatırım farkının GSMH'ya oranının yüzde -10,1 olarak gerçekleştiği 1993 yılında, özel kesimin yarattığı fazlanın yüzde 5,1 olması yetersiz kalmış ve aradaki fark cari işlemler hesabında GSMH'nin yüzde S'i oranında bir açık olarak ortaya çıkmıştır.

Ekonominin genel dengesi içinde kamu kesiminin giderek artan bir dengesiz-

<sup>4</sup> Burada yeni milli gelir serisinin kullanılması ve bu serinin analiz için gerekli harcamalar tarafı dökümünün 1987 yılı ve sonrası için mevcut olması nedeniyle önceki yıllar zorunlu olarak analiz dışı bırakılmıştır.

lik unsuru haline gelmesi ve cari işlemler açığına bu açıdan bakılması döviz kur-  
larının ve sermaye hareketlerinin seyrine de ışık tutmaktadır. İçerideki dengesizli-  
ğe denk bir dış dengesizlik, tanım gereği, vardır. Cari işlemlerdeki açığın ya re-  
zervlerde bir azalma ile ya da sermaye hareketleri ile finanse edilmesi gereklidir.  
Dolayısıyla, sermaye hareketleri ve bunların yol açtığı yerli paranın değerlenmesi  
bir neden olarak değil bir sonuç şeklinde değerlendirilmelidir. Bu mekanizma  
pratikte iç faiz oranlarının yükselmesi ve bunun da sermaye girişlerini özendirme-  
si şeklinde çalışmaktadır. Bu konu bir sonraki bölümde daha ayrıntılı olarak ele  
alınmaktadır.

**Tablo 7**  
**Ekonominin Genel Dengesi**

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<b>Kamu Tüketim / Kamu</b>								
<b>Harcanabilir Gelir (%)</b>	68,3	68,7	72,0	77,6	95,7	108,0	128,8	117,1
<b>Kamu Tasarrufu / GSMH</b>	6,0	5,9	5,0	3,6	0,6	-1,0	-2,8	-1,9
<b>(Kamu Tasarrufu - Kamu</b>								
<b>Yatırımı) / GSMH</b>	-3,0	-9,0	-2,1	-5,1	-6,8	-7,7	-10,1	-5,9
<b>Özel Tasarruf / GSMH</b>	15,8	17,5	18,6	19,7	21,1	22,7	24,8	24,0
<b>(Özel Tasarruf - Yatırım</b>								
<b>Farkı) / GSMH</b>	2,1	2,3	3,8	3,1	5,6	6,7	5,1	7,4
<b>Dış Açık / GSMH</b>	0,9	-1,4	-1,6	2,0	1,2	1,0	5,0	-1,5

Kaynak: DPT

Kamu kesimi açığı içinde konsolide bütçe açığı çok önemli bir paya sahiptir<sup>5</sup> ve konsolide bütçedeki alt kalemlerin gelişimi mevcut durumun oluşumunu bir öl-  
çüde açıklamaktadır. Öncelikle konsolide bütçe gelirlerinin GSMH'ya oranının  
1980'lerin ilk yıllarında yüzde 17 civarında olduğu, daha sonra bu oranın azalarak  
1984-1992 döneminde yüzde 12-15 arasında kaldığı, 1993'den itibaren artarak 1994  
sonu itibariyle yüzde 19'u geçtiği görülmektedir<sup>6</sup>. Dolayısıyla, son birkaç yıldır büt-  
çe gelirlerinin artmasına yönelik çabaların sonuçsuz kalmadığı görülmektedir  
(TABLO 8).

5 Özellikle 1988 sonrasında konsolide bütçe açığının kamu kesimi borçlanma gereğinin yarısından  
fazlasını oluşturduğu görülmektedir.

6 Ancak, burada bütçe dışı fonlar ihmal edilmektedir. 1984 sonrasında fonların gelirleri bütçe gelirleri  
dışında ayrıbir kalem olarak görülmektedir.

Konsolide bütçenin harcamalar tarafındaki gelişmelerin ise çok daha olumsuz olduğu dikkat çekicidir. Nitekim, toplam harcamaların GSMH'ya oranı 1980 yılında yüzde 20 iken sonraki yıllarda birkaç puan düşmüş, 1993 yılında yüzde 24'ün üzerine çıkmıştır. Yatırım harcamalarının GSMH içindeki payı 1980-1987 döneminde yüzde 3-4 arasında kalmış, 1988-1993 arasında yüzde 3'ün altına inmiş ve 1994 yılında ise yüzde 2 olarak gerçekleşmiştir. 1995 yılının ilk yarısında ise yüzde 1'in altına inmiştir. Dolayısıyla, konsolide bütçe harcamalarında son yıllarda görülen artışın yatırım harcamalarından kaynaklanmadığı, hatta aksine kamu yatırımlarının azalma eğilimini devam ettirdiği ortaya çıkmaktadır. Buna karşılık, transfer harcamalarının gelişimi özellikle dikkat çekicidir. 1980 yılında yüzde 7,5 olan transfer harcamaları/GSMH oranı 1993 yılında hızla artarak yüzde 11,4'e çıkmıştır. 1994 yılında ve 1995 yılının ilk yarısında artış eğiliminin hızla devam ettiği görülmektedir.

Transfer harcamaları içinde iki unsurdaki gelişme çarpıcıdır. İlk olarak, faiz ödemeleri, özellikle de iç faiz harcamaları, dönem boyunca sürekli artarak 1980 yılında GSMH'nın yüzde 0,4'ü iken 1994 yılında yüzde 6'ya, 1995 yılının ilk yarısında ise yüzde 7,1'e ulaşmıştır. İkinci çarpıcı unsur, sosyal güvenlik kuruluşlarına konsolide bütçeden yapılan transferlerin giderek artmasıdır. 1993 ve 1994 yılında sosyal güvenlik kuruluşlarına konsolide bütçeden GSMH'nın yüzde 1'i büyüklüğünde transfer yapılmıştır. 1995 yılının ilk yarısında bu rakam yüzde 2'ye ulaşmıştır. Yılın geriye kalan kısmında bu rakamın bu noktada da kalmayarak hızla artacağına ilişkin bulgular son derece alarm vericidir.

Yukarıda özetlenen gelişmeler sonucunda, konsolide bütçe açığının GSMH'ya oranının 1993 yılında en uç noktaya vararak yüzde 6,7 olarak gerçekleştiği görülmektedir. 1994 yılında uygulanan istikrar programı sonucunda bu rakam yüzde 3,7'ye düşmüştür. Daha da önemlisi, faiz ödemeleri hariç tutularak hesaplanan temel bütçe dengesinin 1994 yılında pozitif dönüşmesidir. Düşündürücü olan, temel bütçe fazlasının GSMH'ya oranının 1994 yılında yüzde 4 gibi azımsanmayacak bir düzeyde gerçekleşmesine rağmen, faiz ödemelerinin 1994 yılında ve 1995'in ilk yarısında artışını sürdürmesi ve yukarıda da belirttiği gibi iç borç stokunun rekor düzeylere ulaşmasıdır. Dolayısıyla, kamu kesimi açıklarının finansman biçimlerinin faizler ile kurlar üzerindeki etkilerinin ve bu durumun sürdürülebilirliğinin tartışılması gereklidir.

Tablo 8

## Konsolide Bütçe Gelişmeleri (GSMH'ya Oranlar)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995.II
<b>1. Gelirler</b>	17,2	17,4	13,6	16,5	12,7	13,0	14,0	13,9	13,6	13,6	14,2	15,2	15,8	17,6	19,3	20,7
<b>2. Harcamalar</b>	20,3	18,9	15,1	18,7	17,1	15,3	16,7	17,4	16,6	16,9	17,3	20,5	20,1	24,3	23,0	24,7
<b>Cari Harcamalar</b>	9,3	8,0	6,8	7,7	6,7	5,9	6,0	6,0	5,8	7,2	8,4	9,5	10,3	10,3	8,9	8,9
<b>Yatırım Harcamaları</b>	3,5	3,8	3,1	3,4	3,1	3,2	3,9	3,5	2,8	2,5	2,5	2,7	2,6	2,7	2,0	0,8
<b>Transfer Harcamaları</b>	7,5	7,1	5,2	7,7	7,2	6,2	6,8	7,8	8,8	7,1	6,3	8,3	7,1	11,4	12,2	15,0
<b>Faiz Ödemeleri</b>	0,6	0,9	0,8	1,5	2,0	1,9	2,6	3,0	3,9	3,6	3,5	3,8	3,7	5,8	7,6	8,7
<b>Dış</b>	0,2	0,4	0,5	0,9	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,1	1,1	0,9	1,2	1,7	1,6
<b>İç</b>	0,4	0,5	0,3	0,6	0,8	0,7	1,3	1,7	2,4	2,2	2,4	2,7	2,8	4,6	6,0	7,1
<b>Sosyal Güvenlik T.</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,7	0,3	0,2	0,5	1,0	1,0	1,9
<b>Diğer Transferler</b>	6,9	6,2	4,3	6,2	5,2	4,3	4,2	4,3	4,5	2,9	2,5	4,3	3,0	4,5	3,6	4,3
<b>3. Bütçe Dengesi</b>	-3,1	-1,5	-1,5	-2,2	-4,4	-2,2	-2,7	-3,5	-3,0	-3,3	-3,0	-5,3	-4,3	-6,7	-3,7	-4,0
<b>4. Temel Bütçe Dengesi</b>	-2,6	-0,6	-0,7	-0,7	-2,4	-0,3	-0,1	-0,4	0,9	0,3	0,5	-1,5	-0,6	-0,9	3,9	4,7

Kaynak: HM

# BÖLÜM

## 4

# FAİZLER VE KURLAR ÜZERKNE ETKİLER



## 4. FAİZLER VE KURLAR ÜZERİNE ETKİLER

Bir para biriminin yabancı bir ülkenin para birimi karşısındaki değerinin o iki ülke fiyat seviyeleri arasındaki farka bağlı olması gerektiği şeklinde kamuoyunda yaygın bir görüş vardır. Bu görüşe göre, örneğin, Türk lirasının dolar karşısındaki değerindeki değişim, Türkiye ile ABD enflasyonları arasındaki farka eşit olmalıdır. Bu görüş iktisat yazınında satın alma gücü paritesi kuramı olarak adlandırılmaktadır. Sabit kur sisteminin geçerli olduğu 1973 yılı öncesi dönem için yapılan çalışmaların bazıları bu kuramı doğrular sonuçlara ulaşmışlardır. Ancak, 1973 sonrası için yapılan çalışmalarda bu kurama ters sonuçlar elde edilmiştir. Son yıllarda bu kuramın uzun dönemde geçerli olduğuna dair bulgular sıkça ortaya atılmaya başlanmıştır. Diğer bir deyişle, artık, uzunca bir dönemde ortalama olarak bu kuramın geçerli olduğu düşünülmektedir. Kısa dönemde ise döviz kurlarının satın alma gücü paritesinin gösterdiği değerden önemli ölçüde sapabildiği ve bu sapma miktarının temel belirleyicileri arasında artık portföy hareketlerinin önemli bir yer tuttuğu görüşü giderek daha çok ağırlık kazanmaktadır.

Burada sık sık dile getirilen bir gerçeğin bir kez daha altını çizmekte yarar vardır. Günlük sermaye hareketlerinin toplamı neredeyse bütün dünyada bir yılda yapılan mal ve hizmet ihracatı kadardır. Bir ülkeye bu yolla döviz akması, bu dövizin bozdurulup yerli para talep edilmesi, yerli paranın reelolarak değerlendirilmesi sonucunu doğurmaktadır. Bu durumda, döviz kurlarındaki değişimi bu denli etkileyen sermaye hareketlerinin temel belirleyicilerinin neler olduğu önem kazanmaktadır.

Sermayenin bir ülkeden diğerine gitmesinin ön koşulu, gittiği ülkede daha çok kazanç elde etmesidir. Almanya'da tasarruf fazlası olan bir kişinin Alman Hazinesi'nin borç kağıtlarından almak yerine Türk Hazine.si'nin borç kağıtlarını alıp vade bitiminde de ana para ve faizini marka çevirip ülkesine geri götürmesi için bu işlemin karlı olması gereği açıktır. Bunun için de Türkiye'deki faiz oranının Almanya'daki faiz oranı ile vade bitiminde Türk lirasının Mark karşısında yitireceği yüzde değer toplamından büyük olması gerekmektedir. Vade başlangıcında, vade bitimindeki döviz kurları bilinmediğinden yatırımcı bir bekleyiş oluşturmak durumundadır. Bu da beraberinde belirsizliği ve dolayısıyla risk unsurunu getirmektedir. Döviz kurunun vade bitiminde alacağı değerın öngörülebilmesi ne kadar zor-

7 Döviz kurlarının belirleyicilerinin neler olduğu hakkında çok geniş bir literatür mevcuttur ve iktisattaki en tartışmalı alanlardan bir tanesi budur. Burada bu konular tartışılmayacaktır. Ancak, bu konular için MacDonald ve Taylor(1992) ve Taylor (1995)'e bakılabilir.

sa risk primi de o kadar yüksek olacaktır. Buraya kadar özetlenen bu ilişki açık faiz haddi paritesi koşulu (uncovered interest rate parity condition) olarak adlandırılmaktadır.

Burada bir gerçeğin daha altını çizmek yararlı olacaktır. Bir ülkeye dışarıdan sermaye girişinin döviz kurları üzerinde doğuracağı etkinin aynısını doğuran bir başka unsur daha vardır. Eğer bir ülkede yerleşikler portföylerinde yabancı para tutmakta iseler, getiri farklılıkları yerleşiklerin yabancı paradan yerli paraya geçmeleri ya da tersi sonucu doğuracaktır. Türkiye'de yerleşiklere portföylerinde yabancı para tutma izini 1984 yılı başında verilmişken, sermaye hareketleri 1989 yılında serbestleştirilmiştir. Diğer bir deyişle Türkiye ekonomisi, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinden çok önce, bu hareketlerin serbestleştirilmesinin doğuracağı sonuçlara açık bir duruma gelmiştir. Daha da önemlisi, yerleşiklerin bir kriz anında portföylerinde yaptıkları değişiklikler yabancıların yaptıklarından çok daha etkili olabilmekteydi~. Dolayısıyla, ister yerleşiklerin isterse yabancıların portföy hareketleri döviz kurlarının belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır. Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde bu hareketleri belirleyen temel unsurlar, yurtiçi faiz hadleri, yurtdışı faiz hadleri, yerli paranın vade bitiminde alacağı değer hakkında bekleyişler ve bu bekleyişte hata payını arttıran ve dolayısıyla riski yükselten nedenlerdir. Cari işlemler dengesinin giderek artan miktarlarda açık vermesi, kamu açıkları yükseliyorken sıkı para politikası uygulayan ve bu uygulamayı ileride de sürdüreceğini açıklayan bir hükümetin artan faiz harcamaları nedeniyle aniden bu uygulamadan vazgeçmesi, iç borçların konsolide edilmesi ihtimali, para basılarak bu borçların ödenmesi şeklindeki görüşler ve benzeri nedenlerle risk primi artmaktadır.

Bazı Latin Amerika ülkelerine son yıllarda akan yabancı sermayenin önemli nedenlerinden bir tanesi, ABD' deki getiri oranlarının düşüklüğüdür. Dolayısıyla, yurtiçi koşulların yanı sıra, salt dışsal nedenlerle de bir ülkeye sermaye girişi olabilmektedir. Türkiye açısından bu unsurun çok önemli olmadığını söylemek çok da yanlış olmayacaktır. Kaldı ki, yukarıda da belirtildiği gibi, yerleşiklerin portföy hareketleri Türkiye'de daha önemlidir. Bu durumda portföy hareketlerini doğuran en önemli unsur olarak yurtiçi faizlerin düzeyi kalmaktadır.

Sürekli tasarruf açığı veren bir kesim bu açığını finanse etmek için tasarruf fazlası veren kesimlere başvuracaktır. Tasarruf açığındaki zaman içindeki artış, tasarruf 1994'teki Meksika krizi ile ilgili olarak IMF (1995) benzer bulgulara işaret etmektedir. Türkiye'de yerleşiklerin yabancı para cinsinden portföy tutmalarının etkileri ise Özatay-Sak (1995)'de incelenmektedir.

ruf fazlasındaki artıştan fazla ise, normal koşullar altında, açık veren kesim giderek daha yüksek faiz maliyeti ile bu açığını kapatmak zorunda kalacaktır<sup>9</sup>. Bu çerçevede, Türkiye'de sürekli açık veren kesim olan kamu kesiminin borçlanma gereğinin artış hızı, mali sistemin artış hızından büyük olduğu sürece faiz hadlerinde de yukarıya doğru bir baskı oluşacaktır. Bu baskıyı kuvvetlendiren bir etki daha vardır. Kamunun iç borç stokunun mali sistem içindeki payının yükselmesi ile kamu kesimi borçlanma araçlarını tutmanın, yatırımcılar gözünde riskliliği artmaktadır. Bu nedenle yatırımcıların fazladan bir risk primi talep etmeleri de doğaldır. Bu çerçevede reel iç borç faizlerinin de yüksek olması doğal bir sonuçtur.

Burada ilginç bir nokta, 1994 yılında uygulamaya konulan istikrar programı sonucunda temel bütçede, diğer bir ifadeyle faiz harcamalarının hariç tutulduğu bütçede, Nisan 1994'den beri fazla veriliyor olmasına karşılık, iç borç stokunun mali sistem içindeki payının rekor düzeylere yükselmesidir. Bu gelişmenin arkasındaki temel unsur ise, 1993 yılı sonlarında alınan yanlış kararlar ile yok olma noktasına gelen iç borçlanma piyasasının yeniden çalıştırılabilmesi için Mayıs 1994 sonunda çok kısa vadeli ve çok yüksek faizli borçlanmaya gidilmek zorunda kalınmasıdır. Bu gelişme sonucunda, yukarıdaki bölümlerde de vurgulandığı gibi, iç faiz harcamalarının milli gelir içindeki payı şimdiye kadar hiçbir zaman görülmemiş düzeylere yükselmiştir. 1992 yılında yüzde 2,8 olan bu oran, 1995 yılında yüzde 7,1'e sıçramıştır. Nitekim, 1994 yılında reel faiz oranı ekonominin reel büyümesinin tam 52 puan üzerinde gerçekleşmiştir. Bu hangi ölçüye başvurulursa vurulsun çok yüksek bir reel faiz haddidir ve en sağlam ekonomilerdeki dengeleri bile sarsması doğaldır. Yurtiçi faiz hadlerinin bu kadar yüksek olması sonucu Türk lirası cinsinden mali varlıkların talebi döviz cinsinden mali varlıklara kıyasla artmaktadır. Böylelikle Türk lirası reel anlamda değer kazanmaktadır.

Unutmamak gerekir ki 1994 ortalarından itibaren IMF ile yapılan anlaşma çerçevesinde bir istikrar programı uygulanmaktadır. Bu program gereği Merkez Bankası'nın net iç varlıklarını arttırmak amacıyla yükümlülük yaratmasına, rezerv parayı reel anlamda arttırmasına, izin verilmemektedir. Merkez Bankası ancak dış varlıklarını arttırarak rezerv parayı reel olarak yükseltebilmektedir. IMF ile yürütülen bu politikanın devam edeceği beklendiği sürece Türk lirası cinsinden mali varlıkların talebinin artması doğaldır. Bu süreç boyunca Türk lirası değer kazanırken Mer-

<sup>9</sup> Burada, kamu finansman gereğinin iç borçlanma yolu ile karşılanmasının etkileri tartışılmaktadır. Yoksa, para basarak bu açıkların karşılanması ile yani doğrudan enflasyon vergisi yoluyla, tasarrıflara el konulabilir. Parasal genişlemenin bir yandan faiz düzeyini düşürücü etkisi varken, diğer yandan da artan enflasyon yolu ile faiz düzeyini yükseltici etkisi vardır.

kez Bankası 'nın döviz rezervleri de yükselmektedir. Rezervlerin yükselmesi bizatihi piyasadaki birimlerin gözünde Merkez Bankası'nı güçlü bir ajan haline getirmektedir. Merkez Bankası bu rezervine dayanarak kurlardaki günlük hareketi kontrol edebiliyor görüntüsünü vermektedir. Bu durum, kamuoyunda ısıcak para! politikası izlendiği kanısını uyandırmaktadır. Portföy hareketleri ve Türk lirasının değerlendirilmesi yüksek yurtiçi faizin zorunlu sonucudur. Yüksek faizler ise bir politika tercihi değildir. Büyük ölçüde kamunun iç borç stokunu yenileme zorunluluğundan kaynaklanmaktadır.

Önemli bir başka nokta da, Türk lirasının değerinde oluşacak ani hareketlerin gecikmeli bir biçimde ama mutlaka fiyat hareketlerine yol açacağıdır. 1994 -1995 döneminde bunun bir örneği Türkiye'de yaşanmıştır. Türk lirasındaki büyük değer kaybı sonucu, temel bütçe de fazla verilmesi ve sıkı para politikası gibi anti-enflasyonist unsurlara karşın, uzunca bir süre enflasyon yüksek düzeylerde seyretmiştir.

Sermaye hareketlerinin yarattığı olumsuz etkilerin giderilmesi için ne gibi çalışmalar yapılacağı son zamanlarda iktisatçıları giderek daha fazla meşgul etmeye başlamıştır. Bu çalışmaların, en azından bir kısmında ortaya çıkan görüş, bu hareketlere bazı kısıtlamalar getirilebileceği, ancak bu kısıtların ort.a vadede çözüm olmayacağı şeklindedir. Kalıcı çözüm yurtiçi faiz hadlerinin yüksek olmasına neden olan maliye politikasında kalıcı ve kökten değişikliklere gidilmesidir. Diğer çözümler, ancak bu temel çözümü destekler mahiyette olacaktır. Unutmamak gerekir ki ekonomide bir piyasada dengesizlik varsa, temel iktisat yasaları gereği en azından bir başka piyasada daha dengesizlik olacaktır.<sup>10</sup>

<sup>10</sup> Yukarıda temel hatlarını açıkladığımız kur ve faiz belirlenmesi modeli ekonometrik yollarla Türkiye ekonomisi için Özatay ve Sak (1995)'de tahmin edilmiştir. Ek-i'de, ayrıntılarına girilmeden, söz konusu makaledeki sonuçlar veril-mektedir.

# **BÖLÜM**

## **5**

**İÇ BORÇ DİNAMİĞİ VE  
SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK**

## 5. İÇ BORÇ DİNAMİĞİ VE SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK

Herhangi bir ülkede, temel bütçede açık verilmesi ve reel faizlerin ekonomideki reel büyümenin çok üzerine çıkması mevcut maliye politikasının sürdürülebilirliği üzerindeki kuşkulandırmaları giderek artıracaktır. Bu iki unsur da iç borç stokunun milli gelir içindeki payını artırma yönünde etkide bulunacaklardır. Bu payın artmasının olumsuz etkileri yukarıda irdelenmiştir.

Aşağıda TABLO 9'da borç dinamiğinin saptanmasını kolaylaştırmayı amaçlayan bazı göstergeler verilmektedir. Tabloda dikkati çeken ilk unsur, reel iç borçlanma faizlerinin 1990 sonrası, daha önce görülmemiş boyutlara çıkmasıdır. Yine aynı dönemde, 1994 yılı hariç, temel bütçe açık vermektedir. Bu gelişmeler sonucu, daha önce değinildiği gibi, iç borç stokunun milli gelir içindeki payı rekor düzeylere çıkmıştır. Burada ilginç olan, 1994 yılından bu yana temel bütçede fazla verilmesine karşın, iç borç stokunun milli gelir içindeki payının yükselmeye devam etmesidir<sup>12</sup>. Bu durumun birkaç nedeni vardır: İlki, reel faiz haddinin çok yüksek olmasının yarattığı olumsuz etki, temel bütçede fazla verilmesinin yarattığı olumlu etkiden daha güçlüdür. İkinci neden, yurtdışına net kaynak aktarılmasıdır. Buna karşılık, yurtdışı faiz ödemeleri önemli boyutlara ulaşmıştır. Öte yandan, IMF ile yapılan anlaşma çerçevesinde TCMB kaynaklarına başvurulamamıştır.

Borç stokunun çok yükselmesi ve hükümetlerin bunu geri ödeyemez duruma düşmesi mümkündür. Ancak, Dornbusch ve Draghi (1992a)'da belirtildiği gibi, genellikle bu duruma düşülmeden, hükümetler, mevcut politikalarda değişikliğe gitmemektedirler. Eğer bu politika değişikliği bütçe fazlası vermeye yönelikse ve kamuoyunda da bu politikanın uygulanacağına ve olumlu etkileri olacağına inanılıyorsa, bir kriz çıkmadan sorun çözüme doğru gitmektedir. Ancak, politika değişiklikleri mevcut borç stokunun parasallaştırılması, konsolide edilmesi veya faizler üzerine sınır konulması gibi nedenlere yönelik değilse devlet "müflis" duruma düşmeden mali kriz patlak vermektedir. Ülke deneyimleri bu krizler sonucunda yerli paranın büyük ölçüde değer kaybettiğini göstermektedir (Dornbusch ve Draghi, 1992b). Sürdürülebilirlik formel olarak sınanabilmektedir. Bu sınamada, sürdürülebilir bir borç politikası için borç stokunun bugünkü değerinin gelecek dönemlerde gerçekleşmesi beklenen temel bütçe fazlası, senyoraaj gelirleri ve net dış borçlanma toplamına eşit olması gereğinden yola çıkmaktadır. Bu koşul sağlanmıyorsa, hemen bir

11 İç borç dinamiğinin nasıl türetilceği Ek-2'de verilmektedir.

12 Bu analiz açısından bütçe nakit finansmanında kullanılan iç borç stokunu kullanmak daha sağlıklı olabilir. Ancak, tüm borç stokuna ilişkin veriler mevcuttur.

Tablo 9

## İç Borç Dinamiğinin Belirleyicileri

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995.II
1. Reel Faiz Oranı	-64,2	-8,9	5,0	6,1	-5,0	-2,6	17,9	14,6	-5,8	-16,8	-4,6	21,5	22,9	20,1	51,9	21,0
2. Büyüme Oranı	-2,7	4,7	3,1	4,3	7,0	4,4	6,7	9,8	1,5	1,6	9,4	0,4	6,4	8,2	-6,0	6,2
3. (1-2)	-61,5	-13,6	1,9	1,8	-12,0	-7,0	11,2	4,8	-7,3	-18,4	-14,0	21,1	16,5	11,9	57,9	14,8
GSMH'ya Oranlar (%):																
4. Temel Bütçe Fazlası	-2,6	-0,6	-0,7	-0,7	-2,4	-0,3	-0,1	-0,4	0,9	0,3	0,5	-1,5	-0,6	-0,9	3,9	4,7
5. Dış Faiz Ödemeleri	0,2	0,4	0,5	0,9	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,1	1,1	0,9	1,2	1,7	1,6
6. Net Dış Finansman	0,3	0,3	-0,1	-0,6	1,5	-0,6	0,0	-0,4	0,1	-0,2	0,0	0,3	0,4	1,1	-1,8	-2,7
7. Net Kısa Vadeli Avans	1,9	0,5	0,3	0,5	0,9	0,8	0,5	0,5	0,5	0,2	0,1	1,7	1,6	2,7	1,3	0,1
8. Net Diğer	0,4	0,3	0,5	1,8	0,2	0,1	0,2	0,9	0,1	0,2	0,4	0,9	-1,2	0,4	-0,1	-0,6
9. Bütçe İç Borç Stoku	3,6	3,1	3,2	3,0	3,8	4,4	5,3	4,9	5,1	5,9	5,9	6,1	7,1	6,5	7,8	19,5
Bilgi İçin :																
Borçlanmanın Ortalama																
Vadesi (Ay)							7,6	8,3	9,0	8,1	7,4	6,4	6,4	7,3	3,9	7,1

Kaynak: HM verilerinden yazarlar tarafından hesaplanmıştır

borç krizi patlak verecek demek değildir. Koşulun sağlanmaması mevcut politikaların değiştirilmesi gereğine işaret etmektedir. Bu çerçevede özellikle maliye politikasında bir değişiklik kaçınılmaz olmaktadır.

Özatay (1995) sürdürülebilirlik koşulunu 1985-1994 arası aylık veriler kullanarak Türkiye için sınamıştır. Çalışmanın bulguları, hemen 1994 krizi öncesinde iç borçlanma politikasının sürdürülebilir olmadığı şeklindedir. Ancak, aynı sınama sözgelimi 1985-1992 arası içinde yapıldığında da benzer bir sonuç çıkmaktadır. Kriz ise 1994 başında, iktisat politikasında yapılan yanlışlıklardan sonra ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla sürdürülemez borçlanma politikası, ekonomiyi çok hassas bir duruma doğru sürüklemekte ve ekonomi politika yanlışlıklarına çok duyarlı hale gelmektedir. Sürdürülebilirlik analizi, iktisat politikasında hata payı kalmadığını gösteren hassas bir durumu işaret etmesi açısından önemlidir.



# BÖLÜM

6

## İÇ BORÇ YÖNETİMİNİN ARTAN ÖNEMİ

## 6. İÇ BORÇ YÖNETİMİNİN ARTAN ÖNEMİ

Önümüzdeki dönemde de yurtiçi ekonomik gelişmelerde başat rolü, kamu kesimi dengesizliği ve bu dengesizliğin yarattığı etkiler oynayacaktır. İç borç stokunun çok yüksek düzeylere çıkmış olması birbirine bağlı iki sorunu gündeme getirmektedir. Bunlardan ilki, stokun anapara ve faiz ödemelerinin karşılanması için yine Önemli miktarda kaynağa ihtiyaç duyulacağıdır. İkincisi ise, uygulanması bir zorunluluk haline gelen bir istikrar programı çerçevesinde parasal genişlemeye gidilemeyeceği ve net bir dış finansmanın olmayacağı olasılığına bağlı olarak, bu kaynağın yine iç borçlanmayla karşılanmasının iç borçlanma faizlerini yükselteceği gerçeğidir. Bu durumda, iç borç stoku daha da yükselecek ve kaynak ihtiyacı bir önceki dönemdekinden daha fazla olacaktır.

Sorulması gereken soru, çığ gibi büyüme olasılığı olan bu kararsız sürecin, nasıl kontrol altına alınabileceğidir. Kontrol için ön koşul, iç borç stokunun mali sistem içindeki payının sabit tutulmasıdır. Ancak, bu payın son yıllarda aldığı değerler gözönüne alındığında, bu koşulun yeterli olmaktan çok uzak olduğu kolaylıkla anlaşılmaktadır. Dolayısıyla, iç borç stokunun mali sistem içindeki payının mutlaka düşürülmesi gerekmektedir. Bu payın, belli enflasyon hedefleri verildiğinde, zaman içerisinde ne değerler alması gerektiği önemli bir inceleme konusudur ve sürdürülebilir kamu açıklarının boyutu ile ilgilidir<sup>13</sup>.

Konsolide bütçe finansman gereğinin kaynaklarına bakıldığında, son dönemde bunun tamamıyla iç borç stokunun servis gereğinden ortaya çıktığı görülmektedir. Son dönemde elde edilen ve bir başarı olarak görülmesi gereken, ancak, sürdürülebilir olmayan temel bütçe fazlası, bu gereğin sadece yüzde 20'sini karşılayabilmektedir. Temel bütçe fazlasının sürdürülemez olarak nitelendirilmesinin nedeni, büyük ölçüde harcama kısııcı tedbirlerden kaynaklanmasıdır. Oysa, daha önce de vurgulandığı gibi harcama kesintilerinin kaynağı ücretler ve yatırımlardır. Bunların da önümüzdeki dönemde bu düşük düzeylerinin artması gerekecektir. Ayrıca, faiz harcamaları ve sosyal güvenlik sisteminin açıklarından kaynaklanan transfer harcamaları hızlı bir artış eğilimindedir.

Dolayısıyla, temel bütçe fazlasının önümüzdeki dönemde bu düzeyini koruyabilmesi için gelir tarafında yeni düzenlemelere ihtiyaç bulunmaktadır. Aksi takdirde, yukarıda sıralanan nedenlerle temel bütçenin yeniden açık vermesi kaçınılmaz olacaktır. Ancak, temel bütçede sürdürülebilir bir fazlaya ulaşılsa bile, bu fazlanın

<sup>13</sup> Bu çerçevede bir inceleme Özatay (1993)'de mevcuttur.

iç borç stokunun mali sistem içindeki payını düşürmesi son derece güç görünmektedir. Bunun en önemli kanıtı, 1994 ve 1995 yıllarında temel bütçede ciddi bir fazla verilmesine karşın, iç borç stokunun artış eğilimini sürdürmesidir.

Bu çerçevede, iç borç stokunun azaltılabilmesi için klasik maliye politikalarının yanında piyasaya dayalı ve "piyasa-dışı" çözümlerin de tartışılması gerekmektedir. Yurtiçi mali piyasaların boyutlarının büyütülmesi sorunun ağırlığını azaltacak bir çözümdür; ancak bu, orta vadede gerçekleştirilebilir. Önemli miktarlarda dış kaynak sağlanması da rahatlatıcı bir unsur olacaktır. Özelleştirme gelirlerinin, öncelikle borç stokunun azaltılmasında kullanılması da kaçınılmaz olarak gündeme gelecektir.

Piyasa dışı çözümlerin başında da, karşılıklı anlaşmaya dayanarak, stokun vadesinin uzatılması gelmektedir. Hemen vurgulamak gerekir ki, bu tür "piyasa-dışı" tedbirlerin çözüm oluşturabilmesinin ön koşulu, mali disiplinin sürdürülebilirliği ve inandırıcı bir politika paketinin parçası olmasıdır<sup>14</sup>.

14 1990'lı yıllar içerisinde, değişik ülkelerde ve değişik hükümetlerce aynı sorunu çözmek için getirilmiş olan tedbirler Giavazzi ve Spaventa (1988) ve Dornbusch ve Draghi (1992b)'de tartışılmaktadır.

# KAYNAKÇA

## KAYNAKÇA

Caprio, G., Atiyas, İ. ve Hanson, J. (1993) "Financial Reform Lessons and Strategies", The World Bank Policy Research Paper.

Dornbusch, R. ve Draghi (1992a) "Introduction", Public Debt Management: Theory and History, editörler: Dornbusch, R ve Draghi, M. içinde, Cambridge University Press, Cambridge.

Dornbusch, R. ve Draghi, M. (1992b) Public Debt Management: Theory and History, Cambridge University Press, Cambridge.

Giavazzi, F. ve Spaventa, L. (1988) High Public Debt: The Italian Experience, Cambridge University Press, Cambridge.

IMF(1995) International Capital Markets, August, IMF: Washington,D.C.

MacDonald, R. ve Taylor, M.P. (1992) "Exchange Rate Economics: A Survey",

IMF Staff Papers, 39(1), 1-57.

Özatay, F. (1993) "The Sustainability of Public Sector Deficits: The Case of Turkey", 4-7 Ocak 1994'de Boston'da yapılan Middle East Economic Association toplantısında sunulan bildiri.

Özatay, F. (1995) "The Lessons from the 1994 Crisis in Turkey: Mismanagement and Confidence Crisis", 17-19 Mart 1995'de, NewYork'da düzenlenen, Eastern Economic Association toplantısında sunulan bildiri.

Özatay, F. ve Sak, G. (1995) "Dynamics of Exchange Rate Determination, Timing of Capital Account Liberalization and Government Budget Deficits In Turkey", 16-18 Eylül 1995'de, Boğaziçi Üniversitesi'nde, Economic Research Forum toplantısında sunulan bildiri.

Sak, G. (1995) "Public Policies Towards Financial Liberalization: A General Framework and an Evaluation of the Turkish Experience in the 1980s", SPK yayınları, Ankara.

Taylor, M.P. (1995) "The Economics of Exchange Rates", Journal of Economic Literature, XXXIII(1), 13-47.

**EKLER**

# EK 1: PİYASA KURU VE İÇ BORÇLANMA FAİZLERİNİN BELİRLENMESİNE YÖNELİK BİR MODEL

Bu bölümde, Türk lirası/dolar kurunun ve iç borçlanma faizlerinin belirlenmesine ilişkin metin içerisinde açıklanan model formel bir biçimde sınanmaktadır. Sınama 1984 yılının birinci üç ayı ile 1985 yılının birinci üç ayı arasındaki tarihsel veriler kullanılarak yapılmaktadır. Modelin daha ayrıntılı bir açıklaması Özatay ve Sak (1995)'de yer almaktadır.

Döviz kurlarının piyasa değerinin uzun dönemde belirleyicisi satın alma gücü paritesidir. Diğer bir deyişle, Türk lirasının dolar karşısındaki denge değeri ABD ile Türkiye arasındaki enflasyon farkına göre belirlenmektedir. Ancak, kısa dönemde kur bu uzun dönemli denge değerinden önemli miktarlarda sapabilmektedir. Sapma miktarını belirleyen iki önemli unsur vardır. Bunlardan ilki, Türk lirası cinsinden mali varlık tutmak ile dolar cinsinden mali varlık tutmanın getirisi arasındaki farktır. Bu fark arttıkça Türk lirası değerlenecektir. Dolayısıyla Türk lirası dolar kurundaki (et) bir üç aydan diğerine değişimi ( $\Delta et$ ) açıklayan aşağıdaki (1) numaralı denklemde bu değişkenin ( $i - (if + \Delta 4et - 1)$ ) t-1 katsayısı eksi işaretli olmalıdır. Dikkat edilirse bu ifade i açık faiz haddi paritesidir (uncovered interest rate parity). Burada (i) ortalama yıllık iç borçlanma faizini, (if) döviz tutmanın dolar cinsinden getirisini, ( $\Delta 4et - 1$ ) ise bir dönem sonra kurda beklenen yıllık değişimi ifade etmektedir. Dolayısıyla ikinci parantez içerisindeki ifade, döviz tutmanın Türk lirası cinsinden beklenen getirisidir.

Sapma miktarını belirleyen ikinci önemli unsur ise para arzının para talebinden yüksek olup olmadığıdır. Eğer sistemde para arzı fazlası varsa, bu fazlalığın bir kısmı dövize yönelecek ve Türk lirası değer kazanacaktır. Dolayısıyla, fazla para arzı değişkeninin ( $excS$  J denklemdeki işareti eksi olmalıdır. Fazla para arzı, para arzının uzun dönemli para talebinden saptması olarak hesaplanmıştır ve (2) numaralı denklemde verilmektedir.

$$\Delta et = 0.012 - 0.1038 (et-1 - (5.6069 + Pt-1 - pft-1)) + 0.1569 excSt \\ - 0.0005 (it-1 - (it-1f + \Delta 4et-2)) - 1.3959 Llp t + 0.1439 Llcret \\ + 0.2304 D1 (l)$$

$t_1=0.7, t_2=2.9, t_3=2.5, t_4=2.0, t_5=2.1, t_6=2.6, t_7=3.7, t_8=8.1; 1984.1-1995.1.$   
 $R^2=0.77; cr= .045; DW= 1.8; AR_{1\sim 4}: F(4,34)=0.9; AR_{1-1}: F(1,37)=0.1;$   
 $ARCH_{1-4}: F(4,34)=1.9; ARCH_{1-1}: F(1,37)=2.5; RESET: F(1,36)=8.1^*;$   
 $HETE: F(1,43)=2.0; NORM: CHI2(2)=0.1.$

Denklemde,  $(e t-1 - (5.6069 + p t-1 - pf t-1))$  ifadesi satın alma gücü paritesinden bir dönem önce ne kadar sapıldığını göstermektedir. Bu sapma (hata), sonraki dönemlerde ekonomik birimlerce tersine çevrilmeye çalışılmaktadır. Dolayısıyla işareti eksi olmalıdır.  $t$  ifadesindeki  $(pt)$  terimi yurtiçi tüketici fiyatlarını,  $(pft)$  ise ABD'deki toptan eşya fiyatlarını göstermektedir. Denklemde ayrıca,  $(\Delta pft)$  ABD'deki enflasyon oranını,  $(creJ)$  dolar/mark paritesini ve  $D1$ 'de 1994 yılına ilişkin kriz kukla değişkenini ifade etmektedir. Denklemde bütün değişkenlerin işaretleri önceden beklendiği gibi çıkmıştır. Denklem istatistikî bir dizi sınamadan başarıyla geçmiştir. Bu sınama sonuçları, denklemin altında verilmektedir.

Aşağıdaki (2) numaralı denklem ise uzun dönemli para talebini vermektedir. Denklem sol tarafındaki ilk değişken dolaşımdaki para talebinin logaritmasıdır. İkinci değişken ise yurtiçi tüketici fiyatlarının logaritmasıdır. Dolayısıyla,  $(cdt - pJ)$  ifadesi reel para talebini göstermektedir. Sağ tarafta yer alan  $((1 + B + B^2 + B^3)yt)$  ifadesi mevsimlik hareketlerinden arındırılmış reel milli geliri,  $(Rt)$  ise Türk lirası mevduatların ortalama yıllık faiz oranını belirtmektedir. Fazla para arzı ise, para arzı eksi para talebi biçiminde tanımlanmaktadır ( $excS = cS - cd$ ).

$$Cdt - pt = -2.7926 + 0.1557 (1+B+B^2+B^3) yt - 0.0085 Rt \quad (2)$$

Yıllık ortalama iç borçlanma faizinde bir önceki üç aya kıyasla oluşan değişimi açıklamak üzere aşağıdaki denklem tahmin edilmiştir. Denklem, faiz haddinin açık bir ekonomide uzun dönemde açık faiz haddi paritesine göre belirleneceği, kısa dönemde ise bu paritenin gösterdiği değerden önemli ölçüde sapabileceği düşüncesi etrafında oluşturulmuştur. Ekonomide faiz hadleri bu uzun dönemli değer üzerine çıktığında ya da altına indiğinde, tekrar bu uzun dönem dengesine doğru



hareketlenmektedir. Dolayısıyla, faiz haddi denkleminde de kur denkleminde olduğu gibi bir hata düzeltme modeli kullanılmıştır. Denklemin sağ tarafındaki ikinci değişken bu hata düzeltme değişkenini göstermektedir.

Sapma miktarını belirleyen iki temel unsur vardır: İlki fazla para arzıdır. Para arzı talebinin üzerine çıktıkça faiz hadlerini düşürücü etki yapacaktır. İkinci unsur ise, iç borç stokundaki değişimin ( $\Delta B$ ), mali sistemdeki değişime ( $\Delta M2Y$ ) kıyasla nasıl hareket ettiğidir. Eğer Hazine'nin net iç borçlanması (iç borç stokundaki değişim), mali sistemin büyümesinden fazla ise faiz haddi yükselecektir. Dolayısıyla değişkenin ( $\Delta / \Delta M2Y$ ) işareti eksi olmalıdır. Mali sistem M2Y parasal büyüklüğü ile açıklanmaktadır. Denklemden yer alan D2 ise, 1994 yılında Hazine'nin iç borçlanma piyasasını canlandırabilmek için önermek zorunda kaldığı yüksek faizlerin etkisini dikkate alan bir kukla değişkendir. Bu değişken de bir dizi istatistiki sınımadan başarıyla geçmiştir. Değişkenlerin işaretleri önceden beklendiği gibidir.

$$\begin{aligned} \Delta it = & -0.6263 -36.8978 \text{ excSt-1} -0.1621 (it-1 - (it-1f + \Delta 4et-2)) \\ & +0.4971 \Delta (i \text{ tf} + \Delta 4et-1) + 12.8789 (\Delta B / f).M2Y) t-2 \\ & + 125.0584 D2 \end{aligned} \quad (3)$$

$$t_1 = 0.8, t_2=2.7, t_3=2.1, t_4=4.4, t_5=2.3, t_6=16.5; \quad 1984.I-1995.II.$$

$R^2=0.93$ ;  $O'=8.82$ ;  $DW=1.8$ ;  $AR(4): F(4,33)=0.1$ ;  $AR(1): F(1,36)=0.0$ ;  
 $ARCH(4): F(4,33)=0.4$ ;  $ARCH(1): F(1,36)=0.2$ ;  $RESET: F(1,36)=4.7^*$ ;  
 $HETE: F(1,41)=0.1$ ;  $NORM: \chi^2(2)=1.2$ .

Dolayısıyla, buraya kadar elde ettiğimiz ve 1984.1 -1995.1 dönemini kapsayan sonuçlar, metin içerisinde açıklanan kur ve faiz belirlenmesi modeline ters düşmemektedirler.

## EK 2: İÇ BORÇ DİNAMİĞİNİN BELİRLEYİCİLERİ

Bu bölümde, iç borç stokunun cari milli gelir içindeki payının zaman içerisinde değişimini belirleyen temel unsurlar, bütçe açığının finansmanı özdeşliğinden yola çıkılarak saptanmaktadır. Herhangi bir dönemde konsolide bütçe açığı dört yolla finanse edilebilmektedir. Bunlardan ilki iç borç stokundaki değişimdir ( $\Delta B$ ). İkincisi ise dış borç stokundaki değişimdir ( $E\Delta B_f$ ). Burada ( $E$ ) Türk lirası / dolar kurunu, ( $\Delta B_f$ ) ise dolar cinsinden dış borç stokundaki değişimi göstermektedir. Hazine, bütçe açığını finanse etmek için Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans ( $KV A$ ) kullanabilmektedir. Dolayısıyla, kısa vadeli avanstaki değişim ( $\Delta KVA$ ) üçüncü finansman biçimidir. Dördüncüsü ise borç erteleme ( $\Delta DİĞER$ ) şeklinde olmaktadır. Bütçe açığı ise, harcamalar ile gelirler arasındaki farktır. Faiz öncesi bütçe açığı, bütçe açığından faiz harcamalarının çıkarılması ile bulunmaktadır. Faiz harcamaları, iç faiz harcamaları ( $iB$ ) ve dış faiz harcamaları ( $ifEB_f$ ) olarak ikiye ayrılabilir. Bu ifadelerde ( $C_i$ ) nominal iç borçlanma faizini, ( $B$ ) iç borç stokunu, ( $i$ ) dış borç faizini ve ( $B_f$ ) dolar cinsinden dış borç stokunu göstermektedir. Faiz öncesi bütçe açığının, diğer birdeyişle temel bütçe açığının cari milli gelir içindeki payı ise ( $-z$ ) ile, reel milli gelir ( $Y$ ) ile, milli gelir deflatörü ise ( $P$ ) ile gösterilmektedir. Bu durumda konsolide bütçe açığının finansmanı özdeşliği aşağıdaki gibi olacaktır.

$$iB + ifEB_f - zPY = \Delta B + E\Delta B_f + \Delta KVA + \Delta DİĞER. \quad (4)$$

İkinci olarak iç borç stokunun milli gelir içindeki payı ( $b$ ) ile gösterildiğinde;

$$b = B / PY. \quad (5)$$

İç borç stokunun milli gelir içindeki payının birinci dereceden farkı alınır;

$$\Delta b = \Delta B / (PY) - (\Delta P / P) (B / PY) - (\Delta Y / Y) (B / PY), \quad (6)$$

ifadesi elde edilir. Denklemden ( $\Delta P / P$ ) enflasyon oranını ( $\pi$ ), ( $\Delta Y / Y$ ) ise reel milli gelir büyümesini ( $y$ ) göstermektedir. Bu simgeler kullanılarak (6) numaralı denklem yeniden yazılırsa;

$$\Delta b = \Delta B / (PY) - b(\pi + y), \quad (7)$$

ifadesi elde edilmektedir. Şimdi, (4) numaralı denklemden (L\B) çekilerek (7) numaralı denkleme konulursa,

$$\Delta b = ib - b(\pi + y) + if E Bf / (py) - [ z + (E\Delta Bf / (PY)) + (\Delta KVA / (PY)) + (\Delta \check{D}\check{I}\check{G}\check{E}\check{R} / (PY)) ] \quad (8)$$

ilişkisi elde edilmektedir. Reel faiz (r) nominal faizle enflasyon oranı arasındaki fark olarak tanımlanırsa aşağıdaki denklem elde edilmektedir.

$$\Delta b = b(r - y) + if EBf / (PY) - [ z + (E\Delta Bf / (PY)) + (\Delta KVA / (PY)) + (\Delta \check{D}\check{I}\check{G}\check{E}\check{R} / (P Y)) ] \quad (9)$$

Görüldüğü gibi iç borç stokunun cari milli gelir içindeki payını belirleyen altı temel unsur vardır. Bunlardan ilki, denklemin sağ tarafındaki birinci ifadedir ve reel faizlerin reel büyüme oranından büyük olması halinde iç borç stoku / milli gelir oranının artacağını ifade etmektedir. İkincisi, dış faiz ödemelerin cari milli gelir içindeki payıdır. Bu payartınca da iç borç stoku / milli gelir oranı büyümektedir. Bir diğer önemli unsur, temel bütçede fazla verilip verilmediği ile ilgilidir. Eğer fazla veriliyorsa, bu iç borç stoku/milli gelir oranını düşürmektedir. Geriye kalan üç unsur da iç borç dışındaki finansman alternatifleri ile ilgilidir. Eğer bunlarda bir azalış varsa, açıktır ki, iç borç stokunun milli gelire oranı artacaktır.