

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

**TÜRKİYE EKONOMİSİNDE İÇ BORÇLANMANIN
FAİZ ORANI VE DÖVİZ KURU İLE İLİŞKİSİ**

Yüksek Lisans Tezi

İlkbahar (Tunalı) Cansu

Ankara-2006

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

**TÜRKİYE EKONOMİSİNDE İÇ BORÇLANMANIN
FAİZ ORANI VE DÖVİZ KURU İLE İLİŞKİSİ**

Yüksek Lisans Tezi

İlkbahar (Tunalı) Cansu

Tez Danışmanı
Prof. Dr. Çelik Aruoba

Ankara-2006

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

**TÜRKİYE EKONOMİSİNDE İÇ BORÇLANMANIN
FAİZ ORANI VE DÖVİZ KURU İLE İLİŞKİSİ**

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı:

Tez Jüri Üyeleri

Adı ve Soyadı

İmzası

.....
.....
.....
.....
.....
.....

.....
.....
.....
.....
.....
.....

Tez Sınavı Tarihi

İÇİNDEKİLER

TABLolar LİSTESİ.....	IV
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	V
KISALTMALAR LİSTESİ.....	VI
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ KISIM

1. İÇ BORÇLANMANIN ANLAMI, KAPSAMI VE YAPISI

1.1. İç Borçların Tanımı ve Özellikleri.....	5
1.2. İç Borçlanma Araçları.....	7
1.2.1. Hazine Bonoları.....	9
1.2.2. Devlet Tahvilleri.....	10
1.2.3. Kısa Vadeli Avans.....	13
1.2.4. Emanetler.....	13
1.2.5. Konsolide Borçlar.....	15
1.3. İç Borçların Çeşitleri.....	16
1.3.1. Vadeleri Bakımından İç Borçlar.....	16
1.3.2. İsteğe Bağlı Olup Olmaması Bakımından İç Borçlar.....	18
1.4. İç Borçların Kaynakları.....	20
1.4.1. Merkez Bankasından Alınan Borçlar.....	21
1.4.2. Ticari Bankalar ve Sigorta Şirketlerinden Alınan Borçlar.....	23
1.4.3. Sosyal Güvenlik Kuruluşları ve Ekonomik Kuruluşlardan Alınan Borçlar.....	25
1.4.4. Özel Kişi ve Kuruluşlardan Alınan Borçlar.....	25
1.5. İç Borç Yönetimi.....	26
1.5.1. İç Borç Yönetimi ile İlgili Genel Açıklamalar.....	27
1.5.2. İç Borçlanma Araçlarının Satış Yöntemleri.....	29
1.5.2.1. İhale Yöntemi ile Borçlanma.....	29
1.5.2.2. Sürekli Borçlanma (TAP Yöntemi).....	31
1.5.2.3. Halka Satış.....	31

1.5.3. Olağanüstü Borç Yönetim Politikaları.....	32
1.5.3.1 Konsolidasyon.....	32
1.5.3.2. Konversiyon.....	33
2. FAİZ ORANI VE DÖVİZ KURU HAKKINDA GENEL BİLGİLER	
2.1. Faiz Oranının Belirlenmesi.....	34
2.1.1. Klasik Faiz Kuramı.....	35
2.1.2. Wicksell'in Ödünç Verilebilir Fonlar Kuramı.....	36
2.1.3. Keynes'in Faiz Kuramı.....	37
2.1.4. Hick-Hansen'in Neo-Keynesyen Sentezi.....	38
2.1.5. Tobin'in Portföy Kuramı.....	39
2.2. Türkiye Ekonomisinde Faiz Oranlarının Gelişimi.....	40
2.3. Döviz Kurunun Belirlenmesi.....	44
2.3.1. Döviz Kurunun Tanımı.....	44
2.3.2. Döviz Kurunu Belirleyen Faktörler.....	46
2.3.3. Döviz Kuru Sistemleri.....	47
2.4. Türkiye Ekonomisinde Döviz Kurunun Gelişimi.....	48
3. İKTİSAT OKULLARININ BORÇLANMAYA İLİŞKİN GÖRÜŞLERİ	
3.1. Klasik İktisatçıların Yaklaşımları.....	53
3.1.1. David Hume.....	54
3.1.2. Adam Smith.....	55
3.1.3. Thomas R. Malthus.....	56
3.1.4. David Ricardo.....	57
3.2. Neoklasik İktisatçıların Yaklaşımları.....	59
3.3. Keynesyen Yaklaşım.....	61
3.4. Ricardo Eşdeğerlik Teorisi (RET).....	64
3.4.1. RET'ne Barro'nun Yaklaşımı.....	67
3.4.2. RET'ni Destekleyen Görüşler.....	71
3.4.3. RET Karşıtı Görüşler.....	73

İKİNCİ KISIM

4. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE İÇ BORÇLARIN GELİŞİMİ VE İKTİSADİ ETKİLERİ	
4.1. İç Borçların Miktarı ve Gelişimi.....	80
4.1.1. İç Borç Yüğü.....	80
4.1.2. İç Borç Stokunun Gelişimi.....	83
4.1.3. İç Borçlanmanın Gelişimi.....	86
4.2. İç Borç-Faiz Oranı İlişkisi	88
4.3. İç Borç-Döviz Kuru İlişkisi	92
5. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE İÇ BORÇLARIN İKTİSADİ ETKİLERİNİN VAR TEKNİĞİ İLE ANALİZİ	
5.1. Giriş.....	96
5.2. Vektör Otoresgressif Model (VAR).....	98
5.2.1. Granger Nedensellik Testi.....	101
5.2.2. Varyans Ayrıştırması.....	102
5.2.3. Etki-Tepki Fonksiyonu.....	104
5.3. Durağanlık Analizi.....	104
5.4. VAR Modeli Sonuçları.....	108
5.4.1. Nedensellik Sınama Sonuçları.....	110
5.4.2. Varyans Ayrıştırması Sonuçları.....	110
5.4.3. Etki-Tepki Analizi Sonuçları.....	112
5.5. Genel Değerlendirme.....	115
SONUÇ	118
ÖZET	124
KAYNAKLAR	127
EKLER	136

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1.1	İç Borç Stoku ve Yüzde Dağılımı.....	9
Tablo 1.2	İç Borçlanmanın Alıcılara Göre Dağılımı.....	21
Tablo 2.1	İç Borçlanma Kağıtlarına ve Vadeli Mevduatlara Uygulanan Faiz Oranları.....	41
Tablo 2.2	Döviz Kuru ve Enflasyondaki Gelişmeler.....	49
Tablo 4.1	Ekonomik Büyüme ve Reel Faiz.....	81
Tablo 4.2	İç Borç Stokunun Gelişimi	84
Tablo 4.3	İç Borçlanmanın İç Borç Stokuna Oranı	87
Tablo 4.4	Konsolide Bütçe Borç Stoku.....	94
Tablo 5.1	ADF Test Sonucu.....	108
Tablo 5.2	Varyans Ayrıştırma Sonuçları.....	111

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 5.1	Etki Tepki Analizi.....	114
-----------	-------------------------	-----

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	:Avrupa Birliği
DİBS	:Devlet İç Borçlanma Senetleri
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
GSMH	:Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	:Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
HM	:Hazine Müsteşarlığı
IMF	:Uluslararası Para Fonu
KKBG	:Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
RET	:Ricorda Eşdeğerlik Teorisi
TCMB	:Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TEFE	:Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TMSF	:Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜFE	:Tüketici Fiyat Endeksi
VAR	:Vektor Otoregresif
YTL	:Yeni Türk Lirası

GİRİŞ

Kamu kesimi harcamalarının gelirlerinden fazla olması durumunda oluşan kamu kesimi açıklarının kapatılmasında sıklıkla başvurulan kaynaklardan birisi olan iç borçlanma Türkiye’de özellikle 1990’lı yıllardan itibaren ağırlıklı olarak kullanılmıştır. Çünkü kamu açıklarının finansmanında dış borçlanma ve Merkez Bankası avanslarının payı azaldıkça, iç borçlanmanın payı artmıştır. Bazı yıllar alınan dış borçlar vadesi gelen dış borç anapara ve faizini ödemeye bile yetmemiş, dış borçlanma kamu açıklarını arttıran bir özellik kazanmış, bu açıklar iç borçlanmayla karşılanmıştır. Diğer taraftan Merkez Bankası avansları 1980 ve 1990’lı yılların başında önemli bir finansman kaynağı iken 1990’lı yılların ortalarında bu özelliğini yitirmiştir. Ayrıca kamu harcamalarının gereken miktarlarda kısılamaması ve vergi tabanının yaygınlaştırılamaması gibi nedenlerle Türkiye’de iç borçlanma giderek artmaktadır.

İç borçlanma yoluyla kamu kesimi açığı finansmanın Türkiye finans piyasaları üstünde önemli etkileri bulunmaktadır. İlk etki, büyüyen iç borcun gerek nominal gerek reel faizler ile ilişkisidir. Faiz oranları da diğer finansal piyasaları önemli ölçüde etkilemektedir. Böyle bir durumda döviz kurunun iç borçlanma miktarından ve faizlerden etkilendiği görülmektedir.

Yukarıdaki açıklamalara istinaden bütçe açığının finansmanında önemli bir paya sahip olan iç borçlanmanın incelenmesi tezin konusunu teşkil etmektedir. Bu çerçevede iç borçlanmanın faiz oranı ve döviz kuru ile ilişkisi incelenecektir.

Tezin birinci bölümünde, iç borçlanmanın tanımı yapılmıştır. Bu kapsamda Türkiye’de ki iç borçlanma araçları, iç borçların çeşitleri ve iç borçların kaynakları üzerinde durulmuştur. Son olarakta iç borçların gerek miktarında gerekse bileşiminde meydana getirilen değişikliklerle ekonomik bir politika olarak kullanılan iç borç yönetiminden bahsedilmiştir.

İkinci bölümde, faiz oranı ve döviz kurunun kurumsal olarak nasıl belirlendiği hakkında genel açıklamalar yapıldıktan sonra Türkiye ekonomisinde ki gelişimleri ele alınmıştır. İnceleme dönemi olarak 1990-2005 dönemi ele alınırken, bu dönem içinde Türkiye ekonomisindeki gelişmelere de yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde, farklı iktisat okullarının iç borçlanma ile ilgili görüşleri yer almaktadır. İlk olarak klasik iktisatçıların görüşleri incelenmiştir. Klasik iktisatçılardan David Ricardo’nun borçlanmanın yansızlığı ile ilgili görüşleri literatürde hala tartışılmaktadır. Daha sonra Ricardian ve Keynesyen yaklaşımlar arasında yer alan Neoklasik yaklaşım ele alınmıştır. Neoklasik yaklaşımda kamu kesimi borçlanma araçları net servetin bir unsuru olarak algılanmıştır. Servet etkisini ise borçlanma kaynaklarının nesillerarasında yeniden dağıtmasına bağlamışlardır. Daha sonra borçlanmanın ekonomik etkileri ile ilgili farklı sonuçlara ulaşan Keynesyen görüşe yer verilmiştir. En son olarakta Ricardo Eşdeğerlik Teorisini (RET) günümüzde destekleyen ve eleştiren görüşlere yer verilmiştir.

Dördüncü bölümde, 1990 sonrası dönemde Türkiye ekonomisindeki iç borçlanmanın yeri ve gelişimi belirlenmeye çalışılmıştır. Bunun için iç borç yükü, iç borç stokunun gelişimi ve iç borçlanmanın gelişimi ele alınmıştır. Daha sonra iç borçlanmanın iktisadi etkileri olarak faiz oranı ve döviz kuruna etkisi incelenmiştir. Türkiye ekonomisinde iç borçlanmanın faiz oranı ve döviz kuru ile ilişkisi ayrı ayrı ele alınarak, 1990-2005 döneminde ki mevcut durum analiz edilmeye çalışılmıştır.

Tezin son kısmı olan beşinci bölümde, Türkiye’de iç borçlanmanın faiz oranı ve döviz kuru ile arasındaki nedensellik ilişkilerini test etmek, ilişkilerin yönünü ve büyüklüğünü ekonometrik olarak belirleyebilmek amaçlanmıştır. Bunun için son dönemde sıkça kullanılan VAR (Vektör Otoregressif Model) tekniği kullanılmıştır. VAR analizi farklı iktisat okullarının varsayımlarının ekonometrik modelleri yönlendirici etkilerini en aza indiren bir teknikle yapıldığından, VAR yaklaşımı kullanılmıştır.

BİRİNCİ KISIM

1. İÇ BORÇLANMANIN ANLAMI, KAPSAMI VE YAPISI

Kuruluş şekli ne şekilde olursa olsun, devlet kişilerin ortak ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla kurulmuştur ve bu amacı yerine getirmesi için bir gelire sahip olması gerekmektedir. Kamu gelirleri kamu harcamalarını karşılamak için toplanmakta ve bu iki kalem bütçede ayrı ayrı cetvellerde gösterilmektedir. Bütçe ise, bir kamu tüzel kişinin belirli bir sürede yapmayı düşündüğü hizmetler ile bunların kaynaklarını gösteren yazılı bir belgedir.¹

Devlet, hizmetlerinin finansmanını sağlamak amacıyla ihtiyaç duyduğu geliri vergi, harç ve ürettiği mal ve hizmetlerin satışından elde ettiği gelirlerle karşılayamadığı durumlarda, kamunun gelir ve gider dengesi bozulduğu için bütçe açıkları ortaya çıkmaktadır. Bu açıkların kapatılabilmesi için, devlet açıktan finansman yolları dediğimiz emisyon ve borçlanmaya başvurabilir. Bunlar arasındaki tercih esas olarak ekonomik ve siyasi koşullara göre belirlenir. Emisyon ekonomik koşullara göre aşırı ölçüde başvurulduğunda enflasyon gibi olumsuz bir sonuç ortaya çıkardığından devletlerin sık sık merkez bankası kaynaklarına başvurması tavsiye edilmez. Borçlanma ise, devletin bütçe açıklarını kapatmak amacıyla başvurduğu geçici bir gelir türüdür.

¹ Tülay Evgin, “Son Yıllarda Bütçe ve Bütçe Açığının Finansmanı”, **Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi**, 1998, No.18, s.1.

Borçlanma, ülke dışındaki kaynaklardan sağlanabileceği gibi (dış borçlanma), ülke içindeki kaynaklardan da sağlanabilir (iç borçlanma).²

1.1. İç Borçların Tanımı ve Özellikleri

Kamu kesimi harcamalarının gelirlerinden fazla olması durumunda oluşan kamu kesimi açıklarının kapatılmasında sıklıkla başvurulan kaynaklardan birisi de iç borçlanmadır. Borçlanmayı olağanüstü bir gelir kaynağı olarak gören klasik iktisadi yaklaşımlar yerini borçlanmayı bir iktisat politikası aracı olarak kullanma eğiliminde olan talep yönlü yaklaşımlara bırakmıştır. İç borçlar günümüzde her ülkede büyük miktarlara ulaşarak kamu maliyesi ve genel ekonomi için önemli bir konu haline gelmiştir.

Yaygın ve olağan bir araç durumuna gelmiş olan borçlanma, esas itibariyle geçici bir finansman yöntemidir. Kamu borçlanması, devletin belirlenen bir takvime göre önceden tayin edilen hakların sahiplerine, faiz ve anapara ödemeleri yapmasına ilişkin yasal bir yükümlülüktür. İç borçlanma devletin yurtiçindeki kişi yada kuruluşlardan fon sağlamasından doğar. Borçlanma iki taraflı bir değişim sürecidir. Basit bilanço terimleri ile, kamu borçlanması kamu hesabında bir borç kalemi, borçlanma araçları sahiplerinin hesaplarında ise bir alacak kalemidir.

² Ekrem Dönek, “Türkiye’de İç Borçlanma Araçlarının Yapısal Analizi”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Temmuz-2000, s.54.

Borç belli bir süre sonra ödenmekte ve ödemeler çoğunlukla vergi gelirleri ile yapılmaktadır. Bu açıdan bakıldığında borç, gelecekteki vergi gelirlerinin bugünden kullanılmasıdır. Devletin kamu harcamalarını borçlanarak finanse edip cari dönem vergi hasılatını azaltması, vergi tahsilat zamanının cari dönemden gelecek döneme aktarılması sonucunu yaratır.³

İç borçlanmanın diğer özellikleri şöyle sıralanabilir:⁴

a) İç borçlanmada isteğe bağlılık sözkonusudur. Bazı istisnaları olmakla beraber kişiler veya kuruluşlar devlete borç verip vermemekte tamamen serbesttirler.

b) İç borçlanma tasarruflara dayanmaktadır. Kişinin devlete borç verebilmesi için elinde bir tasarrufunun bulunması gerekir. Bu şekilde bireyler şimdiki satınalma gücünden ileride kullanmak koşuluyla vazgeçmiş olurlar.

c) Devlet borçlanmak suretiyle elde edeceği fonları hangi alanlarda kullanacağını ilan eder. Devlet tarafından iç borçlanma ile elde edilen paralar belirli yerlere harcanır.

d) İç borçlanma araçlarının devlete borç verenler açısından bir getirisi vardır. Bu getiri, borcun alınmasından ödenmesine kadar geçen sürede verilen faizdir.

e) Teoride farklı görüşler bulunmakla beraber, devletin borçlanması dolayısıyla yaratılan yük gelecek nesilleride ilgilendirmektedir. Çünkü, borçlanma gelecekte

³ Roger C. Kormendi, "Government Debt, Government Spending, and Private Sector Behavior", **American Economic Review**, 1983, Vol.73, No.5, s.994-1010.

⁴ Metin Erdem, **Devlet Borçları**, Ekin Kitabevi Yayınları, 1996, s.4.

sağlanması düşünülen vergilerin önceden kullanılmasıdır. Geri ödeme (itfa) sırasında, ödeme vergi gelirlerinden yapılır.

1.2. İç Borçlanma Araçları

Devlet, iç borçlanma araçları çıkartarak iç borçlanmaya gitmektedir. Bunlar arasında, hazine bonoları, devlet tahvilleri, hazine kefaletini gerektiren bono ve tahviller ve müteahhit bonolar kağıda bağlı iç borç araçları olup, kısa vadeli avanslar ve bütçe emanetleri kağıda bağlı olmayan iç borç araçlarıdır. Ayrıca bu araçlar, süresi beş yıla kadar olan ve para piyasasından karşılanan dalgalı borçları oluşturmaktadırlar. Konsolide borçlar ise süresi genellikle beş yıldan daha fazla olan ve sermaye piyasasından sağlanan iç borçlanma aracıdır.

5437 sayılı 2006 Yılı Merkezi Yönetim Bütçe Kanununun 20/a maddesi hükmünde, 2006 yılı içinde sağlanacak garantili imkan limitinin, 3 milyar ABD Dolarını; Hazine Müsteşarlığınca belirlenecek koşullar çerçevesinde ve elde edilecek kaynaklar Hazineye aktarılacak şekilde kamu kurum ve kuruluşlarınca ihraç edilecek sertifika, senet ve benzeri finansman enstrümanlarına sağlanacak garanti tutarının ise 2 milyar ABD Dolarını aşamayacağı belirtilmiştir.

Aynı kanunun 20/b maddesinde, Kanunun 1 inci maddesi ile belirlenen başlangıç ödeneklerinin yüzde birine kadar ikrazen Özel Tertip Devlet İç Borçlanma Senedinin ihraç edilebileceği hüküm altına alınmıştır. Gider başlıklı 1 inci maddede ise, genel

bütçe kapsamındaki kamu idarelerine, özel bütçeli idarelere ve düzenleyici ve denetleyici kurumlara olmak üzere verilen ödenek miktarları üç grupta toplanmış olup, bu miktarlara yüzde birlik oranın uygulanması ile ihraç edilebilecek iç borçlanma senetleri belirlenmiş olmaktadır.

Her yıl düzenlenen bütçe kanunlarına iç borçlanma araçları ile ilgili düzenleyici ve emredici hükümler konmaktadır. Burada amaç, iç borçlanma araçlarının satışından elde edilen finansmanın bütçe yılı içerisinde ortaya çıkabilecek gelir ve gider uyumsuzluğunun ortadan kaldırılmasında kullanılmasıdır.

1990-2005 yılları arasında iç borçlanma araçlarının izlediği seyir tablo 1'den takip edilebilmektedir.

Tablo 1.1
İç Borç Stoku ve Yüzde Dağılımı
(Milyon YTL, Yüzde)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Tahvil	23	33	86	190	239	511	1250	3570	5772	19683	34363	102128	112850	168974	194211	226964
Bono	5	18	42	64	304	631	1527	2374	5840	3237	2058	20029	37020	25413	30272	17818
Konsolide Borçlar	26	32	34	32	133	26	40	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kısa Vadeli Avans	3	14	31	70	122	192	371	337	0	0	0	0	0	0	0	0
Borç Stoku	57	97	194	357	799	1361	3148	6283	11612	22920	36421	122157	149870	194387	224483	244782
Yüzde Dağılım																
Tahvil	32.9	25.3	44.5	53.3	29.9	37.6	39.7	56.8	49.7	85.9	94.4	83.6	75.3	86.9	86.5	90
Bono	9.6	18.7	21.8	18	38.1	46.4	48.5	37.8	50.3	14.1	5.6	16.4	24.7	13.1	13.5	10
Konsolide Borçlar	52.5	42.1	17.8	8.9	16.7	1.9	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kısa Vadeli Avans	5	13.9	16	19.7	15.3	14.1	11.8	5.4	0	0	0	0	0	0	0	0
Borç Stoku	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Kaynak: Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Rapor 1999, s.100; 2003, s.91 ve DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, Eylül 2000, s.87; Ağustos 2006, s.89

1.2.1. Hazine Bonoları

Hazine bonoları devletin kullandığı en önemli borç senetlerinden birisidir. Bu senetlerin kullanılma amacı, devletin bütçesinde ortaya çıkan açıkların iç borçlanma ile karşılanabilmesini sağlayabilmektir. Vadeleri bir yılın altında olup, genellikle 3, 6, 9 aylık ve zaman zaman da kırık vadeli olarak çıkarılmaktadır. Türkiye’de bono

uygulaması değişik adlar ile 1933 yılından beri söz konusu olsada, bu adla 1961 yılından itibaren kullanılmaktadır.⁵

Hazine bonosunun toplam iç borç stoku içindeki payı yüksektir. Çünkü ekonomide, özellikle seçim ve kriz gibi finansal sıkışıklığın yaşandığı dönemlerde, kısa vadeli fon talebi artmaktadır.

Tablo 1.1’de, bono satışlarındaki artışa ve bononun iç borç stoku içindeki payına bakıldığında, artışların en yüksek olduğu yılların ya seçim yılları ya da ekonomik krizlerin yaşandığı yıllar olduğu görülecektir. Örneğin, en yüksek artışların yaşandığı yıllar 1994 krizinden sonraki yıllardır. Bu krizi aşmak için devlet reel kaynaklar yaratmak yerine kısa vadeli iç borçlanma yönetimiyle finansmana hız vermiştir. Diğer taraftan hazine bonosunun toplam iç borç stoku içindeki payı 1998 yılından sonra hızlı bir şekilde azalmıştır. Çünkü ekonomi bu kadar kısa vadeli iç borcu kaldıramayacak noktaya geldiğinden hükümet 1999 yılında kısa vadeli iç borçlanma konusunda büyük bir kısıtlamaya gitmiştir.

1.2.2. Devlet Tahvilleri

Devlet tahvilleri, devletin kullandığı en önemli iç borçlanma senetlerinden birisidir. Bu senetlerin vadesi bir yıl veya daha uzun sürelidir. Tahvilin üzerinde bir faiz

⁵ Ahmet Erol, **Ekonomik Etkileri Açısından Türkiye’de Devlet Borçları (1981-1990)**, Maliye ve Gümrük Bakanlığı, No.1992/324, 1992, s.35.

kuponu bulunur. Hazine bonusu ile karşılaştırıldığında vadesinin daha uzun süreyi kapsadığı söylenebilir. Devlet çıkarttığı tahvilleri halka satarak özel sektör tasarruflarından yararlanmaktadır.⁶

Hazine bonusu ve devlet tahvillerinin diğer borç senedi türlerine göre avantajları vardır. Birinci avantaj, likiditeleri yüksektir. İkincil piyasada kolayca paraya çevrilebilirler. İkincisi, getiri oranları (faiz) diğer finansal araçlara göre daha yüksektir. Üçüncüsü, riskli bir yatırım aracı değildir. Dördüncüsü, vergisel avantajları vardır. 01.01.2006 tarihinden önce ihraç edilen hazine bonusu ve devlet tahvillerinden elde edilen gelirlerin 191 bin 089 YTL'si vergi istisnası kapsamındadır. 01.01.2006 tarihinden sonra ihraç edilen senetlerin kazançlarından ise yalnızca % 15 oranında stopaj kesilecektir.

Tablo 1.1'e bakıldığında, tahvil satışlarının özellikle belli yıllarda çok yüksek olduğu dikkat çekmektedir. 1992 ve 1993 yıllarındaki artış, o yıllardaki toplam iç borç stokunun artışına bağlanabilirken; 1999 yılından sonraki artış trendi, hükümetlerin daha uzun vadeli borçlanmayı tercih etmelerinden kaynaklanmaktadır. İç borçlanmada bono yerine tahvile ağırlık verilmesi borçlanmada vadelerin uzaması anlamına geldiğinden ekonomik olarak olumlu bir gelişmedir.

1998 yılında % 50-% 50 olarak hemen hemen payları eşitken, 1999 yılından itibaren iç borç senetleri içerisinde hazine bonusunun payı azalmış, devlet tahvillerinin

⁶ Halil Seyidoğlu, **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, Güzem Yayınları, 1992, s.159.

payı yükselmiştir. 2005 yılı itibariyle, hazine bonosunun payı % 10 iken, devlet tahvilinin payı % 90'na kadar çıkmıştır. Bu duruma, itfası gelen kısa vadeli senetlerin ödenmesinde sıkışıklık yaşanması nedeniyle kısa vadeli borçların bir kısmının uzun vadeli borçlarla değiştirilmesi, hükümetin iç borçlanma yerine vergi ve dış borçlanma ağırlıklı bir kamu finansman politikası izlemesi ve IMF ile yapılan standby anlaşması sebep olmuştur.

Bugün artık uygulanmamakta olan, hazine kefaletine haiz bono ve tahviller ile müteahhit bonolar, hazine bonusu ve devlet tahvilinden sonra kağıda bağlanan diğer iç borç araçlarıdır.

Hazine kefaletine haiz bono ve tahviller, Hazine dışındaki kamu kurum ve kuruluşlarının Hazine'nin kefaletiyle çıkarttıkları borç senetleridir.⁷ Bir çok kamu kurum ve kuruluşunun açıklarını finanse etmek için başvurulmuş ve miktarı gittikçe artmıştır. Merkez Bankasının reeskont penceresi genişlemiş, fiyatlar genel düzeyinde artışlar meydana gelmiştir. Bu durum ise ekonomik istikrarsızlığa katkıda bulunduğu için hazine kefaletine haiz bono ve tahvil ihracına 1994 yılında son verilmiştir. Bunda T.C. Merkez Bankasının izlediği reeskont politikasıyla belli sektör ve kurumları finanse etmekten vazgeçmesinin büyük etkisi vardır.

Müteahhit bonolar, bazı büyük bayındırlık ve kamulaştırma işlerinde hükümetin müteahhitlere para yerine verdiği bonolara denir. Geçmişte nadiren kullanılan bu

⁷ E. Dönek, age, 2000, s.59.

bonolar günümüzde tamamen uygulamadan kaldırılmıştır. Bu yöntem ilk defa İstanbul Üniversitesinin bazı binalarının yapımında kullanılmıştır.⁸

1.2.3. Kısa Vadeli Avans

Kısa vadeli avans T.C. Merkez Bankası tarafından Hazine Müsteşarlığına açılan kısa vadeli bir hesaptır. 1211 sayılı T.C. Merkez Bankası Kanununun 50 inci maddesi uyarınca; Merkez Bankası miktarı cari yıl genel bütçe ödenekleri toplamının % 15'ini geçmemek üzere Hazineye kısa vadeli bir avans hesabı açar. Bu oran 1998 yılına kadar %3'e düşmüştür. Kısa vadeli avans, kamunun açıklarını kapatmada doğrudan Merkez Bankası kaynaklarını kullanması anlamına geldiğinden, enflasyona sebep olabilmektedir.

Tablo 1.1'den görüldüğü gibi, kısa vadeli avansın iç borç stokuna oranı 1990 yılından itibaren artmaya başlamış ve 1993 yılında %19.7'ye ulaşmıştır. 1994 kriziyle beraber bunun yanlışlığı fark edilerek oran azaltmaya çalışılmış ve takip eden yıllarda hızla aşağıya çekilmiştir. 1998 yılından itibaren de kısa vadeli avans kullanılmamıştır.

1.2.4. Emanetler

Kısa vadeli iç borçlar arasında yer alan emanetler iki ayrı grupta toplanabilir. Bunlardan birisi bütçe emanetleri diğeri ise adi emanetlerdir. Farklı özellikleri olmasına

⁸ M. Erdem, age, 1996, s.33.

rağmen, her iki emanetinde ortak yanı, Hazinesinin fon talebi ihtiyacını karşılamak için kağıda bağlanmadan devlet için geçici bir gelir sayılan ve zamanı geldikçe ödenmesi gereken bir hesap olmasıdır. Her iki emanette bir devlet borcu şeklinde düşünülse dahi, devletin bu borç karşısında bir faiz ödemesi söz konusu değildir. Bu bakımdan kısa vadeli devlet borçları içerisinde ayrı bir yeri bulunmaktadır.⁹

a) Bütçe emaneti, devletin cari bütçe yılı içerisinde özel yada tüzel kişilere yapması gereken ödemeleri ödenek yokluğu gerekçesi ile yapmamak suretiyle kendisine kısa süreli fon sağlamasıdır. Bütçe emanetleri, bütçe harcamalarından mali yıl sonuna kadar verile emrine bağlanmasına karşın, sayman tarafından ödenmemiş olan tutarların mali yıl sonunda bütçeye gider kaydedilerek emanet hesabına alınması şeklinde oluşur. Bütçe emanetlerinin iç borç stoku içinde önemli bir payı yoktur.

b) Adi emanetler, bütçe ödemeleriyle hiç bir ilgisi olmayan, gerçek ve tüzel kişiler tarafından herhangi bir işin gerçekleştirilmesi amacıyla geçici olarak Hazineye yatırılan paralarla ilgili bir hesaptır. Örnek olarak, memur yollukları, tedavi ücretleri, bedelli askerlik paraları, memur ve işçilere ait tasarruf kesintileri, ihale teminatları, adli teminatlar verilebilir. Adi emanetlerin de iç borç stoku içindeki payı düşük olup 1998 yılından itibaren bu hesap sıfırlanmıştır.

⁹ A. Erol, age, 1992, s.41-44.

1.2.5. Konsolide Borçlar

Konsolide borçlar, daha uzun vadeli (genellikle beş yıldan daha fazla) olan ve sermaye piyasasından sağlanan borçlardır. Bu borçlar bütçenin finansmanından ziyade; vadesi geldiği halde ödenmeyen ve yeni bir itfa planı ile tahkim kapsamına alınan borçları, bütçe kaynaklarını aşan büyük bayındırlık işleri için borçlanılan tutarı, dış borç ödemelerinden kaynaklanan kur farklarını ifade etmektedir.¹⁰ O halde konsolide borç araçları arasında; kur farklarından doğan borçlar, tahkim borçları, özel amaçlı tahviller ve tasarruf bonoları sayılabilir.

Kur farkları, 1211 sayılı kanun uyarınca, Türk Lirasının değerinin değişmesi sonucu Merkez Bankası hesabındaki yabancı paraların yeniden değerlendirilmesi sonucu lehte ve aleyhte oluşan farkları ifade eder. Tahkim borçları, 1992 yılından itibaren devlet tahvilleri içerisinde gösterilmektedir. Tasarruf bonoları, devletin finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla zorunlu tasarruf olarak uygulamaya konulan bir borçlanma türü olup, artık uygulaması yoktur.

Konsolide borçlar 1992 yılı sonuna kadar tahkim tahvilleri ile kur farklarından oluşmaktaydı. 1993 yılından itibaren tahkim tahvilleri, tahviller içerisinde yer aldığından, bu tarihten itibaren konsolide borçlar kur farkları olarak izlenmiştir.¹¹

¹⁰ T. Evgin, age, 1998, s.3.

¹¹ Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Rapor 1999, s.100

Tablo 1.1'den görüldüğü gibi, konsolide borçların iç borç stoku içindeki payı yıllar itibariyle azalmış olup, 1997 yılından itibaren kayıtlarda gözükmemektedir.

1.3. İç Borçların Çeşitleri

Devletin yapmış olduğu borçlanmalar oldukça karmaşık bir yapıya sahiptir. Borçlanmanın niteliğini ve esaslarını tam olarak anlayabilmek için bir takım sınıflandırmalar yapmak gerekir. Bu açıdan iç borçlar, elde edilişindeki zorlama unsuruna göre ve vadelerine göre sınıflandırmaya tabi tutulacaktır.

1.3.1. Vadeleri Bakımından İç Borçlar

Borçlanmada vade, borcun alınışından ödenmesine kadar geçen süredir. Vade borçlanmada en önemli unsurlardan birisidir. Çünkü borçlanmada vade, borçlanan taraf için maliyet unsuru, borç veren taraf için ise sermayenin getirisi açısından önemlidir. Devlet, mali açıdan içerisinde bulunduğu koşullara, gelecekteki ödeme olanaklarına, ekonomi üzerinde yaratacağı etkilere ve devlete borç verecek olanların tercihlerine göre borçlanmanın vadesini belirler.

O halde vadelerine göre iç borçları, gerek teknik özellikleri gerekse ekonomik etkileri açısından kısa vadeli ve uzun vadeli borçlar olarak ikiye ayırabiliriz. Buna göre, vadeleri ülkeden ülkeye değişmekle beraber, genel olarak süresi 5 yılı geçmeyen, bütçe uygulaması ile yakından ilgili olduğu için miktarları sık sık değişen ve bu nedenle

dalgalı borçlar adı da verilen borçlar kısa vadeli; vadeleri genel olarak 5 yılı aşan ve konsolide borçlar adı da verilen borçlar uzun vadeli borç olarak tanımlanacaktır.

a) Kısa Vadeli (Dalgalı) Borçlar, beş yıla kadar olan borçları temsil eder. Devletin gelir ve giderleri arasındaki dengesizlikler, devletin para piyasasından kısa süreli kaynak sağlaması ile giderilir. Devlet kısa vadeli borçlanmaya, sadece bütçe gelir ve giderleri arasındaki dengesizliği gidermek amacıyla değil başka nedenlerle başvurabilir. Bu nedenler; faiz oranları uzun vadeli senetlere göre daha düşük olduğundan devlet açısından borç yükünün daha az olması, ekonomik durgunluk dönemlerinde bir mali politika aracı olarak kullanılabilmesi, uzun vadeli bir borçlanmaya zemin hazırlaması ve çeşitli olağanüstü dönem (savaş, deprem gibi) giderlerinin finansmanında kullanılabilmesidir.

Türkiye'de kısa vadeli borç türleri yukarıdaki bölümde de bahsedildiği gibi; Hazine Bonoları, Hazine Kefaletine Haiz Bonolar, Müteahhi Bonolar, Devlet Tahvili, Merkez Bankasının Hazineye Açtığı Kısa Vadeli Avans ve Emanetlerdir. Günümüz koşullarında kullanılan kısa vadeli iç borç araçları, Hazine Bonosu ve Devlet Tahvilidir.

b) Uzun Vadeli (Konsolide) Borçlar, vadeleri beş yılı geçen ve sermaye piyasasından sağlanan borçlardır. Uzun dönemlerde yapılacak olan yatırımlar için ayrılan tasarruflardan kaynağını alır. Bu borçlar kendi içinde sürekli (ödeme zamanı

belli olmayan) borçlar ve süreli (ödeme zamanı belli olan) borçlar olmak üzere ikiye ayrılır.¹²

Sürekli borçlanma, devletin vade belirtmeden anaparayı ödeme yükümlülüğü altına girmediği, sadece düzenli olarak faiz ödemekle yetindiği uzun vadeli bir borçlanma türüdür. Sürekli borçlanma uygulamasına Türkiye’de hiç başvurulmamıştır.

Süreli borçlanma, devletin normal borçlanma şekli olup geri ödenme biçimi ve zamanı belirlenmiştir. Ancak ödeme süresi belli olan borçlarda, devlet ekonominin gidişine göre erken ödeme yapabilir veya borcun vadesini uzatabilir.

1.3.2. İsteğe Bağlı Olup Olmaması Bakımından İç Borçlar

İç borçları vergilerden ayıran özelliklerden birisi borçlanmanın kişilerin rızasına dayanmasıdır.¹³ İç borçları isteğe bağlı ve zorunlu borçlar olmak üzere ikiye ayrılabiliriz.

a) İsteğe bağlı borçlar, elinde borç verilebilir fonları bulunan tarafın kendi isteği ile bunu borç isteyen tarafa vermesi biçiminde gerçekleşir. İlke olarak borçlanma isteğe bağlı olup, borç verecek olan taraf devletin sağlayacağı çıkarları inceleyerek iradesi doğrultusunda karar verir.

¹² A. Erol, age, 1992, s. 46.

¹³ Özhan Uluatam, **Kamu Maliyesi**, Savaş Yayınları, 1991, s.339.

b) Zorunlu borçlar, borçlanma koşullarının tek taraflı olarak devlet tarafından saptanması, borçlanmanın gerçekleştirilebilmesi için maddi veya manevi olarak karşı tarafın zorlanması durumudur.

Zorunlu borçlarda zorlamanın derecesine göre; tam zorunlu borçlar, tehdide dayanan borçlar, manevi zorlamaya dayanan borçlar ve zorunlu tasarrufa dayanan borçlar olmak üzere alt gruplara ayrılır.

- Tam zorunlu borçlarda; zorlamanın derecesi en üst noktadadır. Devlet çıkardığı yasalar ile bireyleri kendisine borç vermeye zorlamaktadır. Bu yönüyle, vergiye benzer bir borçlanmadır. Bu borçlanma türünde, bireylerin devlete olan güveni sarsıldığından, günümüzde kullanılmamaktadır.

- Zorlama tehdidi ile alınan borçlarda; devlet borç senetlerini çıkarırken kamuoyuna çeşitli araçlarla bu borç belgelerinin alınmasını aksi takdirde zorla satılacağını duyurur. Tam zorunlu borçlarla aynı sakıncaları taşıdığından tercih edilmemektedir.

- Manevi zorlama ile alınan borçlarda; esas olarak alıcının isteği önemli olmakla birlikte manevi baskı ile çıkarılan senetler alınmak zorunda bırakılmaktadır. Zaman zaman devletler bireylerin zayıf yanlarından yararlanarak iç borçlanma araçlarını almaya yönlendirebilirler.

• Zorunlu tasarrufa dayanan borçlar, olağanüstü durumlarda başvuru bir tür borçlanma yöntemi olup günümüzde kullanılmaktadır. Vergi benzeri olarak adlandırılmaktadır. Türkiye’deki bazı borçlanma çeşitleri, zorunlu tasarrufa dayanan borçlanmaya örnek gösterilebilir. Örnek olarak; tasarruf bonoları, ek sosyal sigorta ve yardımlaşma keseneği, ordu yardımlaşma kurumu keseneği, tasarruf kesintileri sayılabilir.

1.4. İç Borçların Kaynakları

Borçlanmak amacıyla seçilen kaynakların yaratacağı ekonomik etkiler farklı olduğundan, ülkenin ekonomik koşullarına göre borçlanma kaynağının seçilmesi önemli bir konudur. Bu etkiler, hem borçlanılan dönemde üretim faktörlerinin tahsisi hem de faiz ve borç ödemelerinin yapıldığı dönemlerde gelir dağılımı ve ekonomik faaliyetlere etkisi bakımından önem taşımaktadır. Devletin iç borç alabileceği kaynaklar; merkez bankası, sosyal güvenlik kuruluşları ve ekonomik kuruluşlar, ticari bankalar ve sigorta şirketleri ile özel kişi ve kuruluşlardır.

Aşağıdaki tablo 1.2’de, 1990-2005 dönemi itibariyle alacaklılara göre bono ve tahvillerin dağılımı izlenebilir.

Tablo 1.2
İç Borçlanmanın Alıcılara Göre Dağılımı
(Milyon YTL, Yüzde)

Yıllar	Bankalar		Kamu Sektörü		Özel Sektör		Tasarruf Sahibi	
	Miktar	%	Miktar	%	Miktar	%	Miktar	%
1990	17	85.6	2	12.9	0.2	1	-	-
1991	42	92.8	1	3.2	1	4.1	-	-
1992	118	79.1	21	14	5	4	4	3
1993	256	77.8	20	6.1	8	2.7	44	13.4
1994	601	71.5	82	9.8	22	2.7	134	16
1995	1359	81.6	147	8.8	59	3.6	99	6
1996	3902	84.4	458	9.9	132	2.9	132	2.9
1997	5599	89.5	450	7.2	205	3.3	4	0.1
1998	12377	86.3	1142	8	554	3.9	179	1.3
1999	22945	85.3	3013	11.2	566	2.1	361	1.3
2000	24637	75.9	6593	20.3	1238	3.8	0	0
2001	156111	74.5	46403	22.1	3076	1.5	4023	1.9
2002	99993	79.8	18702	14.9	5388	4.3	1221	1
2003	119459	75.5	34479	21.8	4212	2.7	88	0.1
2004	140301	85.8	18084	11.1	5180	3.2	31	0
2005	86964	86.7	9915	9.9	3361	3.4	7	0

Kaynak: Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Rapor 1997, s.100; 1999, s.103; 2003, s.94; 2005, s.90.

1.4.1. Merkez Bankasından Alınan Borçlar

İç borçlanmada Merkez Bankasının ayrı bir yeri ve önemi vardır. Hazinenin Merkez Bankasından borçlanması iki şekilde olur; doğrudan borçlanma, dolaylı borçlanma.¹⁴ Doğrudan borçlanma, Hazine'nin Merkez Bankasından doğrudan doğruya

¹⁴ Mahfi Eğilmez, **Hazine**, Diyalog Yayınları, 1997, s.69.

nakit borçlanmasıdır. Buna parasal avans yada Hazine avansı denilmektedir. Dolaylı borçlanma ise Hazine'nin borçlanmak için çıkarttığı iç borç senetlerinin Merkez Bankası tarafından açık piyasa işlemleriyle satın alınmasıdır.

Hazinenin Merkez Bankası kaynaklarına doğrudan başvurması durumunda avans kullanması gündeme gelecektir. Tablo 1.1'den görüldüğü gibi, avans kullanımını 1990 yılından itibaren 1993 yılına kadar hızlı bir şekilde artmıştır. 1994 yılında Merkez Bankası kanununda yapılan bir değişiklikle avans oranının 1995 yılından başlayarak her yıl azalması ve 1998 yılında % 3'e inmesi öngörülmüştür. Ancak 1998 yılında uygulamaya başlanan para programı gereğince Hazine Merkez Bankasından hiç kısa vadeli avans kullanmamıştır. Dolayısıyla 1998 yılından itibaren kısa vadeli avans kullanılmamaktadır.

Merkez Bankasının dolaylı borçlanmaya aracılık etmesi durumunda açık piyasa işlemleri sonucu iç borçlanma senetlerini alması gündeme gelecektir. Merkez Bankası tarafından açık piyasa işlemleri aktif olarak kullanılmaktadır. Ayrıca Merkez Bankası reeskont işlemleri de yapmaktadır. Merkez Bankasının vadesine en çok üç ay kalan senetler için reeskont işlemlerinde uyguladığı iskonto oranı, Aralık 2005 itibariyle % 23'tür.

Merkez Bankasından alınan borçlar ekonomide para arzını arttırıp genişletici etkiler yaratabilir. Toplam arz talep dengesini toplam talep lehinde değiştirebilir. Bu durumda Merkez Bankası kaynaklarına başvurulurken, sadece devletin paraya olan

ihtiyacına göre değil, para politikası hedeflerine göre de hareket edilmelidir. Bunun için Merkez Bankasının özerk bir yapıda olması gerekmektedir.

1.4.2. Ticari Bankalar ve Sigorta Şirketlerinden Alınan Borçlar

Bankalar, özel finans kurumları, sigorta şirketleri ve bankaların kurmuş oldukları emekli vakıfları da devletin borçlanması açısından bir kaynak oluşturmaktadır.

Bankalar, taahhütlerine karşılık olarak ekonominin gidişine göre belirli oranda disponibil değer bulundurmaları zorundadırlar. Bankalar için umumi disponibilite oranları Yeni Türk Lirası yükümlülükler için yüzde 4, yabancı para yükümlülükler için yüzde 1 olarak uygulanmaktadır. Disponibil değer olarak sadece bankaların Merkez Bankasında tutmuş oldukları DİBS'ler kabul edilmektedir.

Zorunlu olarak T.C. Merkez Bankasına yatırılan disponibilitenin belirli bir kısmı kasada, kalan kısmı ise devlet iç borçlanma senetlerine yatırılarak, Merkez Bankası nezdinde açılacak hesaplarda tutulur. T.C. Merkez Bankası nezdinde bankalarca tutulması gereken zorunlu karşılıklar ise, T.C. Merkez Bankası tarafından ekonominin gidişine göre belirlenmektedir. Bankalar ve özel finans kurumları için zorunlu karşılık oranı Yeni Türk Lirası yükümlülüklerinde yüzde 6, yabancı para yükümlülüklerine yüzde 11 olarak uygulanmaktadır.

Bankalar böyle bir yasal zorunluluk dışında kendi istekleriyle de iç borçlanma senetleri almaktadırlar. Eğer bankaların fazla rezervleri varsa kredi işlemlerini sınırlandırmadan fazla rezervleri ile iç borçlanma senetlerinden alacaklardır.

Devletin çıkardığı iç borçlanma senetlerinin en büyük alıcısı bankalardır. Çünkü hükümetçe izlenen ekonomik politikalar, yasalarla getirilen zorunluluklar, iç borç senetleri faiz gelirlerindeki vergisel avantajlar, bankaların karlarını maksimize etme isteği gibi nedenlerle, bankalar fonlarının büyük bir bölümünü devlet iç borçlanma senetlerine yatırmaktadırlar.¹⁵ Sigorta şirketleri de devlet borçlanmasını desteklemek açısından bankalardan farklı değildir.

Tablo 1.2 yukarıda söylenenleri doğrular niteliktedir. İncelenen dönemin başından beri bankalar iç borçlanma senetlerinin en büyük alıcısı durumundadır. 2005 yılı itibariyle bankaların payı, % 86.7'dir.

Devlet bankalardan borçlanarak elde ettiği fonları, harcamalarında kullanmaktadır. Bu harcamalar bireylerin eline gelir olarak geçtiğinden, bu gelirler yeniden mevduat olarak bankalara geri dönmekte ve banka mevduatı artmaktadır. Bu döngü, kaydi para (banka parası) yaratarak; para ve kredi hacmini şişirip ekonomide enflasyonist baskı yaratmaktadır.

¹⁵ Ahmet Erol, "Borçlanmanın Ekonomik Etkileri", **Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Şubat-2004, Yıl 41, Sayı 479, s.72.

1.4.3. Sosyal Güvenlik Kuruluşları ve Ekonomik Kuruluşlardan Alınan Borçlar

Toplam iç tasarruflar içinde sosyal güvenlik kuruluşları önemli bir yer tutmaktadır. Çalışanların sosyal güvenliklerini sağlamak amacıyla kurulan sosyal güvenlik kuruluşlarında gerek çalışanların, gerekse işverenlerin belirli oranda ödedikleri primler ile toplanan paralar devletin borçlanması için güvenilir bir kaynak durumundadır.

Türkiye’de bu tür kamu kurum ve kuruluşu kapsamına T.C. Emekli Sandığı, Sosyal Sigortalar Kurumu ile Kamu İktisadi Teşekkülleri (KİT) girmektedir. Bu kurum ve kuruluşların fonlarının önemli bölümünün devlete borç sağlamada kullanılması, ilgili kurum ve kuruluşların yasalarından kaynaklanmaktadır.

Tablo 1.2’ye bakıldığında, bankalardan sonra kamu sektörünün iç borçlanma senetlerini ellerinde tutan ikinci önemli alıcı olduğu anlaşılmaktadır. 2005 yılı itibariyle kamu sektörünün payı hemen hemen % 10’dur.

1.4.4. Özel Kişi ve Kuruluşlardan Alınan Borçlar

Bireyler elde ettikleri gelirin bir kısmını tüketir bir kısmını da tasarruf ederler. Bazıları ise bu tasarruflarını, belli bir süre kullanmaktan vazgeçip faiz geliri elde etmek

üzere iç borç senetlerine yatırırlar. Bunun için elde edecekleri faiz gelirin tasarruflarından vazgeçme maliyetini karşılayacak düzeyde olması gerekir.

Gelişmekte olan ülkelerde, kişi başına düşen gelir düzeyinin düşük olması, marjinal tüketim eğiliminin yüksek olması ve enflasyonist baskılar nedeniyle tasarruf olarak biriktirilen miktar sınırlıdır. Bu gibi nedenlerle özel kişi ve kuruluşlardan alınan borçların toplam devlet borçları içindeki payı düşük kalmaktadır.

Tablo 1.2 incelendiğinde, 2005 yılı itibariyle iç borç senetleri alıcılarından özel sektörün payı % 3.4 iken, tasarruf sahiplerinin payı sıfır olarak gözükmektedir. İncelenen dönem içinde, her iki kesiminde payları göreceli olarak hep düşük seyretmiştir. Yalnızca 1994 krizi döneminde tasarruf sahiplerinin payı % 16'ya kadar yükselmiş olup daha sonra tekrar düşmüştür.

1.5. İç Borç Yönetimi

Borç yönetimi borçlanmadan daha geniş bir kavramdır. Borç yönetimi, bazı ekonomik amaçların sağlanmasına yönelik olarak borçların miktar ve yapısında gerekli değişikliklerin yapılmasını ifade eder.¹⁶ Devlet borçların gerek miktarında gerekse bileşiminde meydana getirdiği değişikliklerle ekonomik bir politika oluşturmaya çalışır. Amaç ekonomik konjoktüre göre bir ekonomik politika takip etmek olup kullanılan

¹⁶ İzzettin Önder, Hülya Kirmanoğlu, Yeşim Kartallı, **Kamu Açıkları ve Kamu Borçları “Teori ve Türkiye Üzerine Bazı Gözlemler”**, Türk Harb-İş Sendikası, 1995, s.29.

araçlar borcun miktarı ile borcun bileşimi olduğundan, borcun miktarı ve borcun bileşimine borç yönetim faktörleri adı verilir.¹⁷

Borç yönetiminde iki temel amaç vardır. Bunlardan biri, bütçe düzeyinde borç yükünün asgari düzeyde tutularak bütçe yükünü en düşük düzeyde tutmak, diğeri ise ekonomik istikrarın sağlanmasına yöneliktir. Bu iki temel amaç yanında borçların gelir dağılımı ve kaynak dağılımı üzerindeki etkileri de vardır.

Bütün bu amaçlar bir arada düşünüldüğünde, borç yönetimi gelir-gider dengesini sağlamanın basit bir aracı olmaktan çok daha karmaşık bir yapıya sahiptir.

1.5.1. İç Borç Yönetimi ile İlgili Genel Açıklamalar

İç borçlanma yoluyla, ekonomik dalgalanmalarla (enflasyon ve deflasyon) mücadele edilebilmektedir.¹⁸ İç borçlanma kullanılmayan fonların üretime katılmasını sağladığı ölçüde kalkınmayı hızlandırmakta ve ekonomik istikrarı sağlamaktadır. Durgunluk içinde bulunan bir ekonomide devlet borçlanarak yeni fonlar elde edip kamu yatırımlarını arttırarak ekonomiye bir canlılık kazandırabilir. Yada borçlanmasını azaltarak piyasadaki ödünç verilebilir fonları özel kesime yönlendirerek durgunluk ile mücadele edilebilir. Öte yandan, enflasyonist baskılar ile mücadelede borçlanma para politikasına yardımcı bir araç olarak gündeme gelebilir.

¹⁷ Macit İnce, **Devlet Borçları ve Türkiye**, Gazi Kitabevi, 2001, s.331.

¹⁸ Nezihe Sönmez, “Borçlar ve Borç İdaresi”, **Türkiye İktisat**, Yıl.3, Sayı.8, Mayıs 1990, s.23.

Borç yönetiminin önemli konularından birisi iç borçlanma senetlerinin faiz oranıdır. İç borçların bütçe yükü faiz ödemeleri ile ortaya çıkmaktadır. Devlet borçlarının faiz oranı piyasa faiz oranının altında kaldığı durumda borçların bütçeye olan yükü azaltılmış olacaktır. Kısa vadeli borçlarda böyle bir fark oluşturmak pek mümkün değilken, uzun vadeli borçlarda bu iki faiz haddi arasında bir fark ortaya çıkabilir.¹⁹ Piyasa faiz oranları yükseldiğinde veya gelecek dönem faiz oranları ile ilgili bir belirsizlik söz konusu olduğunda borç yönetiminin düşük faizli ve uzun dönemli borçlanma araçlarını satması zorlaşır. Ekonomide kısa vadeli borçlanma araçları tercih edilir. Devlet borçlanabilmek için yüksek oranlı faiz vermek zorunda kalır. Bu durum, bütçe açıklarının artmasında önemli bir etkidir.

Bütçe yükü açısından düşünüldüğünde, akılcı bir borç yönetimi enflasyonist eğilimlerin arttığı ve faiz hadlerinin yükselme eğilimine girdiği dönemlerde uzun vadeli borçlanmaya gider. Bu şekilde, ilerde faizler yükseldiğinde devlet düşük faiz ödeyerek bütçe yükünü hafifletmiş olur. Buna karşılık faiz hadlerinin düşeceği beklentisinin olduğu dönemlerde ise kısa vadeli borçlanmaya gitmek anlamlı olacaktır.

Borç yönetiminin önemli diğer bir konusu, borç senetlerinin vade yapısının ekonomik konjoktüre göre belirlenmesidir. Yüksek enflasyon dönemlerinde piyasadaki likiditenin azaltılması amacıyla uzun vadeli borçlanmaya gitmek önem kazanmaktadır.

¹⁹ İ. Önder, H. Kirmanoğlu, Y. Kartallı, age, 1995, s.29.

Böylece likidite sınırlanmaya çalışılacaktır. Resesyon dönemlerinde ise, likidite miktarının arttırılması amacıyla kısa vadeli borçlanma tercih edilir. Kısa vadeli borçların yönetimi uzun vadeli borçlara göre daha zor olduğundan borçların uzun vadeli olması tercih sebebidir. Buna rağmen, uzun vadeli borç senetlerinin faiz haddi yüksek olduğundan, bütçe yükü artmış olur.

1.5.2. İç Borçlanma Araçlarının Satış Yöntemleri

İç borçlanma senetleri halka satılırken değişik teknikler kullanılmaktadır. Her satış tekniği için ayrı bir kurumsal yapıya ihtiyaç duyulmaktadır. Hangi satış tekniğinin kullanılacağı, satış tekniklerinin yanında kullanılacak kurumlar ile Hazine arasındaki ilişkilere de bağlıdır.

1.5.2.1. İhale Yöntemiyle Borçlanma

İhale yöntemiyle borçlanma, tek fiyat yöntemiyle ihale ve çoklu fiyat yöntemiyle ihale olmak üzere iki ana grupta incelenebilir.

Tek fiyat yöntemiyle ihalede, alıcılar farklı fiyat teklifleri verirler, ihaleyi kazandıkları takdirde ihaleyi kazanan fiyattan ödeme yaparlar. Tüm alıcılara tek bir fiyat uygulanmış olur.

Çoklu fiyat yöntemiyle ihalede, alıcılar farklı fiyat teklifleri verirler, ihaleyi kazandıkları takdirde teklif ettikleri fiyattan ödeme yaparlar. Buradaki ihale yöntemi üç ayrı şekilde uygulanabilir.²⁰ İlk olarak, Hazine borçlanmanın vadesini ve borçlanmak istediği miktarı ilan edip faizin oluşumunu ihaleye bırakır. İhale için konulan azami miktara ulaşıncaya kadar yapılan teklifler kabul edilir ve buna göre teklifi kabul edilenlere ödenecek faiz miktarı ortaya çıkar. İkinci olarak, Hazine borçlanmanın vadesini ve faizi belirleyip borçlanacağı miktarı ihaleye bırakır. Son olarak, Hazine sadece vadeyi belirleyip miktar ve faizi ihaleye bırakır.

Genel olarak borçlanma ihalelerinde belirsizlik ne kadar büyük olursa faiz oranı da o kadar yüksek olmaktadır. Bu nedenle yaygın olarak kullanılan ihale yöntemi, Hazinenin miktar ve vadeyi belirleyip yalnızca faizin belirlenmesini ihaleye bıraktığı yöntemdir. Çoklu fiyat sisteminin en önemli sakıncası, büyük tasarruf sahiplerinin veya bankaların yüksek miktarda alım yapmaları halinde, küçük tasarruf sahiplerinin hazine bonusu ve devlet tahvillerini yüksek fiyatlardan satın almak zorunda kalmalarıdır.

Risk ve belirsizliğin düşük olduğu ve Hazinenin kredibilitésinin iyi olduğu bir durumda, Hazine tek fiyat sistemiyle borçlanma maliyetini daha kolay düşürebilir. Kredibilitésinin azaldığı dönemlerde ise, çoklu fiyat sistemi Hazinenin borçlanabilmesi için bir zorunluluk olarak ortaya çıkabilir.

²⁰ M. Eğilmez, age, 1997, s.61.

1.5.2.2. Sürekli Borçlanma (TAP Yöntemi)

Bu yöntemde, ihale yöntemindeki gibi ihale dönemlerine ve vadelere bağlı olarak borçlanma yerine sürekli olarak ve çeşitli vadelerde borçlanmak mümkündür. Hazine belirli miktar ve vadelerde çıkaracağı tahvilleri sürekli olarak satışa hazır tutar. Bu şekilde ihale gününü beklemeden her an satın alınabilecek tahviller bulunabilmektedir.

Hazine iç borçlanmanın vadesini uzatmak ve faiz ödemelerini daha geniş bir zamana yaymak amacıyla 1987 yılından itibaren TAP yöntemini kullanmaktadır. İhale yöntemi ile satılmayan 1 yıldan uzun vadeli tahvillerin satışı da TAP yöntemi ile gerçekleştirilebilmektedir. Hazine, yatırımcıların istedikleri zaman satın alabilecekleri uzun vadeli değişken faizli tahvilleri Merkez Bankasına depolamaktadır. Merkez Bankası bu tahvillerin satışı süresi içinde aracı ve depolayıcı görevi görmektedir.²¹

Ekonomide faizler yüksek değilse ve istikrarlıysa TAP yöntemi Hazinesinin borçlanma maliyeti açısından bir sorun çıkarmaz. Aksi durumda, bu yöntem faiz oranlarını arttırabilir.

1.5.2.3. Halka Satış

Hazine 1992 yılından itibaren bankalar ve aracı kurumlar vasıtasıyla doğrudan halka arz yöntemiyle yeni bir borçlanma şekli getirdi. Belirli olaylara dayandırılarak

²¹ M. İnce, age, 2001, s.112.

çıkarılan bu tahviller genellikle sabit faizle halka satılır. Savaş gibi olağanüstü hallerin varlığı yada yeni bir kalkınma planının finansmanı gibi olaylar bunlara örnektir.

1.5.3. Olağanüstü Borç Yönetim Politikaları

Devlet borçlarının normal yönetimi, borçların ödenme zamanı geldiğinde ödenmesi demektir. Devlet olağanüstü durumlarda ise, ödenme zamanı gelmiş yada yaklaşmış borcunu ödemeyebilir. Borç yönetimi için istisnai bir durumdur. Olağanüstü borç yönetim işlemleri olarak konsolidasyon ve konversiyon borcun yapısını değiştiren uygulamalardır. Devlet ekonomik düzende bir takım etkiler yaratmak amacıyla bu politikalara başvurabilmektedir. Bunun dışında erteleme, yeniden finansman, borcun sermayeye dönüştürülmesi gibi yöntemlere de başvurulabilir.

1.5.3.1. Konsolidasyon (Tahkim)

Bir borcun anapara veya faizinin vadesi geldiğinde geri ödenemeyeceği anlaşılırsa ya borçlu tek taraflı olarak (zorunlu tahkim) yada iki taraf anlaşarak (isteğe bağlı tahkim) vade uzatılabilmektedir. Tahkimi, vadesi gelmiş ya da kısa vadeli borçların uzun vadeli veya süresiz borç haline getirilmesi olarak tanımlamak mümkündür. Buna bağlı olarak faiz ödemeleri de artmaktadır. Çünkü uzun vadeli borçlara uygulanan faiz oranları kısa vadeli borçlara göre daha yüksektir. Konsolidasyonun ekonomik açıdan sonucu, deflasyonist etkiler yaratmasıdır.

Türkiye’de ki konsolidasyon kanunları genellikle kamu kurum ve kuruluşlarının kaynak yetersizliği nedeniyle ödeyemedikleri borçlarına yöneliktir. Bu yöntem, devlete olan güveni sarsan bir durum meydana getirir. Özellikle zorunlu tahkim durumunda alacaklıların tasarruflarını kullanma hakları engellenir.

1.5.3.2. Konversiyon (Değiştirme)

Konversiyon işleminde borcun anapara tutarı ve vadesi değişmediği halde ödenecek faiz miktarı değişir. Böylece borç yükünün hafifletilmesi amacıyla borçlunun ödeyeceği faiz oranında bir indirim yapılmış olur. Burada da zorunlu ve isteğe bağlı değiştirme söz konusudur.

Konversiyon işlemine özellikle son zamanlarda başvurulduğu pek görülmemektedir. Bunun nedeni, faiz oranlarında düşme eğiliminin yada önemli azalmaların olmayışıdır. Uygulanması halinde ise faiz oranlarında düşük bir indirim olacağından etkinin önemli olması beklenmemektedir.

2. FAİZ ORANI VE DÖVİZ KURU HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Bu bölümde genel olarak faiz oranı ve döviz kurunun nasıl belirlendiğine kuramsal olarak değinildikten sonra Türkiye ekonomisinde faiz oranı ve döviz kurunun gösterdiği gelişim incelenecektir.

2.1. Faiz Oranının Belirlenmesi

Faiz, üretim faktörlerinden birisi olan sermayenin belirli bir süre için kullanılması veya alıkonulması nedeniyle ödenen miktardır.¹ Yani faiz, sermaye sahiplerinin belli bir dönem için paranın likiditesinden vazgeçip kredi kullandırmalarının bir karşılığıdır. Faiz, borç veren için bir gelir borç alan için bir maliyet unsurudur. Diğer taraftan, piyasa ekonomisinde istikrarın oluşumunda önemli bir işleve sahip olan faiz, aynı zamanda kaynakların tüketim ve tasarruf şeklindeki bölüşümünü etkiler.

Parasal makro büyüklüklerdeki değişikliklerin reel ekonomiyi etkilemesinde önemli bir faktör olan faiz kavramının teorik olarak incelenmesi gerekmektedir. Bu konudaki kuramsal görüşler, tarihsel açıdan beş başlık altında özetlenebilir²: Klasik, Wicksell, Keynes, Hicks-Hansen ve Tobin'in görüşleri.

¹ H. Seyidoğlu, age, 1992, s.248.

² Nur Keyder, **Para Teori-Politika-Uygulama**, 1996, s.295.

2.1.1. Klasik Faiz Kuramı

Klasik kuramda faiz oranı reel bir değişken olup denge faiz düzeyini belirleyen faktörler tasarruf arzı ve talebidir. Burada faiz tasarrufun arz fiyatı olarak düşünölmektedir.³ Faiz haddi yükselince (düşünce) tasarruf miktarı da artar (azalır). Faiz haddinin ikinci belirleyicisi olan yatırım talebi ise faiz haddi ile ters bir ilişki içindedir.

Paranın faiz oranı üzerinde bir etkisi yoktur. Parayı sadece bir örtü olarak görürler. Parasal artış olsa bile uzun dönemde faiz oranı değişmeyecektir. Ancak reel faktörlerin değişmesi faiz haddini etkileyecektir. 1930'lara kadar bir çok ekonomist faiz oranlarının klasik kuramın açıklamalarına göre oluştuğuna inanıyordu.

Fisher faiz oranları ile ilgili fisher denklemi olarak anılan bir hipotez geliştirmiştir. Buna göre, faiz oranını asıl belirleyen etmen (beklenen) enflasyondur. (Beklenen) Reel faiz oranı, nominal faiz oranından beklenen enflasyonun çıkarılmasıyla elde edilir.

$$r^e = i - \pi^e$$

³ Sadun Aren, **İstihdam Para ve İktisadi Politika**, Savaş Yayınları, 1992, s.18.

Uzun dönemde, enflasyondaki bir artış tümüyle nominal faiz oranlarına yansır.⁴
Çünkü uzun dönemde reel faiz oranları sabit kabul edilir.

2.1.2. Wicksell'in Ödünç Verilebilir Fonlar Kuramı

Wicksell klasik reel faiz analizine parasal unsuru katarak, teoriyi daha gerçekçi bir tabana oturtmuştur.

Wicksell'e göre iki tane faiz oranı bulunmaktadır: doğal ve parasal faiz oranları. Doğal faiz oranı, işletilen reel sermayeden sağlanan kar oranı; parasal faiz oranı ise bankaların kredi üzerinden talep ettikleri faiz oranı şeklinde tanımlanmıştır.⁵ Bu iki oran birbirine eşitse ekonomide fiyatlar değişmemekte, bu iki oran birbirinden farklılık gösterdiğinde ise ekonomide tepkiler oluşmaktadır. Ekonomide parasal faiz oranı doğal faiz oranının üzerine çıktığında yatırımlar azalacak ve ekonomide durgunluk başlayacaktır. Ters durumda ise, ekonomi enflasyon sürecine girecektir.

Wicksell'e göre sermaye piyasasındaki ödünç verilebilir fon arzını tasarruflar ve parasal genişleme belirlerken, fon talebini yatırım talebi ve atıl para talebi belirlemektedir. Bu durumda denge faiz oranı, ödünç verilebilir fonlar arzı ve talebini eşitleyen parasal faiz oranıdır.

⁴ Hakan Berument ve Kamuran Malatyalı, "Determinants of Interest Rates in Turkey", **TCMB Discussion Paper:9902**, 1999, s.2.

⁵ N. Keyder, age, 1996, s.295.

2.1.3. Keynes'in Faiz Kuramı

Klasik ve neoklasiklerin faiz hakkındaki teorileri ve paranın önemli bir değişken olmadığı yönündeki görüşleri Keynes tarafından eleştirilmiştir. Faiz için insanların tasarruf yapması ve bunu saklaması değil, tasarrufların ödünç verilmesi yani paranın likiditesinden vazgeçilmesi gerekmektedir. Faiz likiditeden vazgeçmenin bir bedelidir.

Keynes'de faiz oranı parasal bir değişkendir. Faiz oranı (i), tasarruf ve yatırım harcamalarından bağımsız olarak para arz ve talebine göre belirlenmektedir. Keynes, para arzının (M) mevcut para stokundan oluştuğunu söylerken para talebinin (M) çeşitli faiz seviyelerinde insanların işlem, ihtiyat ve spekülasyon saikiyle ellerinde tutmak istedikleri para miktarından oluştuğunu belirtmektedir.⁶ O halde faiz haddi şu şekilde ifade edilebilir:

$$i = f(M, L)$$

Keynes'in faiz teorisinde tasarruf ve yatırım harcamalarının faiz haddinin belirlenmesinde bir önemi yoktur. Keynes'in faiz teorisi tamamen para stoku analizidir.

Keynes'in analizinde faizin iki temel işlevi vardır:⁷

⁶ S. Aren, age, 1992, s.29.

⁷ N. Keyder, age, 1996, s.296.

i) Faiz, tasarrufun finansal aktiflere yatırılması ile para olarak tutulması arasındaki seçimi belirler. Gelirin tüketim ve tasarruf arasındaki dağılımına karar verildikten sonra insanlar tasarruflarını ne şekilde tutacaklarına karar verirler. Faiz oranı ne kadar yüksekse spekülâtif para talebide o kadar düşük olacaktır.

ii) Faiz oranının ikinci işlevi, para piyasası ile reel piyasa arasında ilişki kurmaktır. Parasal kesimde belirlenen faiz oranı, yatırım talebi yoluyla reel sektörü etkiler.

2.1.4. Hicks-Hansen'ın Neo-Keynesyen Sentezi

Hicks-Hansen'in faiz kuramı, Klasik ve Keynesyen kuramların bir sentezi olarak kabul edilebilir. Faiz oranı ile gelir düzeyinin belirlenmesi, reel ve parasal kesimde birlikte gerçekleşmektedir. Bu yaklaşıma IS-LM analizi adı verilir. IS eğrisi, mal piyasasını dengeye getiren faiz oranı-gelir bileşimlerini gösterirken; LM eğrisi, para talebini para arzına eşit kılan faiz oranı-gelir bileşimlerini gösterir. IS-LM'in kesiştiği noktada mal ve para piyasasını aynı anda dengeye getiren faiz oranı-gelir bileşimi elde edilmiş olur.

2.1.5. Tobin'in Portföy Kuramı

İnsanlar servetlerini değişik yatırım araçları arasında bölüştürerek değerlendirebilmektedirler. Böylece değişik servet unsurları değerlendirilerek karma bir portföy oluşturulmuş olmaktadır.

Tobin'de bu gerçeği gözönünde bulundurarak Keynes'in yaklaşımını geliştirmiştir. Bu kurama göre, insanlar değişik servet kalemleri arasında seçim yaparlarken, bunların getirileri yanında risklerini de hesaba katmaktadırlar. Bu şekilde risk ve getiri hesabı yaparak değişik servet kalemlerinden oluşan optimal bir portföy oluşturulabilmektedir. Burada portföy dengesi, alternatif yatırım araçlarının getiri oranları eşitlendiğinde kurulmaktadır.

Portföy seçimi kuramına göre, insanlar parasal, finansal ve reel aktiflerden oluşan portföylerini her an aktiflerin görelî fiyatlarına ve randımanlarına göre düzenlerler. Yatırımcı, fiyatları belirsiz bir şekilde değişen varlıkların risklerine karşı güvence olarak portföylerinde güvenli bir varlık tutmak ister.⁸ Para bu açıdan güvenli bir varlıktır. Bu çerçevede, para talebi diğer varlıkların beklenen getirileri kadar riskine de bağlıdır.

Portföy dengesi yaklaşımına göre, faiz oranının belirlenmesinde sadece para arzı ve talebi değil diğer yatırım araçları da önemli bir rol oynamaktadır.

⁸ Rudiger Dornbusch, Stanley Fischer, **Makroekonomi**, McGraw Hill-Akademi, 1998, s.383.

2.2. Türkiye Ekonomisinde Faiz Oranlarının Gelişimi

Yukarıdaki bölümde kurumsal bir çerçevede incelenmeye çalışılan faiz kavramı, sanki alıcı ve satıcılar tarafından piyasada belirlenen tek bir oran varmış gibi kullanılmaktadır. Oysa gerçek hayatta bono ve tahvil faizleri, interbank faizleri, mevduat faizleri, ipotek faizleri, kredi faizleri gibi farklı varlıklara ödenen oldukça değişik faiz oranları bulunmaktadır. Bu bölümde iç borçlanma kağıtlarına uygulanan faiz oranlarının gelişimi ele alınacaktır.

Türkiye’de iç borçlanma faiz oranları yüksek seviyelerde bulunmaktadır. Türkiye’de sürekli açık veren kamu kesiminin borçlanma gereğinin artış hızı, mali sistemin artış hızından büyük olduğu sürece faiz oranlarında da yukarı doğru bir baskı oluşacaktır. Bu baskıyı kuvvetlendiren diğer bir etken, kamunun iç borç stokunun mali sistem içindeki payının yükselmesi ile borçlanma araçlarını tutmanın riskliliğinin artmasıdır. Bu durumda yatırımcılar fazladan bir risk primi talep ederler. Bu durumda iç borç faizlerinin de yüksek olması doğal bir sonuç haline gelir.⁹

Hakan Berument ve Kamuran Malatyalı yapmış oldukları çalışmada (1999)¹⁰, Türkiye’de ki faiz oranlarının oluşumunu Fisher’in teorisini kullanarak açıklamışlardır. Bu çalışmada, Türkiye’deki faiz oranları hareketlerini anlayabilmek için Fisher’in

⁹ Fatih Özatay, Emin Öztürk ve Güven Sak, “1980 Sonrası Kaynakların Kamu ve Özel Sektör Arasında Paylaşımı ve Sonuçları”, **Tüsiad Yayınları**, Yayın No.T/96-1/189, 1996, s.35.

¹⁰ H. Berument ve K. Malatyalı, age, 1999, s.17.

modeline enflasyon riski dahil edilmiştir. Faiz oranlarının beklenen enflasyondan daha az arttığı ileri sürülmüştür. Çünkü yüksek enflasyon dönemlerinde reel faiz oranı düşmektedir. Aynı zamanda enflasyon riski hem faiz oranlarını arttırır hem de borçlanmanın vadesini düşürür. Buna göre, iç borçlanma faiz oranları beklenen enflasyondan ve enflasyon riskinden etkilenmektedir.

1990-2005 dönemi Türkiye’de ki devlet iç borçlanma senetlerinin faizleri ile mevduat faizleri Tablo 2.1’de gösterilmiştir.

Tablo 2.1

İç Borçlanma Kağıtlarına ve Vadeli Mevduatlara Uygulanan Faiz Oranları

Yıllar	Hazine iskontolu ihaleleri yıllık bileşik faiz oranları	Mevduat Faiz Oranı (1)
1990	53.0	59.4
1991	80.0	72.7
1992	86.5	74.2
1993	86.7	74.8
1994	158.0	95.6
1995	123.2	92.3
1996	134.2	93.8
1997	124.5	96.6
1998	115.5	95.5
1999	109.6	46.7
2000	36.2	45.6
2001	99.6	62.5
2002	62.7	48.2
2003	46.0	28.6
2004	24.7	22.1
2005	16.3	20.3

Kaynak: Merkez Bankası, Üç Aylık Bülten 2005-II Nisan-Haziran, s.55 ve

www.hazine.gov.tr, t.12.03.2006

(1) 1 yıl vadeli mevduat faiz oranları alınmıştır.

Tablo 2.1'den de görülebileceği gibi 1990 yılından itibaren iç borçlanma faiz oranları bir artış trendi içine girmiştir. Özel kesimin fon kaynakları sınırlı olduğundan devletin iç borçlanması artıkça vadeler kısalmış ve faiz yükü artmıştır. Özellikle kriz dönemlerinde kısa vadeli borçlanmak zorunda kalan devlet vadesi gelen iç borçları ödemekte zorlanmaya başlamış, borcu borçla ödemek zorunda kalarak borç verenler karşısında pazarlık gücünü kaybetmiştir.¹¹ Borçlandıkça faiz yükünün, faiz yükü arttıkça borçlanmanın arttığı bir kısır döngüye girilmiştir.

Yüksek kamu açıklarının yanı sıra 1994 yılından sonra kamu kesiminin net dış borç ödeyicisi durumunda olması, yeterince derin olmayan yurt içi mali piyasalar üzerinde baskı oluşturarak faiz oranını yükseltmiştir. Diğer taraftan, yüksek ve değişken enflasyon oranı risk primini arttırarak faiz oranlarını arttırmıştır. Bu şekilde 2001 yılına kadar artan iç borçlanma faiz oranları faiz giderlerinin bütçe içerisindeki payını hızla arttırmıştır. Nitekim, 1990 yılında toplanan her 100 liralık verginin 31 lirası faiz ödemek için kullanılırken, 1999 yılında bu rakam 72, 2000 yılında ise 77 liraya yükselmiştir.¹² Bu durumda devlet eğitim, sağlık, adalet gibi asli fonksiyonlarına yeterli kaynak ayıramamaya başlamıştır.

2001 yılında uygulanmaya başlanılan güçlü ekonomiye geçiş programı ile borç dinamiğinin sürdürülebilirliği açısından büyük bir öneme sahip iç borçlanma nominal

¹¹ Osman Demir, "Türkiye Ekonomisi Sorunlar, Hatalar ve Krizler", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 2003, s.94.

¹² Hazine Müsteşarlığı, Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar, 2001, s.6.

faiz oranının düşürülmesi hedeflenmiştir. Faiz oranlarının oluşmasında beklentilerin önemli bir payı vardır. Ekonomiye olan güvenin yeniden tesis edilmesi ile ve kamu sektörünün iç borçlanma ihtiyacının azalarak borçlanılabilir fonlar üzerindeki baskının hafiflemesiyle faiz oranlarının düşürülmesi hedeflenmiştir. Bu hedefler doğrultusunda 2001 yılından itibaren iç borçlanma nominal faiz oranları düşmeye başlamış, 2001 yılında % 99.6 olarak gerçekleşen oran 2005 yılında % 16.3'lere kadar düşmüştür.

Tablo 2.1'de iç borçlanma faiz oranları mevduat faiz oranları ile karşılaştırılmıştır. Tablo incelendiğinde genel olarak iç borçlanma faizlerinin mevduat faizlerinden daha yukarıda seyrettiği görülmektedir. Özellikle kriz dönemlerinde aradaki fark daha da açılmıştır. Buradan iç borçlanma faizlerinin mevduat faizlerini yükselttiği sonucu çıkartılabilir. İç borçlanma faiz oranlarının piyasa faiz oranını belirleyen önemli bir etken olduğu ifade edilebilir. Faizlerin yükselmesi diğer finansal piyasaları da etkilemektedir. Örneğin İMKB endeksi 1990'lerden beri dünya ölçeklerine göre çok düşük bir düzey olan 2 sent düzeyini 1999 yılına kadar geçememiştir.¹³ Bunu çok yüksek borçlanma faizlerinin diğer alternatif yatırım araçları üstünde yarattığı büyük baskıyla açıklamak mümkündür.

¹³ Fulya Alpan, "Türkiye'de İç Borçlanma ve Para Arzının Finans Piyasasındaki Kısa ve Uzun Dönemli Beklentiler Üstündeki Etkisinin Band Spektrum Yöntemi ile Çözümlemesi", **Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl 37, Aralık 2000, s.67.

Özet olarak Türkiye'nin borç stokunun sürdürülebilirliği konusundaki problemi, borcun vadesinin kısılgı ve reel faizin yüksekliğidir.¹⁴ İstikrarın sağlanması ile birlikte risk priminin azalması sonucu iç borçlanmada reel faizin düşmesi ve vadenin uzaması ile borcun döndürülmesi kolaylaştırılmış olacaktır.

2.3. Döviz Kurunun Belirlenmesi

Ulusal ekonomiler arasındaki uyum ve dengeyi sağlayan makroekonomik bir değişken olarak düşünölen döviz kurlarının nasıl belirlendiği önemli bir konudur. Döviz kuru, bir ölkenin uluslararası ilişkileri çerçevesinde düşünölmekle beraber, milli seviyedeki ekonomik politikalardan ayırt edilemez.

2.3.1. Döviz Kurunun Tanımı

Döviz kuru genellikle belli bir yabancı para birimi temel alınarak ifade edilir. Buna göre, *döviz kuru* bir birim yabancı paranın değiştirilebildiği ulusal para miktarı olarak tanımlanabilir.¹⁵ Ülke paralarının birbirine çevrildikleri piyasaya ise *döviz piyasası* denir.

¹⁴ Nur Keyder, "Kur Değişimi ve Türkiye'de Borcun Sürdürülebilirliği", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Haziran-2003, s.64.

¹⁵ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama**, Güzem Yayınları, 1996, s.289.

O halde, her paranın diğer paralar karşısında bir kuru bulunmaktadır. Bir ülke parasının, bir başka ülke parası cinsinden belirtilmesi durumundaki döviz kuruna *düz kur* denir.¹⁶ Fakat ülke paraları arasında başka paralar vasıtasıyla oluşan kurlarda vardır. Bu şekilde, üçüncü bir ülke parası cinsinden iki ülke parası arasındaki kura *çapraz kur* denir. Eğer düz kur ile çapraz kur arasında fark varsa spekülörler bu farktan yararlanmak için harekete geçerler ve fark kısa zamanda ortadan kalkar. Spekülörlerin kur farklarından istifade ederek kurun düşük olduğu piyasadan satın alıp, kurun yüksek olduğu piyasada satmalarına ise *döviz arbitrajı* denir. Böylece bir kar elde etmiş olurlar.

Bir birim yabancı paranın ulusal para cinsinden fiyatına *nominal döviz kuru* denir. Nominal döviz kurunun yükselmesi nominal değer kaybı olarak nitelendirilir. Bu durumda milli paranın değeri düşer. Diğer taraftan nominal döviz kurunun düşmesi nominal değer kazancı olarak adlandırılırken milli paranın değer kazanması anlamına gelir.¹⁷ *Reel döviz kuru*, yurtdışı fiyat düzeyi (P*) ile nominal döviz kuru (e) çarpımının yurt içi fiyat düzeyine (P) oranıdır. Aşağıdaki şekilde gösterilebilir.

$$R = \frac{e P^*}{P}$$

Bu eşitlik ulusal para cinsinden yurtdışı ve yurtiçi fiyatlar arasındaki oranı veya ulusal para birimi cinsinden nispi fiyat düzeyini gösterir.

¹⁶ Zeynel Dinler, **İktisada Giriş**, Ekin Kitabevi Yayınları, 1998, s.493.

¹⁷ Erdal M. Ünsal, **Makro İktisat**, İmaj Yayınevi, Ankara, 2005, s.114.

2.3.2. Döviz Kurunu Belirleyen Faktörler

i) Altın para standardında döviz kuru, para biriminin belli miktarda altın içermesi ve paranın altına altının paraya serbest bir biçimde çevrilebilmesi demektir. Altın standardında döviz kurları sabittir. 19. yüzyılda geniş bir uygulama alanı bulmuştur. Fakat birinci dünya savaşından sonra geçerli bir sistem olmaktan çıkmıştır.

ii) Kağıt para sisteminde, her ülke kendisine özgü ve altına çevrilmeyen kağıt paralara sahiptir. Bugün her ülke parasını istediği gibi yönetmektedir. Burada döviz kurunu belirleyen bazı teoriler vardır.

a) **Satın Alma Gücü Politikası Teorisi.** İki ayrı ülkenin paraları arasındaki pariteyi belirlemek için, bunların satın alma güçleri dikkate alınmaktadır.¹⁸ Bu yaklaşıma göre döviz kurları ulusal paranın iç satın alma gücünü yansıtmalıdır. Paranın iç satın alma gücü ise fiyatlar genel düzeyi ile ters orantılıdır. Bu teoriye göre örneğin, Türk Lirasının Dolar karşısındaki değerindeki değişim, Türkiye ile ABD enflasyonları arasındaki farka eşittir. Ancak 1973 yılından sonra bu teoriye ters sonuçlar elde edilmiştir. Uzun dönemde bu teorinin geçerli olduğu düşünülürken, kısa dönemde döviz kurlarının satın alma gücü paritesi değerinden saptığı ileri sürülmektedir.

b) **Cari Ödemeler Bilançosu Teorisi.** Döviz kurları da herhangi bir malın fiyatı gibi arz ve talebe göre oluşur. Bu teoriye göre, döviz kurları bilançosunun aktif ve

¹⁸ S. Aren, age, 1992, s.147.

pasifine yazılan işlemlerin sonucu olan döviz arz ve talebi tarafından belirlenir. Döviz kurları arz ve talep kanununa tabidir. Kur paranın arz ve talebine göre oluşurken döviz kuru denge noktasında oluşur. Örneğin, Türkiye çeşitli dış ödeme gereksinimlerini karşılamak üzere Türk Lirası arz ederken, yabancılarda Türkiye’de ki ödemeleri için Türk Lirası talep ederler. Fiyat arz ve talebin eşit olduğu noktada oluşur.

c) Farklı Faiz Oranları Paritesi Yaklaşımı. Ülkelerarası faiz oranı farkları ile döviz kuru karşılaştırılmaktadır. Bu yaklaşımda, kur değişiklikleri faiz oranları farkı ile açıklanmaktadır. Teoriye göre faiz oranı yüksek olan ülke, düşük olan ülke ile arasındaki nema farkı kapanana kadar parasını devalüe edecektir.(veya diğer ülke revalüe edecektir.)

2.3.3. Döviz Kuru Sistemleri

Döviz kurları çeşitli şekillerde belirlenebilir. Bu sistemler aşağıda açıklanmıştır.

a) Sabit Döviz Kuru Sistemi. Paraların bir başka paraya veya sepete bağlanmasına veya başka paralar karşısında değerinin değiştirilmemesine sabit kur denir. 1944-1973 arasında uygulanan Bretton Woods Sistemi bir sabit kur sistemiydi. Bu sistem para değerinin altın cinsinden tanımlandığı bir altın döviz standardıdır. ABD

dolarının bu sistemde merkezi bir rolü bulunmaktadır. Her ülke sabit bir fiyattan parasını ABD dolarına bağlamıştır.¹⁹

b) Esnek Döviz Kuru Sistemi . Oynak kur yada dalgalı kur olarakta bilinen sistemde, döviz kurunun döviz piyasasında arz ve talep koşullarına göre serbestçe belirlenmesidir. Burada herhangi bir kuruluşun döviz kurlarını belirlemek amacıyla döviz alıp satması mümkün değildir. Serbest kur sisteminde dış denge sadece döviz kurlarının değişmeleriyle sağlanmaktadır. Arz ve talep koşullarında küçük değişiklikler döviz kurlarında büyük dalgalanmalara neden olabilmektedir. Buda serbest kur sisteminin önemli bir sakıncasıdır.

c) Kur Bantları Sistemi. Sabit döviz kuru ile esnek döviz kuru sistemlerinin özelliklerini içeren karma bir sistemdir. Milli paranın yabancı paralar karşısında dalgalanmaları sonucu oluşan fiili kur, hedef olarak belirlenen alt ve üst limitleri zorlamaya başlarsa Merkez Bankası müdahale eder. Burada döviz kurunun belli marjlar içinde dalgalanmasına izin verildiği için sabit kur rejiminden farklıdır. Kur bandı, sürekli bir politika olmaktan ziyade gerektiğinde başvurulmuş bir yoldur.

2.4. Türkiye Ekonomisinde Döviz Kurunun Gelişimi

Ülkelerarası fiyat farklılıklarına ek olarak, ülkelerarası göreceli faiz oranı farklılıkları da döviz kurunu etkilemektedir. Örneğin yurt dışında faiz oranları Türkiye

¹⁹ H. Seyidoğlu, age, 1996, s.294.

faiz oranlarına göre yüksekse, Türkiye’de ki yerleşikler daha fazla getiri elde etmek için yabancı finansal varlıklardan satın alacaklar ve bu durum döviz kurunu etkileyecektir.

Tablo 2.2’de 1990-2005 yıllarında Türkiye ekonomisinde yaşanan enflasyon ve döviz kurunda ki gelişmeler izlenebilmektedir.

Tablo 2.2
Döviz Kuru ve Enflasyondaki Gelişmeler

Yıllar	Dolar Kuru	Dolar Kurundaki Yıllık Değişim (%)	TEFE (%)
1990	0.00261	22.8	52.3
1991	0.00418	60.1	55.3
1992	0.00689	64.6	62.1
1993	0.01106	60.5	58.8
1994	0.02985	169.9	149.6
1995	0.04595	53.9	65.6
1996	0.08180	78.0	84.9
1997	0.15280	86.8	91.0
1998	0.26223	71.6	54.3
1999	0.42215	60.9	62.9
2000	0.62671	48.4	32.7
2001	1.23132	96.4	88.6
2002	1.51310	22.8	30.8
2003	1.50027	-0.8	13.9
2004	1.42920	-4.7	13.0
2005	1.42379	-5.7	3.0

Kaynak: Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Rapor 1993, s.113; 1999, s.138; 2003, s.116; 2005, s.113.

1989 yılında yürürlüğe giren 32 sayılı Kararname ile Türk Lirasının yabancı paralar karşısında konvertibilitesi sağlanmış; kambiyo kontrolleri kaldırılarak finansal sermayenin giriş ve çıkışı serbest bırakılmıştır. Böylece döviz kuru bir iktisadi araç olmaktan çıkıp dış etkenlerce belirlenen bağımsız bir değişken haline gelmiştir.

1994 yılında yaşanan finansal kriz sonucunda yüksek bir devalüasyondan sonra istikrar paketi uygulamasına gidilmiştir. Tablo 2.2'den 1994 yılındaki dolar kurundaki yıllık değişimin % 170 civarında olduğu görülmektedir. 1994 krizinden sonra kamu kesimi dış borçlanma yapamamış, kamu açığını kapatmak yanında dış borç geri ödemeleri için de iç borçlanma zorunluluğu gündeme gelmiştir. Dış kaynaklar azaldığından dolayı iç borçlanmayı sürdürmek için Hazine çok yüksek reel faizler ödemek zorunda kalmıştır. Yurt içi faiz hadlerinin bu kadar yüksek olması sonucu Türk lirası cinsinden mali varlıkların talebi döviz cinsinden mali varlıklara kıyasla artmıştır. Bundan dolayı Türk lirası reel anlamda değer kazanmış ve sıcak para akışı meydana gelmiştir. Reel faiz oranlarının yükselmesi TL'nin değer kazanmasının temel nedenidir.

9 Aralık 1999 tarihinde açıklanan ve amacı enflasyonu düşürmek olan para ve kur programının temel unsurlarından biri de sıkı döviz kuru politikasıdır. Kur sepetinin öngörülen 12 aylık TEFE artışına göre arttırılacağı açıklanmıştır. Sabit kur politikasındaki ilk amaç enflasyonist bekleyişlerin kırılması, ikinci amaç kur riskini ve beraberinde getirdiği yüksek faizleri kırmaktır. Böylece iç borçlanma faizlerinin oluşumunda etken olan döviz kuru belirsizliği ortadan kalkarak, iç borçlanma faizlerinin düşmesine katkıda bulunulmuştur.

21 Şubat 2001 tarihinde faizler artıp borsa çökünce döviz kurları dalgalanmaya bırakıldı. Dalgalı kur sistemine geçiş ile birlikte fiili olarak devalüasyon yapılmış oldu. 2001 yılı dolar kurundaki yıllık değişimin % 96.4 olduğu Tablo 2.2'den anlaşılmaktadır. Krizin hemen ardından faiz oranlarında da büyük bir artış oldu. Türkiye bu son kriz ile kur çıpası uygulaması sonrası parasal krizin nasıl finansal krize dönüştüğünü öğrenmiş oldu.²⁰

2001 yılından itibaren uygulanmaya başlanılan dalgalı kur rejimi çerçevesinde döviz kurları döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarına göre belirlenmektedir. Ancak Merkez Bankası sınırlı kalmak kaydıyla kurlarda aşırı bir dalgalanma görüldüğünde müdahalede bulunabileceğini de açıklamıştır.

2001 yılında uygulanmaya başlanılan ekonomik programın kararlı bir şekilde yürütülmesine bağlı olarak oluşan sermaye girişleri ve yurt içi portföy tercihlerinin yerli para lehine değişmesi, enflasyon ve büyüme performansına bağlı olarak ekonomik iyileşmenin sürmesi, IMF ve AB ile ilişkilere dair iyimserliğin devam etmesi YTL'nin güçlenmesine katkıda bulunan faktörlerdir.²¹ Nitekim Tablo 2.2'den, 2005 yılı dolar kurunda yıllık -% 5.7'lik bir azalma olduğu ve 2002 yılından beri kurun azalarak YTL'nin değer kazanmaya devam ettiği gözlenebilmektedir.

²⁰ Ercan Uygur, "Enflasyon Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Aralık-2001, Sayı 189, s. 19.

²¹ Merkez Bankası, Para Politikası Raporu, 2005-III, s.31.

Tablo 2.2’de yer alan döviz kuru ve enflasyondaki gelişmeler birlikte değerlendirildiği takdirde, enflasyonla döviz kuru arasında sarmal bir ilişkinin bulunduğu görülmektedir. Bir ekonomide döviz kuru, diğer şartlar sabitken yurtiçi fiyat endeksinin yurtdışı fiyat endeksine oranını yansıtmaktadır. Buna göre, yurtdışında ki fiyatlar sabitken yurtiçinde fiyatların artması durumunda döviz kuru da artar.²² Tablo’dan 2001 yılından itibaren döviz kurları enflasyon oranının altında değişim gösterdiğinden, YTL’nin reel olarak değer kazandığı görülmektedir. Ulusal paranın değer kazanmasında yukarıda da bahsedildiği gibi uygulanan pozitif reel faizlerin payı büyüktür.

Özet olarak ekonomideki olumlu beklentiler ve oluşan makroekonomik istikrarda bir bozulma olmaması halinde YTL’nin güçlü konumunu devam ettirmesi doğal karşılanmalıdır.

²² O. Demir, age, 2003, s.86.

3. İKTİSAT OKULLARININ BORÇLANMAYA İLİŞKİN GÖRÜŞLERİ

Aşağıda iktisat okullarının genel olarak borçlanmaya ve borçlanmanın iktisadi etkilerine ilişkin görüşleri incelenmektedir.

3.1. Klasik İktisatçıların Yaklaşımları

Kamu borçlanma teorisi Klasik İktisatçılarla başlar. Klasik İktisadın temel prensiplerini kamu harcamalarının en düşük seviyede tutulması, harcamaların mümkün olduğunca dolaylı vergilerle (ekonomik ve sosyal hayata en az düzeyde müdahale eden vergilerle) karşılanması, devlet bütçesinin denk olması, devletin ancak savaş veya ulusal afet gibi olağanüstü dönemlerde ve kontrollü olarak borçlanmaya gitmesi şeklinde özetlenebilir.

Klasik İktisatçılar borçlanmayı olağanüstü bir gelir kaynağı olarak gördüklerinden iç borçlanmayı etkin bir finansman aracı olarak görmezler. Ayrıca, devletin ekonomik hayattaki rolü ve büyüklüğü de sınırlı olmalıdır. Klasik modelde devlet muhasebesi ile bir kişi yada özel firmanın muhasebesi arasında önemli bir fark yoktur.

Klasik Okul içerisinde David Hume, Adam Smith, Thomas R. Malthus ve Ricardo'nun borçlar ile ilgili görüşleri ele alınacaktır.

3.1.1. David Hume

Hume kamu borçlanmasının ekonomiye olan yararlarını ve zararlarını birlikte ele almıştır. Ancak, Hume'nın çalışmalarında kamu borçlanmasının, ekonomiye olan olumsuz etkileri daha ağır bastığından, iyi bir finansman yöntemi olmadığı savunulur.

Hume, kamu borçlanmasının, “sağ elden sol ele yapılan bir transfer ödemesi” olduğunu savunan ve herhangi bir etkiye sahip olmayan bu işlemin milletleri ne daha fakir ne de daha zengin yapacağını ileri süren merkantalist görüşe karşı çıkmıştır.¹ Hume'a göre devlet borçları gelir dağılımını bozmaktadır. Gelir dağılımının bozulması, borçların faizlerinin ödenmesi için vergilerin yükseltilmesi, ancak zengin kesimin aynı zamanda devlete borç veren kesim olduğundan bu artıştan etkilenmemesinden kaynaklanmaktadır. Fakirler ise borç veremediklerinden, borçların geri ödenmesi için gerekli vergi artışlarından olumsuz şekilde etkilenmektedir.

Hume'a göre borçlanmanın beş ana sakıncası bulunmaktadır. Bunlar: a) Kamu borçlanma araçları bireyleri toprağa yatırım yapmaktan alıkoymaktadır. Bunun neticesinde üretim ve istihdam azalır. b) Kamu borçlanma araçlarının para gibi kullanılabilir olması nedeniyle altın ve gümüş değerini yitirir. c) Kamu borcunun faizini ödemek için toplanan vergiler, sermaye birikimini azaltarak gelir dağılımını fakirler aleyhine, tahvil sahipleri lehine bozar. d) Kamu borçlanması ile birlikte yabancılar ulusal

¹ Hamdi Bağcı, **Kamu Borçları Yönetimi ve Türkiye İçin Bir Değerlendirme**, SPK, Yayın No:135, 2001, s.19.

fonların önemli bir bölümüne sahip olurlar ve bu nedenle yabancıların etkisi altına girilmesi. e) Borçların rantıye sınıfı oluşturması ve bu rantıye sınıfının hiç çalışmadan hayatlarını geçirmeleri.² Bu ifadeler, Hume'un kamu borçlanmasını bir finansman yöntemi olarak kabul etmediğini göstermektedir.

3.1.2 Adam Smith

Diğer Klasik İktisatçılar gibi, Smith'de sadece olağanüstü harcamaların (savaşlar gibi) finansmanında borçlanma yöntemini kabul etmektedir. Kamu borçlanması ile ilgili görüşleri ağırlıklı olarak kamu borçlanmasının ulusal ekonomiye olan zararları ile ilgilidir.

Adam Smith zamanında borçların büyük bir kısmı savaşlar nedeniyle ortaya çıkmaktaydı. Smith, hükümetlerin vergi yerine borçlanmaya başvurmasını savaşların uzamasına bir neden olarak göstermektedir. Çünkü savaşın finansmanı cari kuşak tarafından yeterince hissedilmemektedir. Katlanılacak yük gelecek kuşaklara transfer edilmektedir.

Borçların ödenmesi için vergilerin artırılması gerektiğinden ve vergiler ekonomik olarak etkin olmadığından, borçlanma genel olarak ekonomik faaliyetleri daraltıcı yönde etki göstermektedir.

² H. Bağcı, a.g.e., 2001, s.19.

Smith'in kamu borçlanması ile ilgili görüşleri şu şekilde özetlenebilir: a) İç borçlanma ile finansman sermaye birikimini azaltır. b) İç borçlanma araçlarına ödenen faiz kadar vergiler arttırılır. c) Küçük ülkelerin özerklikleri yabancı ülke finansman kaynaklarını kullandıklarında azalır. d) Belirli bir düzeye ulaşan devlet borçlarının iflas etmek veya diğer yollara başvurulmak suretiyle hiç bir zaman geri ödenemez. e) Kamu borçlanması nedeniyle giderek arttırılan vergiler ülkeleri ekonomik açıdan güçsüzleştirir. f) Savunma harcamaları dışındaki kamu harcamaları azaltılmalıdır.³

3.1.3. Thomas R. Malthus

Malthus'un kamu borçlanması ile ilgili görüşleri diğer klasik iktisatçılardan farklıdır. Özellikle depresyon dönemlerinde kamu harcamalarının gerekliliğini savunur. Kamu borçlanması ekonominin üretim seviyesini arttırmakta, harcamaları teşvik etmekte ve arz fazlalığını gidermektedir. Malthus'a göre kamu borçlanmasına başvurulmadığında tüketim harcamaları ve dolayısıyla ekonomide ki kar oranı azalır.

Malthus'a göre, tahvil sahiplerinin harcamaları tahvil sahibi olmayanlardan toplanan vergilerle finanse edilir. Bundan dolayı kamu borçlanmasının sağladığı yararlarla değinmekle birlikte fazla miktardaki borçlanmaya da karşı çıkar.⁴ Çünkü vergi

³ Robert Mundell, Mario Baldassari and John Mc Callum, **Debt Deficit and Economic Performance**, London: Mac Millan Press, 1993, s.22-23.

⁴ Takue Dome, "Malthus on Taxation and National Debt", **History of Political Economy**, 1997, Vol.29, No.2, s.275-294.

oranlarındaki artış önemli miktarlara ulaştığında, toplumsal huzursuzluklar artacağından kamu borçlanmasına bir üst sınır getirilmelidir.

Malthus'un kamu borçlanması ile ilgili analizi, borçlanmanın sebebini teşkil eden kamu harcamalarının ekonomiyi teşvik edici yararları ile vergi yükünden kaynaklanan zararların karşılaştırılmasından oluşur. Kamu borçlanması, tüketim ve üretimin dengelenmesi için gereklidir. Keynesyen analize benzer bir şekilde talebi arttırması nedeniyle kamu borçlanmasının ekonomik büyüme için önemli bir kaynak olduğunu kabul etmektedir.

3.1.4. David Ricardo

Ricardo, diğer klasik iktisatçılar gibi kamu açıklarına ve kamu borçlanmasına karşıdır. Kamu açıkları, kaynakları verimli alanlardan verimli olmayan alanlara transfer etmenin nedeni ve sonucudur. Harcamaların finansmanında borçlanma etkin bir yöntem değildir.

Ricardo'nun vergiler konusundaki görüşleri Adam Smith'in görüşlerinden farklıdır.⁵ Smith vergilerin kiralari düşürdüğünü ileri sürerken, Ricardo vergilerin karı düşürdüğünü söyler. Bu farklılığın sebebi, Smith'in modelinde kira içsel değişken, karlılık oranı dışsal iken; Ricardo'nun sisteminde kira ele alınmazken karlılık oranının

⁵ Takue Dome, "Adam Smith's theory of tax incidence: an interpretation of his natural-price system", **Cambridge Journal of Economics**, 1998, Vol.22, s.79-89.

içsel değişken olarak düşünülmesidir. Bunun sonucu olarak, Ricardo özel tüketimin kamu harcamaları kadar düştüğünü ileri süren, Smith kamu harcamalarındaki artışlardan bir kısmının yatırımların azaltılması suretiyle karşılanabileceğini, yani özel tüketim harcamalarının konulan vergi kadar düşmeyebileceğini ifade etmektedir. Diğer taraftan, Ricardo vergileme konusundaki kriterlerine uygun bir vergi sistemi ortaya koyamamıştır.⁶

Ricardo'ya göre, iç borç faiz ödemelerinin ulusal sermaye stoku üzerinde herhangi bir etkisi yoktur. İç borç faiz ödemeleri vergiler ile finanse edilmektedir. Bu nedenle faiz ödemeleri, vergi mükelleflerinden tahvil sahiplerine doğru yapılan önemsiz bir gelir transferidir. Ricardo harcamaların vergilerin artırılarak karşılanması ile borçlanarak karşılanması arasında bir fark olmadığını ileri sürer. Her iki yöntemde de ülkenin kullanılabilir varlıkları aynı ölçüde azalmaktadır.

Kamu harcamalarının vergiler yada iç borçlanma ile finanse edilmesinin, tüketim veya yatırım seviyesi üzerindeki etkileri farklıdır. Harcamalar vergi ile finanse edilmişse tüketim buna eş oranda azalırken, iç borçlanma ile finanse edilmişse tüketim faiz oranı kadar azalacak, geri kalan ise yatırımlarda ki azalma ile karşılanacaktır.⁷

⁶ Takue Dome, "Ricardo on income tax: a note", **Cambridge Journal of Economics**, 2000, Vol.24, s.237-244.

⁷ R. Mundell, M. Baldassari, J. Mc Callum, age, 1993, s.22-23.

Özetle Ricardo, veri bir kamu harcamasının vergi ile veya borçla karşılanması arasında herhangi bir fark bulunmadığını, ancak kamu harcamalarının özel sektör yatırımlarını azaltmak gibi bazı etkilerinin olduğunu ileri sürmektedir. Diğer bir ifadeyle kamu harcamaları nötr değildir. Ama kamu harcamalarının finansmanı konusundaki tercihler nötrdür.

Ricardo'nun görüşlerine dayanılarak daha sonra Ricardo Eşdeğerlik Teorisi geliştirilmiştir. Ancak Ricardo'nun görüşleri daha sonra geliştirilen teoriden bazı noktalarda farklılık göstermektedir.

3.2. Neoklasik İktisatçıların Yaklaşımları

Neoklasik modelde iç borçlanma, gelecek nesillerin yaşam standardını azaltan bir finansman yöntemi olarak ele alınır. Çünkü, devlet borçları nihai olarak vergiler ile ödenmektedir. Bu vergileri ödeyecek olanlar ise gelecek kuşaklardır.⁸ Ayrıca Neoklasik yaklaşımda kamu kesimi borçlanma araçları net servetin bir unsuru olarak algılanmaktadır. Servet etkisi, borçlanmanın kaynakları nesillerarasında yeniden dağıtması nedeniyle oluşmaktadır.

Neoklasik model üç temel varsayıma dayanır: a) Bireylerin tüketimi nesillerarası bir optimizasyon problemidir. b) Bireyler sınırlı bir yaşam süresine sahiptir. Her bir

⁸ İhsan Günaydın, "Türkiye'de Kamu Kesimi Açıkları ve Enflasyon", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Nisan-2001, s.63.

tüketici belirli bir nesile aittir. c) Bütün dönemlerde piyasanın kendi dengesini sağladığı varsayılır. İlk varsayımda, ekonomide likidite kısıtı olmayan tüketicilerin olması yani sermaye piyasasının tam işlediği özelliği vardır. Diğer iki varsayım ise neoklasik görüş için temel teşkil etmektedir. İkinci varsayım Neoklasik ve Ricardo görüşlerini birbirinden ayırmaktadır. Üçüncü varsayım ise, Neoklasik ve Keynesyen görüşü ayırmaktadır.⁹

Neoklasik analizde ekonomik büyüme tasarruflara bağlıdır.¹⁰ Kamu kesimi tasarruf açığı özel kesim tasarruf fazlasıyla dengelenir. Gelecek nesillerin yaşam standardını azaltan en önemli gelişme iç borçlanma nedeniyle ulusal tasarruflarda meydana gelen azalmadır.

Devletin bütçe açıklarının finansmanında vergi yerine borcu ikame etmesi durumunda, tüketim ve toplam talep artacaktır. Kaynakların tam istihdamı durumunda toplam üretim sabit kaldığından, tüketimde meydana gelecek bir artış ile tasarruf yatırım dengesi bozulacaktır. Ulusal tasarruf seviyesindeki azalma, kapalı bir ekonomide faiz oranlarının yükselmesine ve yatırımların azalmasına neden olur (crowding out). Açık bir ekonomide ise faiz oranlarındaki yükselme, yurt içine doğru sermaye akımını

⁹ Janet L. Yellen, "Symposium on the Budget Deficit", **Journal of Economic Perspectives**, 1989, Vol.3, No.2, s.17-21.

¹⁰ Sergio Cesaratto, "Savings and Economic Growth in Neoclassical Theory", **Cambridge Journal of Economics**, 1999, Vol.23, No.6, s.771.

arttırdığından döviz kuru aşırı değerlenir ve cari denge bozulur. Dolayısıyla ihracatta bir crowding out etkisi meydana gelerek cari işlemler açık verir.¹¹

Neoklasik yaklaşım, Ricardian ve Keynesyen yaklaşımlar arasında yer almaktadır. Neoklasik ve Ricardian analizdeki temel farklılık, yaşam süreleri konusundadır. Ricardian analizde bireylerin sınırsız olarak yaşadığı kabul edilirken, Neoklasik analizde yaşam sınırı vardır. Diğer taraftan, Neoklasik ve Keynesyen görüşler arasındaki farklılık ise tam istihdam konusudur. Neoklasiklerin aksine Keynesyen yaklaşımda eksik istihdam söz konusu olduğunda, bütçe açıklarının genişletici etkileri vardır. İki yaklaşım arasındaki benzerlik ise, bütçe açıkları nedeniyle özel tasarruf seviyesinin azalarak faiz oranlarının yükselmesidir.

3.3. Keynesyen Yaklaşım

Keynesyen yaklaşımın Klasik doktrinin görüşlerine getirmiş olduğu eleştiriler şunlardır¹²:

a) Keynes'e göre istihdam bir sabit değil bir değişkendir ve ekonomi eksik istihdamda da dengeye gelebilir. Klasik teorinin iddia ettiği gibi faiz oranı tasarruf arz ve

¹¹ Ayşenur Gönül, "Bütçe Açıklarının Finansmanı ve Ekonomik Etkileri", DPT, 1998, s.5.

¹² H. Bağcı, age, 2001, s.25.

talebi ile değil, para arz ve talebi ile belirlenmektedir. Gelir düzeyi ise yatırım ve tasarruf dengesi ile belirlenmektedir.

b) Kamu harcamaları nötr olmayıp, finansman biçimine bağlı olarak genişletici etkilerde bulunabilmektedir. Keynesyen görüşe göre, devlet bütçe açığı verip borçlandığı zaman tüketim artmaktadır. Tüketicilerin büyük bir bölümü miyop bireylerden oluşur. Devlet borçlandığında bireyler ileride daha fazla vergi ödeyeceklerini hesaba katmamakta, ellerindeki gelirin tamamını tüketilebilir gelir olarak düşündüklerinden tüketim artmaktadır. Kamu kesimi iç borçlanma araçları net servetin bir unsuru olarak kabul edilmektedir.

c) Keynes ücretlerin esnek olduğu varsayımını ve Klasiklerin faiz haddi teorilerini reddeder. Eğer bazı fiyatlar veya ücretler sabitse, para miktarındaki bir artış paranın reel miktarını artıracak, bu faiz hadlerini düşürecek, dolayısıyla yatırımları ve istihdamı artıracaktır.

d) Keynesyen teori Klasiklerin aksine ekonominin otomatik olarak dengeye gelmeyeceğini ve devletin müdahalesinin gerekli olduğunu ileri sürer. Kamu borçlanması da tam istihdamı sağlamak amacıyla kullanılabilir.

e) Keynesyen teoride, kamu harcamalarının çarpan etkisi bulunmaktadır. Bu harcamalar için yapılan borçlanmaların, harcamaların çarpan etkisini yok edecek negatif

bir çarpan etkisi yoktur. Kamu harcamalarında meydana gelen bir birim artış, çarpan mekanizması ile gelir düzeyini bir birimden daha fazla miktarda arttırır.

Keynesgil sisteminin basit gelir denklemine göre;

$$S + T + M = I + G + X$$

bu denklemden,

$$S = I + (G - T) + (X - M)$$

yani,

$$\text{Tasarruf} = \text{Yatırım} \pm \text{Kamu Dengesi} \pm \text{Dış Denge}$$

eşitliği elde edilir.

Bu eşitliğe göre; yatırım harcamaları kamu harcamaları ile beraber toplam tasarruf arzı üzerinde baskı oluşturur. Kamu açığı büyüdüğünde, tasarruf arzının sabit olduğu koşulu altında, kapalı ekonomi modelinde tasarruf talebi artacağından faiz haddi yükselir. Açık ekonomi modelinde ise, döviz kuru yükselerek dengeye varılır. Yükselen faiz haddi yatırımları gerileteceğinden kovma etkisi ortaya çıkar. (crowding-out effect) Bu şekilde kamu açıkları faiz etkisi ile yatırımı, milli geliri ve istihdamı etkiler.¹³

Keynesyen teoriye göre, dışlama etkisi ancak ekonomi tam kapasite seviyesine yakın bir düzeyde ise söz konusu olmaktadır. Aksi takdirde, toplam talepteki artış özel kesim yatırımlarında ki karlılığı arttırmakta ve faiz oranlarına bağlı kalmadan yüksek

¹³ İ. Önder, H. Kirmanoğlu, Y. Kartallı, age, 1995, s.37.

yatırım düzeyi sağlanmaktadır.Yani faiz oranlarının yüksek olmasına rağmen satışlarda ki artış ile tam kapasite seviyesinin altında yatırımlar yükselecek ve özel yatırımlar üzerindeki dışlama etkisi gerçekleşmemiş olacaktır.¹⁴

Keynesyen Görüş, kamu borçları ile enflasyon arasında bir ilişki kurar. Aşırı seviyelerde borçlu ülkelerde faizlerin daha yüksek olması ihtimali bulunmaktadır. Faizleri düşürmek amacıyla hükümetler genişletici para politikası izleme eğilimine girebilirler. Her ne kadar bu yöntem kısa vadede faizleri düşürse de enflasyon bekleyişleri artacağından uzun vadede reel faizler artma eğilimine girecektir.

Kolombiya ve Türkiye gibi çeşitli ülkelerde iç borçlanma yüksek reel faizlere neden olmaktadır. 1987 yılında Türkiye’de reel iç borçlanma oranı % 50’ye ulaşmıştır. Kolombiya’da da 1983-86 yılları boyunca iç borçlanma yüksek reel faiz oranlarına sebep olmuştur.¹⁵

3.4. Ricardo Eşdeğerlik Teorisi (RET)

Ricardo Eşdeğerlik Teorisi (RET) literatürde borç nõtürlüğü olarakta adlandırılmaktadır. RET esas itibariyle kamu harcamalarının nasıl finanse edildiğinin

¹⁴ A. Gönül, age, 1998, s.13.

¹⁵ Stanley Fischer and William Easterly, “The Economics of The Government Budget Constraint”, **The World Bank Research Observer**, 1990, Vol.5, No.2, s.134.

önemli olmadığını ileri sürmektedir. Ekonomiyi etkileyen unsur, harcamaların vergi yada borçlanma ile finanse edilmesi değil, yalnızca kamu harcamalarının miktarıdır.¹⁶

RET'e göre, kamu borçları toplam talebi ve fiyat düzeyini etkilemez. Çünkü eğer vergi indirimine gidilerek bütçe açıkları borçlanma ile karşılanıyorsa, bireyler gelecekte vergi indiriminin bugünkü değerine eşit bir vergi artışı beklerler ve tasarruflarını artırırlar. Dolayısıyla kamu borçları servet etkisi yaratmaz, maliye politikası etkisizdir.¹⁷

RET iki temel hipoteze dayanır: devlet bütçe kısıtı ve yaşam boyu gelir hipotezi.¹⁸ Veri bir kamu harcamasının vergi ile değilde borçlanma ile finanse edilmesi durumunda cari dönem vergi indirimleri, gelecek dönem vergilerin artmasına neden olur. Gelecek dönem vergilerinin bugünkü değeri cari dönem vergi indirimine eşit olacaktır. Bu durum devletin bütçe kısıtından kaynaklanmaktadır. Yaşam boyu gelir hipotezi ise, bireylerin tüketim kararlarını uzun dönem gelirlerine göre belirlediklerini söyler. Yani, bireyler servetlerinde ilerideki vergi artışı kadar bir azalma olacağını bilirler. Bu nedenle, harcamalarını bu servet azalmasını dikkate alarak yaparlar. Devlet borçlanma araçlarını servetlerinin bir unsuru olarak kabul etmezler.

¹⁶ David Romer, **Advanced Macroeconomics**, Mc Graw Hill, 2001, s.536.

¹⁷ Zeliha Göker, "Kamu Borçları ve Fiyat İstikrarı", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 18. yıl, Eylül 2003, s.81.

¹⁸ Douglas W. Elmendorf and N.Gregory Mankiw, "Government Debt", **NBER Working Paper Series**, Working Paper.6470, 1998, s.37.

Tüketim harcamalarının, ömür boyu elde edilecek gelirden ömür boyu ödenecek vergilerin düşülmesi sonucu bulunan net servet ile yapılması sonucu kamu borçlanması tüketim harcamalarını değiştirmeyecektir. Bu şekilde vergilerin zamanlamasının değişmesi ödenecek olan vergilerin bugünkü değerini değiştirmedığından vergi ve borçlanma üzerinde aynı etkide bulunacaktır. Bunun sonucunda bireyler vergiler düşük olduğunda daha fazla, yükseldiğinde ise daha az tasarruf edeceklerdir. Tasarruflarda ki bu değişiklikler kamunun borçlanma araçlarına eşit bir talep doğuracaktır. Bu durumda, IS-LM analizinin öngördüğü faizlerde artışlar ve “dışlama” olmayacaktır.

Ricardo Denklik Yaklaşımı bazı varsayımların kabul edilmesine bağlanmıştır:

- a) Nesillerarası transferlerin söz konusu olması ve nesillerin birbiri ile ilgili olması.
- b) Sermaye piyasasının tam işlerliğinin olması.
- c) Tüketicilerin rasyonel ve uzak görüşlü olması.
- d) Vergilerin piyasayı bozucu etkisinin olmaması. Vergilerin götürü olması.¹⁹

Ricardo Denklik Yaklaşımının dayandığı varsayımlardan birinin gerçekleşmemesi durumunda borçlanmanın yansızlığından söz edilemeyecektir. Borçlanmanın yansızlığı hipotezinin gerçekleşmesinin en önemli koşulu nesillerarası miras transfer zincirinin tam olarak işlemesidir. Bu aşamada teoreme bir takım eleştiriler getirilmiştir. Bireylerin sınırlı bir ömre sahip olması, kişilerin çocukları ile ilgili miras

¹⁹ A. Gönül, age, 1998, s.9.

bırakma duygularının olmaması, çocuksuz ailelerin bulunması, likidite kısıtlarının ve belirsizliğin olması RET'sine getirilen eleştirilerden bazılarıdır.²⁰

3.4.1. RET'ne Barro'nun Yaklaşımı

Ricardo Dengesi veya Eşdeğerlik Teorisi olarak bilinen görüşler, ancak 1974 yılında J. Barro'nun "Are Government Bonds Net Wealth?"²¹ (Devlet Tahvilleri Net Servet midir?) isimli makalesinin yayınlanmasından sonra gündeme gelmiş ve o günden beri de akademik araştırmalara konu olmuştur. Barro yeni klasik görüşün bir temsilcisi olup, RET'sine yapılan bütün eleştirilere rağmen Ricardocu Eşdeğerlik Teoreminin maliye politikası açısından önemli bir yaklaşım olduğunu ileri sürmektedir.²²

Barro'ya göre veri bir harcama programının ekonomiye etkisi, söz konusu harcamaların finansman yöntemlerine bağlı değildir. Barro'nun Ricardian Denklik Yaklaşımını baz alarak geliştirdiği analizinde, geleceği tam olarak öngörü varsayımı altında, borçlanmanın ekonomi üzerinde ki etkilerinin nötr olması için bir takım varsayımları olmuştur. Bu varsayımlar:

²⁰ H.Bağcı, age, 2001, s.31.

²¹ Robert J. Barro, "Are Government Bonds Net Wealth", **Journal of Political Economy**, 1974, Vol.82, No.6, s. 1103-1119.

²² Robert J. Barro, "Reflections On Ricardian Equivalence", **NBER Working Paper Series**, 1996, Working Paper.5502, s.1-19.

- 1- Devletin başlangıç döneminde borcu yoktur.
- 2- Fiyat düzeyi ve toplam para stoku sabittir. Bu nedenle devletin emisyon yoluyla gelir elde etmesi mümkün değildir.
- 3- Her bir dönem için kamu harcamaları veridir.
- 4- Her bir dönem için toplam transfer harcamaları sabittir.

Bu varsayımlar doğrultusunda, G ; kamu harcamaları, T ; vergiler, R ; nominal faiz ödemeleri, P ; fiyat düzeyi, B ; iç borçlanma'yı göstermek üzere devletin her bir dönem için bütçe sınırlaması reel olarak şu şekilde gösterilebilir.²³

$$G_t + RB_{t-1}/P = T_t/P + (B_t - B_{t-1})/P$$

Barro bu analizinde ekonomide fiyat artışları olmadığı ve nominal faiz haddinin (R) sabit olduğu görüşünden hareketle, reel faiz haddi nominal faiz haddine eşit olacaktır.

Başlangıçta, devletin iç borcunun olmadığı varsayılmıştı. O halde, başlangıç döneminde bütçenin denk olduğunu kabul edersek, reel kamu harcamaları reel vergi gelirlerine eşit olacaktır. Birinci dönemde, devlet bütçesi 1 \$ açık verdiği için ($B_1=1$) ve bu açık, borçlanma ile karşılandığında aynı dönemde kamu harcamaları sabit varsayıldığı için bu dönemde ki vergiler (T_1) azalacak ve hanehalkının toplam cari kullanılabilir geliri bu miktarda artacaktır. Devlet daha sonraki dönemlerde kamu

²³ Robert J. Barro, **Macroeconomics**, SA. John Wiley and Sons, 1983, s. 380.

borçlarını ödemek istediğinde $B_2=B_3= \dots=0$, vergi oranlarını yükseltecektir. Vergi oranlarında ki artış miktarı, alınan borcun hem anapara, hem de faizini ödemeye yetecek kadar olacaktır. Böylece, ikinci dönemde alınacak vergi, $(1+R)\$$ olacaktır. Bu durumda toplam vergiler ilk dönem 1 \$ azalacak, sonraki dönemde ise $(1+R)\$$ artacaktır. Dönemler arası vergi gelirlerinin şimdiki değerinin değişmeyeceği varsayıldığında, toplam vergi gelirlerinin şimdiki değeri üzerinde ki net etki sıfır olacaktır. Bu durum şu şekilde gösterilmektedir.

$$(1+P)[-1+(1+R)/(1+R)]=0$$

İkinci dönemde ki $(1+R)$ 'lik vergi artışı, iskonto faktörü olan $(1+R)$ ile iskonto edilmektedir. Böylece, birinci dönemde ki borçlanma, hanehalkı ve bireyler açısından herhangi bir servet etkisi yaratmayacaktır. Bütçe açığının iç borçlanma ile finanse edilmesi bireylerin çalışma arzusunu ve tüketim talebini etkilemez.

Rasyonel davranan bireyler, cari dönemde ki vergi indirimine eşit tutarda devlet tahvili satın aldıklarında, gelecek dönem vergileri için yeterli kaynağa sahip olurlar. Cari dönemde 1 \$'lık devlet tahvili satın alan bireyler, söz konusu tahvilleri servet olarak mirasçılara aktardıklarında, mirasçılar $1+R$ \$'lık vergi yükümlülüğünü karşılayabileceklerdir. Bu sonuç, Ricardian Denklik Teorisinin en basit versiyonudur.

Vergilerde yapılacak bir indirimden dolayı ortaya çıkan bütçe açığının, borçlanma yoluyla finanse edilmesi faiz haddi, fiyatlar, tüketim ve yatırım gibi

değişkenler üzerinde herhangi bir etki meydana getirmemektedir. Bu, Barro modelinden çıkarılabilecek temel sonuçtur. Kamu harcamalarının sabit kaldığı varsayımı altında, vergilerde yapılacak bir indirim sonucu yapılan borçlanma ile reel verginin şimdiki değeri değişmemekte, yalnızca zamanlaması değişmektedir. Yani, devlet tahvillerinin bireylerin net servetine dahil edilmemesi gerektiğini ileri sürmektedir.

Diğer taraftan, kamu harcamalarının şimdiki değeri değişirse veya devlet tahvillerinin değeri, gelecekte konulacak vergi yükümlülüklerinin zımni değerini aşarsa servet etkisi ortaya çıkacaktır. Yani, devlet tahvilleri bireylerin net servetinin bir parçası olarak gözönüne alınır ve bireylerin para talebi ile özel tüketimini arttırıcı bir etki yapar.

İç borçlanma araçları özel sektör net servetinin bir unsuru olarak kabul edilirse, bireylerin para talebi ve özel tüketimini artırıcı bir etki yapacaktır. Bu da, şu andaki borçlanma nedeniyle gelecekte koyulacak vergilerin bireyler tarafından tam olarak algılanamadığı veya şu anda ki değerine tam olarak iskonto edilemediği anlamına gelecektir. Diğer taraftan şu andaki borçlanma nedeniyle gelecekte koyulacak vergiler tam olarak algılanır ve bu günkü değerine iskonto edilirse, iç borçlanma araçları net servet olarak gözönüne alınmayacak ve bireylerin zamanlararası tüketim ve tasarrufları değişmeden devam edecektir.

İç borçlanma araçlarının özel sektör net servetine dahil edilip edilmemesi hususu, çeşitli ampirik çalışmalara konu olmuştur. Bu çalışmalarda kamu borçlanması ve servet etkisi ile ilgili farklı görüşler ileri sürülmüştür. İç borçlanma araçlarının net servetin bir

unsuru olarak kabul edilip edilmemesi, borçlanmanın makroekonomik değişkenler üzerine olan etkilerinin belirlenmesi bakımından önemlidir.

3.4.2. RET’ni Destekleyen Görüşler

Günümüz devletlerinin temel yapıları Ricardo Eşdeğerlik Teorisinin ortaya atıldığı zaman ki devlet yapılarıyla farklılıklar göstermektedir. Doğal olarak o çağdaki klasik devlet ve denk bütçe anlayışının günümüz devlet anlayışıyla bağdaşmadığı bir çok nokta mevcuttur. Bunun sonucu olarakta günümüz yaklaşımlarında RET’i destekleyen görüşler, eşdeğerlik teorisinin ileri sürdüğü sonuçların gerçekleşebilmesini ek varsayımların tesbit edilmesine bağlamış bulunmaktadır. Eşdeğerlik Teorisi kamu açıklarına karşı olanlar için bir temel teşkil etmektedir.

Bu alt bölümde, denklik teorisine paralel olarak iç borçlanma araçlarının net servetin bir unsuru olarak kabul edilip edilmemesi ve bunun sonucunda borçlanmanın makroekonomik değişkenler üzerine olan etkilerinin belirlenmesi açısından bir kaç çalışmaya yer verilecektir.

a) Levis A. Kochin çalışmasında, iç borçlanmanın net servet üzerine olan etkilerini incelemiştir.²⁴ Bu çalışmada bütçe açıklarının tüketim harcamalarına olan etkileri sürekli gelire dayanan tüketim fonksiyonu yardımı ile incelenmiştir. Çalışmada,

²⁴ Levis A. Kochin, “Are Future Taxes Anticipated by Consumers?”, **Journal of Money Credit and Banking**, 1974, Vol.6, No.3, s.385-394.

gelecekteki vergi yükümlülüğünün tüketiciler tarafından öngörüldüğü ve buna bağlı olarak cari dönem tüketimlerini azalttıkları varsayılır. O halde diğer şartlar veri olmak şartıyla, devlet bütçesi açık verdiğinde tüketiciler bu açığı tasarruf artışları ile dengelerler. Bu durumda, iç borçlanma araçları net servetin bir unsuru değildir sonucuna ulaşılmıştır.

b) Paul Evans çalışmasında, geçmiş, cari ve gelecek dönem bütçe açıklarının faiz haddine olan etkisini incelemiştir.²⁵ Regresyon analizine dayanan çalışmada, cari, geçmiş ve gelecek dönem bütçe açıkları geleneksel teoride ifade edildiği gibi faiz hadlerini belirgin bir şekilde etkilememektedir. Evans, artan bütçe açıklarının yüksek faiz hadleri ile ilişkili olmadığı yönündeki Ricardian eşitlik ile aynı sonuçlara ulaşmıştır.

c) J. Ernest Tanner Kanada verilerini kullanarak geleneksel Keynesyen analizdeki tasarruf fonksiyonunu kullanarak gelecekteki vergi yükümlülüğünün bireyler tarafından öngörülüp öngörülmediğini incelemiştir.²⁶ Çalışmada, reel balans değişkeninin global talep seviyesi üzerinde ki etkisinin anlamlı olup olmadığı çoklu regresyon denklemiyle tahmin edilmiştir. Çıkan sonuçlara göre, gelecekteki vergi yükümlülüğünün neredeyse tamamının (% 99) öngörüldüğü sonucuna ulaşılmıştır. Bu durumda iç borçlanmanın servet etkisi hemen hemen yoktur.

²⁵ Paul Evans, "Interest Rate and Expected Future Budget Deficits in the United States", **Journal of Political Economy**, 1987, Vol. 95, No.1, s.34-58.

²⁶ J. Ernest Tanner, "Empirical Evidence on the Short-Run Real Balance Effect in Canada" **Journal of Money, Credit and Banking**, 1970, Vol.2, No.4, s.473-485.

J. Ernest Tanner yapmış olduğu başka bir çalışmada²⁷ ABD verileri için uygulamış olduğu zaman serisi analizini kullanarak Yawitz- Meyer'i eleştirmiştir. Ömür boyu tüketim fonksiyonunu kullanarak kamu borçlanmasının net servetin bir unsuru olmadığını vurgulamıştır.

d) Roger C. Kormendi çalışmasında, kamu borçlanmasının net servetin bir unsuru olup olmadığını ve tüketim harcamaları üzerindeki etkisini araştırmıştır.²⁸ Kamu harcamalarının özel tüketim harcamalarını ikame etme olasılığını gözönüne alan Kormendi Ricardo Denklik Teorisinin alanını kamu harcamalarını da içerecek şekilde genişletmiştir. Kormendi'ye göre, özel tüketim harcamalarına etki eden temel faktör, kamu harcamalarıdır. Ancak, kamu harcamalarının finansmanında vergiler yerine iç borçlar tercih edilirse özel sektörün tüketim harcamaları etkilenmemektedir. Çünkü gelecekteki vergi yükümlülüğü bireyler tarafından öngörülmektedir. Kormendi'nin yaptığı regresyon analizine göre, iç borçlanmanın özel kesim tüketim harcamaları üzerindeki etkisinin çok düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

3.4.3. RET Karşıtı Görüşler

Ricardo Denklik Teorisi (RET) veya borçların nötrlüğünün gerçekliği konusunda yapılan çalışmalar, seçilen döneme, kullanılan değişkenlerin tanımına ve kabul edilen

²⁷ J. Ernest Tanner, "An Empirical Investigation of Tax Discounting" **Journal of Money, Credit and Banking**, 1979, Vol.11, No.2, s.214-218.

²⁸ Roger C. Kormendi, age, 1983, s.994-1010.

varsayımlara bağılı olarak farklılık göstermekle birlikte, modern politik meselelerin incelenmesinden elde edilen amprik kanıt, açıkça denklik teoreminin reddedilmesi yönündedir. Teorinin gerçekleşmesi, birey davranışları, piyasa yapısı ve mali rejim gibi katı varsayımlara bağılıdır. Varsayımlar belirsizliklerin olmadığı bir dünyayı gerektirdiğinden, gerçek dünyada bu varsayımlar karşılanmamaktadır.

Özellikle 1980’li yıllardan itibaren, bir çok ülke vergileri azaltarak iç borçlanmaya yönelmiştir. Böylece iç borç stoku bir çok ülkede hızla artmıştır. İç borç stokundaki bu artış sonucu ekonomi üzerinde önemli etkiler ortaya çıkmıştır. Bu ise, Ricardo Denklik Teorisi’nin geçerli bir teori olmadığı şeklinde yorumlanmaktadır. Bu alt bölümde bu yorumlardan bazılarına yer verilecektir.

a) J. B. Yawitz-L. H. Meyer iç borçlanmanın net servet etkisi konusunda yaptıkları çalışmada, Tanner ve Kochin’den farklı sonuçlara ulaşmışlardır.²⁹ Yapılan çalışma, Tanner ve Kochin’in çalışmalarından farklı olarak, gelecekteki vergi yükümlülüğünün iskonto edilen yüzdesini (iskonto edildiğine dair bir kanıt bulunamamıştır) belirlemişler ve iç borcun piyasa değeri için zaman serisi oluşturmuşlardır. Yawitz-Meyer ABD için yaptıkları çalışma sonucunda, bütçe açığının iç borçlanma ile finanse edilmesinin net serveti arttırıcı etkisi vardır. Böylece servet etkisi, maliye politikasının etkinliğini arttırmaktadır.

²⁹ Jess B. Yawitz and Laurence H. Meyer, “An Empirical Investigation of the Extent of Tax Discounting”, **Journal of Money, Credit and Banking**, 1976, Vol.8, No.1, s.247-254.

b) William L. Silber araştırmasının temel konusu, tahvil arzındaki artış yada azalışların servet üzerindeki etkilerinin IS-LM analizi yardımıyla araştırılmasıdır.³⁰ Bütçe açığının IS eğrisine etkisi “Lerner Etkisi“ ile açıklanmıştır. Lerner etkisine göre, bütçe açıkları nedeniyle iç borçların kümülatif olarak artması, tüketim harcamaları üzerinde doğrudan servet etkisi yaratarak GSMH’yı tam istihdam seviyesine yaklaştırmaktadır. İç borçlanma nedeniyle devlet tahvillerinin artışı bireylerin servetini olumlu yönde etkilemektedir. Silber analizinde, iç borçlanma ile finansmandan kaynaklanan servet etkisini incelemiştir. Servet etkisi, hem para talebini hemde tüketim harcamalarını artırır sonucuna ulaşmıştır.

c) James Buchanan bütçe açıklarının genişletici etkilerini savunur.³¹ Klasik-Ortodoks Görüşün bir temsilcisi olan Buchanan borçlanan neslin kendisinden değil, ileriki nesilden borçlandığını ve dolayısıyla sermaye erimesi yaratarak ileriki nesle yük bıraktığını ileri sürer.

Buchanan’ın modelinde Barro’dan farklı olarak gelecekte vergi yükümlülüğüne katlanacak olan kesim ile faiz geliri elde edecek kesimler birbirinden farklıdır. Bu durumda, borçlanmanın yükü gelecek nesil vergi ödeyicilerin üzerine kalmaktadır. Ayrıca, borçlanma sonunda özel sektörün kullanabileceği kaynakların kamu sektörüne aktarılması, özel sektör yatırımları üzerinde dışlama etkisi yaratarak gelecek nesillere

³⁰ William L. Silber, “Fiscal Policy in IS-LM Analysis: A Correction”, **Journal of Money, Credit and Banking**, 1970, Vol.2, No.4, s.461-472.

³¹ James Buchanan, **Public Principles of Public Debt**, Homewood Irwin, 1958, s.43-122.

daha az sermaye stoku transfer edilmesine neden olmaktadır. RET'in aksine, kamu harcamalarının vergilendirme veya borçlanma ile finanse edilmesinin farklı sonuçlar doğuracağı ileri sürülür. Vergileme cari dönemde yaşayan nesil üzerine yük getirirken, iç borçlanmada yük borçlanmanın gerçekleştiği nesilden sonraki nesile transfer edilir. Buchanan'ın öne sürdüğü tezde kullandığı yöntemin temel yapı taşını maliyet kavramı oluşturur. Maliyetlerin ise toplumsal tercihler ile yakın bir bağlantısı vardır.³²

d) Abba Lerner, yapmış olduğu çalışmada Keynesyen iktisatçıların kamu borçlanması ile ilgili görüşlerini yansıtır.³³ Kamu borçlanması arttığında net özel servette aynı miktarda artış gösterir. Cari dönemde yapılan tasarruf miktarı, servetin büyüklüğüne bağlı olarak azaldığından, cari gelirden yapılan harcama miktarı artacaktır. Böyle bir durumda tam istihdam seviyesine ulaşabilmek için gerekli olan harcama düzeyi kamu borçlanması ile sağlanmış olmaktadır. İç borçlanma ile finansmanın ekonomi üzerindeki genişletici etkileri, faiz ödemeleri de dahil edildiğinde artar. İç borçlanma araçlarına yapılan ödemeler, sözkonusu araçları portföylerinde bulunduranlar açısından transfer ödemesi niteliğinde olduğundan iç borç faizleri milli gelir üzerinde ilave genişletici etkiler yaratmaktadır.

e) A.S.Blinder ve R.M.Solow devlet tahvillerinin makro düzeydeki etkilerini incelemişlerdir.³⁴ Çalışmalarına göre, iç borç faiz ödemelerinin de bütçe sınırına dahil

³² İ. Önder, H. Kirmanoğlu, Y.Kartallı, age, 1995, s.41.

³³ Abba Lerner, "Functional Finance and Federal Debt", **Debt and Deficit**, Vol.2, Ed: Lakis C. Kaounides and Geoffrey Wood. London: Edward Elgar, 1992, s.108.

edilmesi iç borçlanma ile finanse edilen kamu harcamalarının genişletici etkilerini artırır. İç borçlanmanın etkilerini inceleyebilmek için IS-LM denklemlerini kullanmışlardır. Buna göre, harcamalarda ki artış borçlanma ile finanse edildiğinde hem IS hem LM eğrileri kayar. Servet etkisi nedeniyle IS eğrisindeki kayma ekonomi üzerinde genişletici etkiler yaratırken, LM eğrisindeki kayma ise para talebindeki artış nedeniyle daraltıcı etkiler yaratır. İç borç senetleri arzındaki artış paraya olan talebi arttırdığından, LM eğrisi sol yukarı kayarak faiz oranlarını yükseltir. Böylece borçlanma ile finansman durumunda milli gelir seviyesi azalacak ve faiz oranı artacaktır. Sonuç olarak, kamu harcamalarındaki artışın ekonomide genişletici etkiler yaratabilmesi için servet artışından kaynaklı para talebi etkisinin harcama etkisinden düşük olması gerekmektedir.

f) John Mc Callum 16 OECD ülkesinin verilerini kullanarak yaptığı araştırmada, kamu harcamalarındaki bir birimlik bir artışın özel sektör tasarruflarında bir birimden daha fazla bir azalmaya neden olduğu sonucuna ulaşmıştır.³⁵ Yüksek kamu harcamaları yüksek özel sektör harcamalarına ve düşük özel sektör tasarruflarına sebep olmaktadır. Aynı araştırmada, vergilerin azaltılmasının tasarruflarda bir azalmaya ve tüketimde bir artışa neden olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç, kamu harcamalarındaki bir birimlik bir artışın özel sektör harcamalarının da aynı ölçüde azaltacağını ileri süren RET ile çelişmekle birlikte Keynesyen ve Neoklasik görüşler ile uyum içindedir.

³⁴ Alan S. Blinder and Robert M. Solow, "Does Fiscal Policy Matter", **Modern Public Finance**, Vol.2, London: Edward Elgar, 1991, s.283-298.

³⁵ R.Mundell, M.Baldassari and J. Mc Callum, age, 1993, s.22-23

İKİNCİ KISIM

4. TÜRKİYE EKONOMİSİNDE İÇ BORÇLARIN GELİŞİMİ VE İKTİSADİ ETKİLERİ

Kamu kesiminin gelir ve harcamaları arasındaki fark kamu kesimi açığı veya fazlasıdır. Kamu kesimi harcamaları gelirlerden fazla olduğunda kamu kesimi borçlanma gereği artar. Dar anlamda kamu kesimi borçlanma gereği, sadece merkezi devlet gelir ve giderlerini içeren konsolide bütçe ile ilgilidir. Geniş anlamda kamu kesimi borçlanma gereği ise konsolide bütçe KİT, fonlar, yerel yönetimler ve sosyal güvenlik kuruluşlarının gelir ve giderleri arasındaki farkı gösterir.

Kamu açıklarının finansmanı için esas olarak üç alternatif söz konusudur. Birinci alternatif, artan kamu açığının monetize edilerek yani para basılarak (emisyon ile) karşılanmasıdır. Parasal genişleme ise enflasyonu hızlandırıcı bir etkiye sahiptir.

İkinci alternatif, dış borçlanmadır.¹ Dış borçlanma kaynakları bakımından ikiye ayrılabilir. Bunlar, yabancı devletler veya uluslararası kuruluşlardan sağlanan dış borçlar ile uluslararası para veya sermaye piyasalarından (dış piyasalar) sağlanan dış borçlardır. Dış borçlanma, ülkeye dışarıda bir kaynak girişi sağladığı için ekonomide olumlu bir hava yaratır. Buna karşılık, söz konusu borcun anapara ve faizlerinin ödenmesi sırasında ise olumsuz bir etki meydana gelir. Bu yüzden dış borçlanmanın verimli alanlarda kullanılması çok önemlidir. Ayrıca, ülkenin

¹ M. Eğilmez, age, 1997, s.72.

uluslararası kuruluşlardan ve dış piyasalardan borçlanması büyük ölçüde ülkenin kredi değerliliği ile ilgilidir. Bu yüzden derecelendirme kuruluşları tarafından saptanan risk düzeyi sınırlayıcı bir faktör olabilmektedir.

Üçüncü alternatif, iç borçlanmadır. İç borçlanma yurt içi kaynaklardan belirli bir vade ve faiz karşılığında ödünç para alma şeklinde yapılır. İç borçlanmanın ekonomik maliyeti, piyasaya arz edilen fonlara ağırlıklı biçimde kamu kesiminin el koyması sonucu reel faizlerin dünya ortalamasının üstüne çıkması şeklinde kendini gösterir. Reel faizlerdeki artış ise özel sektör yatırımlarını dışlayabilmektedir.

1994 yılında yaşanan krizin ardından Türkiye'nin notunun düşürülmesi ile dış borçlanma alternatifinin 1990'lı yıllarda Türkiye'nin büyüyen kamu açıkları finansmanında önemli bir payı olmamıştır. Parasal genişleme alternatifi ise, reel senyoraj gelirlerinin dışa açılma sürecinin başladığı 1980'den sonra azalması ve enflasyona sebep olması açısından 1990'lardan sonra tercih edilmemiştir.²

Yukarıda bahsedilen nedenlerden dolayı, kamu harcamalarında ki denetimsiz büyüme vergi tabanının yeterince yaygınlaştırılmamasından dolayı yetersiz kamu gelirleri ile karşılanamayınca, kamu açıklarının finansmanı ağırlıklı olarak iç borçlanma alternatifi ile sağlanma yoluna gidilmiştir. Bu bölümde, 1990 sonrası dönemde Türkiye ekonomisindeki iç borçlanmanın yeri ve gelişimi belirlenmeye çalışılacak daha sonra iç borçlanmanın iktisadi etkisi olarak faiz oranı ve döviz kuru ele alınarak karşılıklı ilişkileri incelenecektir.

² F. Alpan, age, 2000, s.64.

4.1. İç Borçların Miktarı ve Gelişimi

Türkiye'nin özellikle 1990'lı yıllardan sonraki kamu finansman politikası, sürekli olarak büyüyen kamu açıklarının ağırlıklı olarak iç borçlanma ile finansmanı şeklinde özetlenebilir. Bu durum 1990-2005 dönemi için incelenecektir.

4.1.1. İç Borç Yükü

Borçlanmanın ekonomik anlamda bir yük oluşturup oluşturmadığı, borçlanmanın toplumsal faydası ile zararının gelişimine bağlıdır. Eğer borçlanmanın toplumsal zararı faydasından fazla ise borç yükünden bahsedilir. Borç yükü kendini milli gelir üzerinde hissettirecektir. Ülkede milli gelir artışı iç borç artışından fazla ise borç yükü azalmaktadır. Ters durumda ise artmaktadır.

Borç yükü, genellikle bir ülkenin belirli bir dönemdeki toplam borç stokunun aynı dönemdeki GSMH'ya oranı olarak tanımlanmaktadır. Bir ülkenin borç stoku, o ülkenin herhangi bir dönemdeki borçlarının toplam miktarıdır. GSMH, iktisadi sistemi evrensel olarak ifade ettiğinden uluslararası karşılaştırmalarda bu değişken daha fazla kullanılmaktadır.

İç borç stoku/GSMH oranının yüksekliği iç borçların ekonomideki ağırlığının arttığını gösterir. İç borç stokunun GSMH içindeki payını belirleyen başlıca unsur, reel faiz oranı ile reel büyüme oranının gelişimidir. Reel faiz oranı reel büyüme

oranından fazla olduğunda iç borç stoku/GSMH oranı yükselecektir.³ Reel faizlerin ekonomideki reel büyümenin üzerine çıkması ve temel bütçede açık verilmesi, mevcut maliye politikasının sürdürülebilirliğini güçleştirir. Bu iki unsur da iç borç stokunun milli gelir içindeki payını arttıracaktır. Tablo 4.1 Türkiye ekonomisinin büyüme hızı ve reel faiz oranlarını göstermektedir.

Tablo 4.1
Ekonomik Büyüme ve Reel Faiz*

Yıllar	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Büyüme Hızı (1)	9,4	0,3	6,4	8,1	-6,1	8,0	7,1	8,3	3,9	-6,4	6,1	-9,5	7,8	5,9	9,9	7,6
Reel Faiz (2)	-4,5	8,6	9,4	12,8	26,6	16,4	29,4	21,2	16,1	26,8	-11,2	31,7	11,8	14,6	12,8	7,3
Fark (2)-(1)	-13,9	8,3	3,0	4,7	32,7	8,4	22,3	12,9	12,2	33,2	-17,3	41,2	4	8,7	2,9	-0,3

* Dönemsel reel faiz=[(1+dönemsel nominal faiz)/(1+dönem enflasyonu)]-1

Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, Ağustos 1995, s.11-12; Eylül 2000, s.11-12; Temmuz 2003, s.11; Ağustos 2006, s.11-12.

Tablo 4.1 incelendiğinde, Türkiye’de 1990, 2000 ve 2005 yılları hariç reel faiz oranları GSMH’nın büyüme oranının üzerinde gerçekleşmiştir. Bunun anlamı, kamu kesiminin harcamalarının artacağıdır. Bu durumda hem bütçe açıkları hemde yurtiçi finansman kaynakları üzerindeki baskı artar. Çünkü ekonominin büyüme oranı faiz ödemelerini karşılayacak büyüklükte değildir.

³ F. Özatay, E. Öztürk ve G. Sak, age, 1996, s.23.

Tablo 4.1’de dikkat çeken ilk unsur, reel iç borçlanma faizlerinin 2001 yılına kadar bir artış eğilimi göstermesidir. 2001 krizinden sonra alınan önlemlerle beraber reel faizler azalmaya başlamış ve 2005 yılında % 7.3’e kadar gerilemiştir. İkinci unsur, bu gelişmelere paralel olarak büyüme hızı kriz dönemleri hariç belirli bir trend içinde devam ettiğinden büyüme oranı reel faiz arasındaki fark 2001 yılından itibaren hızla azalmaya başlamıştır. Bu durum bize mevcut maliye politikasının sürdürülebilirliği hakkında bilgi vermektedir.

Türkiye ekonomisindeki gelişmeler daha çok reel faizlerin büyüme oranının üzerinde olması nedeniyle faiz dışı dengenin açık vermesi gibi bir sonucu ortaya çıkarmış, bu sonuç borç stokunun çok hızlı büyümesine sebep olmuştur. Kamu borçlarının sürdürülebilmesi için faiz dışı bütçe dengesinin artırılması ve reel faiz oranlarının düşürülmesi gerekmektedir.⁴

Borç/GSMH oranının hızlı bir biçimde artması söz konusu ise, borçlanma sürdürülemez bir nitelik kazanır. Vergi gelirlerinin büyük bir kısmı borçlanma faizlerini ödemek için kullanılır. Böyle bir durumda radikal önlemlerin alınması kaçınılmaz hale gelecektir. Nitekim 1999 Aralık ayında başlayan İstikrar Programının temel hedeflerinden biri olan faiz dışı dengenin artırılması ve kamu borçlanma ihtiyacının daraltılması sağlanmış olsa da, uygulanan döviz kuru politikaları dolayısıyla cari işlemler açığı büyümüş ve ekonomideki güven ortamının kaybolması sonucu istikrar programı başarılı olamamıştır.

⁴ Mustafa Sakal, **Türkiye’de Mali Disiplin Sorunu: Kamu Açıkları ve Borçlanmanın Sürdürülebilirliği (1988-2000 Dönem Analizi)**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2003, s.206.

1999 yılı İstikrar Programının başarısız olması sonucu Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri çıkmıştır. Ekonomik kriz sonrası hükümet IMF ve Dünya Bankası desteğini yeniden alarak 15 Nisan 2001 tarihinde “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı”nı açıklamıştır. Belirlenen yeni makro ekonomik hedeflerin maliye politikası ile ilgili kısmında; önemli bir faiz dışı fazla yaratılması borç dinamiğinin olumluya çevrilmesi ve reel faizlerin aşağıya çekilmesi ön plana çıkmıştır. 2006 yılı için faiz dışı fazlanın GSMH’ya oranı % 6 olarak hedeflenmiştir.

İç borç/GSMH oranı gelir dağılımını etkilemektedir. Çünkü toplumun genellikle zengin kesimleri ödediği vergiden daha fazla faiz geliri elde etmektedir. Bu da gelir dağılımındaki dengesizliği arttırarak toplumun sosyal yapısını etkilemektedir. Bu şekilde faiz ödemelerini karşılamak üzere büyük ölçüde düşük gelir gruplarınca ödenen ek vergiler iç borç yükünü oluşturmaktadır.

4.1.2. İç Borç Stokunun Gelişimi

İç borç stokunun GSMH ve M2Y’ye oranı, iç borç stokunun etkileri konusunda bilgi vermektedir.

Tablo 4.2

İç Borç Stokunun Gelişimi (Yüzde)

Yıllar	İç Borç Stoku / GSMH	İç Borç Stoku / M2Y
1990	14.4	26.3
1991	15.4	25.6
1992	17.6	37.7
1993	17.9	53.7
1994	20.6	45.5
1995	17.3	56.3
1996	21.0	58.6
1997	21.4	58.9
1998	21.7	57.5
1999	29.3	56.5
2000	29.0	64.1
2001	69.2	114.6
2002	54.5	112.1
2003	54.5	128.7
2004	52.3	121.7
2005	50.3	113.5

Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, Ağustos 1995, s.91; Eylül 2000, s.87; Ağustos 2006, s.89 ve Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Rapor 2003, s.91; 2005, s.87.

İç borç stoku/GSMH oranındaki artış, 1990'lı yılların ilk yarısında yüksek oranlarda seyreden faiz dışı kamu açıklarından, ikinci yarısında yüksek reel faiz ödemelerinden kaynaklanmıştır.⁵ 1990-1994 döneminde yıllık ortalama olarak faiz dışı denge GSMH'nin yüzde 4.5'i oranında açık vermiştir. 1995-2000 döneminde ise faiz dışı denge GSMH'nin binde 1'i oranında fazla vermiştir. Diğer bir deyişle faiz

⁵ Hazine Müsteşarlığı, Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar, 2001, s.1.

dışı denge iyileşme gösterirken, reel faiz ödemeleri artmaya devam ettiğinden olumsuz borç dinamiği devam etmiştir.

Tablo 4.2'den 1990 yılından itibaren iç borçlanmaya daha fazla ağırlık verilmesine paralel olarak kamu kesiminin iç borç stokunun GSMH'ya oranının giderek arttığı görülmektedir. Bunun anlamı, monetizasyonun ve dış borçlanma olanaklarının azalması sonucu iç borç stokunun GSMH içindeki payının arttığıdır. 2001 yılındaki iç borç stokunun GSMH'ya oranındaki bu büyük artışta bazı geçici faktörler önemli rol oynamıştır.⁶ Bu faktörler; GSMH'nın reel olarak düşmesi sonucunda borç stoku/GSMH oranının yükselmesi, 2001 yılının ilk çeyreğinde iç borçlanma faiz oranlarının yükselmesi ve borçlanma vadelerinin kısalması sonucunda 2001 yılı iç borç stokunun büyümesi, kamu bankaları ve TMSF kapsamındaki bankalarla ilgili meydana gelen borç stokunun GSMH'ya oranının 2001 yılında artış göstermesi olarak sayılabilir.

2001 yılında uygulanmaya başlanan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programında, kamu borç stokundaki artışlara rağmen yurtiçi piyasalarda borçlanma imkanlarının giderek daralması sonucu uluslararası piyasalardan borçlanabilme imkanının geliştirilmesi hedeflenmiştir. Bu çerçevede ekonomik ve siyasi belirsizliğin ortadan kalkmasıyla özel yabancı fon girişi hızlanmış, yurtiçi piyasalarda bir rahatlama sağlanmıştır. İç borç yükü 2001 yılında % 69.2'ye kadar yükseldikten sonra düşmeye başlamasına rağmen iç borçların ekonomiye yükü hala yüksek düzeydedir.

⁶ M. Sakal, age, 2003, s.194.

İç borçlanmanın ekonomi üzerindeki etkisini gösteren diğer bir gösterge ise, iç borç stokunun M2Y ve/veya finansal sistemdeki aktarılabılır fonlar içindeki ağırlığıdır. İç borç stokunun M2Y'ye oranı, finansal piyasalar üzerinde kamu kesiminden kaynaklanan baskıyı incelemeye imkan verir.⁷ Tablo 4.2'ye bakıldığında, İç borç stoku M2Y oranı 1990 yılından itibaren artmaktadır. Bu oran, 2000 yılından 2001'e % 64.1'den %114.6'ya çıkmıştır. Bu iki katına varan artış 2005 yılında da devam etmiştir.

Tablo 4.2'den çıkan sonuç, iç borç stoku GSMH ve M2Y'den daha hızlı büyüdüğünden mali sistem iç borcun finansmanında zorlanmaktadır. Faizler başta olmak üzere mali sistem üzerindeki ve döviz kurları başta olmak üzere diğer makro ekonomik değişkenler üzerindeki etkiler açısından önemli olan iç borç stokunun mali sisteme oranıdır.⁸ Bu oranın da Türkiye'de çok hızlı büyüdüğü açıktır.

4.1.3. İç Borçlanmanın Gelişimi

Türkiye ekonomisinde izlenen ekonomik politikalara olan güvensizlik nedeniyle toplam borçların ortalama vadesinde meydana gelen azalmalar ve kamu açıklarının büyüyerek sürmesinden kaynaklanan ek borçlanma ihtiyacı sebebiyle kamu kesiminin mali piyasalar üzerindeki baskısı artmaktadır. Bu baskının boyutları, iç borçlanma/iç borç stoku oranındaki gelişme ile takip edilebilir.

⁷ Güven Sak, "Konsolide Bütçe Açıkları ve Kamu Açıklarının Finansal Piyasalardaki Ağırlığının Faiz Oranları ve Döviz Kurları Üzerine Etkileri: Sıcak Para Politikası mı İzleniyor?", **İktisat-İşletme ve Finans Dergisi**, Mayıs-1995, Sayı 110, s.40.

⁸ F.Özatat, E. Öztürk ve G. Sak, age, 1996, s.24.

Hazine, finansman ihtiyacının arttığı yıllarda enflasyonun üzerinde reel faizlerden borçlanarak, finansman sorununu geçici olarak çözmüş olabilir. Ancak, bütçe gelirlerinde artış sağlanmadan, iç borç faizlerinin artması ile harcamalarda önemli artışlar meydana gelmiş ve Hazine'nin iç borçlanma ihtiyacı kademeli bir şekilde artmıştır. Uygulanan yüksek faiz oranları nedeniyle Hazine bir süre sonra iç borç stokundan daha fazla miktarda borçlanmak zorunda kalmıştır. Bu durum, tablo 4.3'den izlenebilmektedir.

Tablo 4.3

İç Borçlanmanın İç Borç Stokuna Oranı (Milyon YTL)

Yıllar	İç Borçlanma (1)	İç Borç Stoku (2)	((1)/(2))*100
1990	29,8	57,1	52,2
1991	65,4	97,7	66,9
1992	183,4	194,3	94,4
1993	376,4	357,4	105,3
1994	1030,1	799,4	128,9
1995	1761,2	1361,1	129,4
1996	5148,9	3148,9	163,5
1997	6226,6	6283,4	99,1
1998	14254,3	11612,9	122,7
1999	26886,0	22920,1	117,3
2000	32469,0	36421,0	89,1
2001	209613,0	122157,0	171,6
2002	125303,0	149870,0	83,6
2003	158238,0	194387,0	81,4
2004	163596,0	224483,0	72,9
2005	155520,0	244782,0	63,5

Kaynak: DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, Eylül 2000, s.87; Ağustos 2006, s.89.

Tablo 4.3.'den de görülebileceği gibi, iç borçlanma/iç borç stoku oranı 1991 yılından itibaren önemli artışlar göstermiştir. 1997 ve 2000 yılları hariç 2002 yılına kadar Hazine iç borç stokundan daha fazla borçlanmıştır. İç borçlardaki artışın en önemli nedenleri, reel büyüme hızını aşan reel faiz oranı ve borçlanma vadesinin genellikle bir yıldan kısa olmasıdır. Hazine giderek artan anapara geri ödemelerini yeniden borçlanma ile karşılamak zorunda kaldığından iç borçlanma/iç borç stoku oranı artmıştır. 2000 yılında çıkan kriz ve 2001 Şubat krizi dolayısıyla borçlanmanın vadesi düşerken, güvensizlik nedeniyle maliyetlerde aşırı derecede yükselmiştir.

2001 yılında uygulanmaya başlanan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile 2002 yılından itibaren iç borçlanma/iç borç stoku oranı azalmaya başlamış ve 2005 yılında % 63.5 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde, faizlerdeki gerileme ve yüksek faiz dışı fazlaya bağlı olarak borçlanma miktarı geçmiş yıllara kıyasla düşük gerçekleşmiştir.⁹

4.2. İç Borç-Faiz Oranları İlişkisi

Devlet bütçe açıklarını kapatmak için çıkarttığı iç borçlanma senetlerinin faizlerini yükseltmek zorunda kalmaktadır. Bir başka deyişle eğer Hazine'nin mevcut krediye olan talebi artarsa kredi fiyatları ki bu faiz oranıdır artış göstermektedir. Nitekim Türkiye'de 1990 yılından itibaren iç borçlanma faiz oranlarının devamlı sayılabilecek bir şekilde yükseldiği gözlenmektedir.

⁹ Merkez Bankası, Para Politikası Raporu, 2005-III, s.45.

İç borçlardan faiz oranlarına doğru olan nedensellik ilişkisinin yönünün bu şekilde olacağı yönünde bir kural yoktur. Ekonomik istikrarsızlık, mevduata yüksek oranlı devlet güvencesinin olduğu koşullarda asimetrik bilginin gündeme gelmesi ile iç borçlardan bağımsız olarak faiz oranları belirlenebilir. Diğer taraftan, ödemeler dengesi sorununu çözmek için yüksek faiz-düşük kur politikası kasıtlı olarak uygulanıyor olabilir. Bu durumda, faiz oranları iç borçlardan bağımsız olarak artış gösterir.

Borçların milli gelire oranı Türkiye ile aynı hatta daha yüksek bir çok ülke vardır. Bu ülkelerin (Belçika, İtalya, Yunanistan gibi OECD ülkeleri) borç/GSYİH oranı Maastricht kriteri olan azami % 60 oranının üzerindedir.¹⁰ (2000 yılı itibariyle kamunun toplam net borcunun GSYİH'ya oranı Belçika'da % 102.2, İtalya'da % 98.7, Yunanistan'da % 102.7 düzeyindedir. Türkiye'de bu oran 2000 yılında % 57.4 iken 2001 yılında % 93.3 düzeyine çıkmıştır.) Durum böyle olmakla beraber bu ülkelerde reel faiz hadleri daha düşük gerçekleşmektedir. Bu durum, reel faiz hadlerini kamu borçlarının dışında etkileyen farklı değişkenlerin olduğunu göstermektedir. Kamu borçlarına ödenen yüksek reel faizlerin ve dalgalanmaların değişik nedenleri olabilir.¹¹ Borçların milli gelire oranı, faiz öncesi açık, enflasyon, büyüme, siyasal istikrarsızlık, kamu harcamalarının tam kontrol edilememesi, birincil ve ikincil piyasaların yapısı, vergi, uluslararası şoklar, özelleştirme, konsolidasyon gibi sebepler sayılabilir.

¹⁰ Nuri Yıldırım, "Türkiye'nin Borç Dinamiği", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, 17. yıl, Haziran 2002, s.30.

¹¹ H. Bağcı, age, 2001, s.97.

İç reel faiz hadleri, açığın iç kaynaklardan karşılandığı miktardan ve araçlardan etkilenmektedir. Türkiye'nin özellikle 1994 yılından sonra iç piyasadan daha fazla borçlanmaya başlaması ile birlikte reel faiz hadlerinde de bir artış gözlenmiştir. Aslında sermaye hareketlerinin tam hareketli olduğu durumlarda sıcak para hareketlerinden dolayı kamunun içeriden daha fazla borçlanmasından faiz oranlarının etkilenmemesi gerekmektedir. Ancak uluslararası piyasaların mükemmel olmayan yapısı sebebiyle iç ve dış reel faiz oranlarında farklılaşmalar bulunmaktadır.

Türkiye'de mali sistemin gerek milli gelire gerekse borçlara oranının düşük olması reel faizlerin yüksekliğinin bir nedeni olabilir. Mali sistemin ölçütü olarak değişik para arzları alınabilir.

Reel faizleri etkileyen önemli unsurlardan birisi siyasi istikrardır. Seçimlerin veya krizlerin olduğu dönemlerde faizlerin yükseldiği görülmektedir. Eğer piyasalarda kamunun borçlarını ödemeyeceği beklentisi oluşursa yüksek risk primleri talep edilir. Bunun sonucunda da risk primleri artar. Bankacılık sisteminin yapısı reel faizleri etkileyen başka bir unsurdur.

Türkiye'de özellikle Türk Lirasının aşırı değerlendirildiği dönemlerde devalüasyon beklentisi artmaktadır. Buda faizleri etkileyen başka bir faktördür. Bir devalüasyon riski durumunda, nominal faizler döviz cinsinden pozitif bir getiriye garanti etmek üzere yükselir.

Türkiye’de faiz oranlarından iç borçlanmaya doğru bir ilişki gözlenmektedir. Özellikle 1990’ların ikinci yarısından sonra yüksek reel faizler kamu kesiminin borçlanma ihtiyacını daha da artırmış ve borç-faiz kısır döngüsü ortaya çıkmıştır. Böyle bir kısır döngü içinde faizlerin artması iç borç miktarını arttırıcı yönde etki yapmaktadır.

İç borçların faiz oranları ile ilişkisini araştıran çalışmalardan biri Ş. Kalaycı, L. Aytemiz, Y. Helhel’in¹² (2004) çalışmasıdır. Bu çalışmada, koentegrasyon testi ile nedensellik testleri kullanılarak uzun dönemde iç borç faiz oranlarından iç borç stokuna doğru negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. İç borç faiz oranları ise dolaylı yoldan yani enflasyon üzerinden iç borç stok artışından etkilenmektedir. F. Alpan¹³ (2000) reel faizlerin sadece kendi trend faktöründen ve para arzından etkilendiğini ileri sürmüştür. İç borç ise reel faizlerle ilişkili çıkmamıştır. F. Caselli, A. Giovannini, T. Lane¹⁴(1998) OECD ülkelerindeki mali değişkenler ile borçlanma maliyetleri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Faiz maliyetlerinin borç dinamiklerinden etkilendiğini ileri sürmüşlerdir. Borç dinamikleri faiz öncesi açık, borç stoku, büyüme ve enflasyondur.

¹² Şeref Kalaycı, Levent Aytemiz ve Yeşim Helhel, “İç Borç, Faiz, Enflasyon ve Üretim Etkileşimleri: Türkiye Örneği”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 19. yıl, Ağustos 2004, s.80-87.

¹³ F. Alpan, age, 2000, s.76.

¹⁴ Francesco Caselli, Alberto Giovannini and Timothy Lane, “Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries”, **IMF Working Paper**, WP/98/55, April 1998, s.1-22

4.3. İç Borç- Döviz Kuru İlişkisi

Burada ikili bir ilişki söz konusudur. Bunlardan ilki iç borçlanmadan döviz kuruna doğru, ikincisi ise döviz kurundan iç borçlanmaya doğrudur.

İlk ilişki iç borçların döviz kurunu etkilemesidir. İç borçlanma döviz kurlarını diğer faktörler veri olmak koşuluyla faiz hadleri vasıtasıyla etkiler. İç borçlanmanın artmasına bağlı olarak faiz hadlerinin yükselmesi nedeniyle yurt dışından yurt içine doğru yabancı bir sermaye akımı söz konusu olur. Böyle bir durumda ulusal para yabancı paralar karşısında değer kazanır. Diğer taraftan ulusal paranın değer kazanması ile ihracat olumsuz yönde etkilenir. Dış ticaret bilançosu açık verir.

Özellikle kısa vadeli olarak gelen sermaye akımlarının ulusal para üzerindeki etkisi uzun vadede geçerliliğini koruyamamaktadır. Çünkü Merkez Bankası müdahaleleri ile bu etki sterilize edilmektedir. Türkiye’de 2001 yılından itibaren uygulanmakta olan dalgalı kur sistemi yönetimli dalgalanmadır. Yönetimli dalgalanmada Merkez Bankası piyasaya müdahale ederek kısa süreli dalgalanmaları önlemeye çalışır. Merkez Bankası Türk Lira’sının değer kazanmasını önlemek istediğinde piyasaya Türk Lirası sürerek, yabancı para satın alacaktır. Merkez Bankasının döviz rezervleri artmış olacaktır. Böylece kısa süreli sermaye akımları nedeniyle ulusal paranın aşırı değerlenmesi önlenmiş olur.

Reel faizde bir yükselme olursa Türk Lirası değerinin yükseleceği beklentisi oluşur. Bu durumda yurt dışından Türk Lirası cinsinden borç verilmesi cazip hale

gelebilir. Tam tersine Türk Lirası devalüe edilirse faiz kazancı azalacağından Türkiye'ye yabancı para cinsinden borç vermek daha uygun olabilir.¹⁵

Türkiye'ye gelen yabancı sermaye özellikle 1991 yılından sonra artış göstermiştir. Bunun önemli sebeplerinden biri, uygulanan pozitif reel faizlerdir. 1990'lı yıllarda kur-faiz makası ile yabancı sermaye ülkeye çekilmeye çalışılmıştır. Bu uygulamayı aşırı değerlenmiş kur politikası izlemiştir. Bu durum 1993 yılına kadar devam etmiş, mali sistemdeki belirsizlikler sonucu dövize olan talep artmıştır. 1994 krizinden sonra yok olma noktasına gelen iç borçlanma piyasasının yeniden işleyebilmesi için kısa vadeli ve yüksek faizli borçlanmaya gidilmiştir. Yurtiçi faiz hadlerinin yüksek olmasından dolayı Türk Lirası cinsinden mali varlıklara olan talep artmış ve Türk Lirası reel anlamda değer kazanmıştır.¹⁶

İkinci ilişki döviz kurunun iç borçları etkilemesidir. Yüksek enflasyonun yaşandığı ülkelerde devlet yeteri kadar borçlanabilmek için bazı borç senetlerini dövize endeksli olarak çıkarabilir. Dövize endeksli tahvillerin borç stoku içindeki dağılımına bağlı olarak döviz kurundaki artış iç borcu arttırır. Böyle bir durumda, para ikamesinin fazla olması döviz kurundan iç borca yönelik etkileri arttırır.

Türkiye'de 2000 yılında başlayan ve devalüasyon ile sonuçlanan istikrar programından sonra 2001 yılında likidite krizini çözmek ve döviz talebini azaltmak için bankaların aktifindeki Türk Lirası cinsi Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS)

¹⁵ Feray Özverim, "Faiz ve Kur Politikaları", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Temmuz 1996, s.50.

¹⁶ F. Özatay, E. Öztürk, G. Sak, age, 1996, s.35.

dövizle endeksli hale getirilmiştir.¹⁷ Bu takas işlemi ile birlikte piyasadaki kur riski Hazine'ye devredilmiştir.

Tablo 4.4'te Hazinesinin borç stoku analiz edilmektedir.

Tablo 4.4
Konsolide Bütçe Borç Stoku

	2002		2003		2004		2005	
	Milyon YTL	%	Milyon YTL	%	Milyon YTL	%	Milyon YTL	%
TOPLAM BORÇ STOKU	242.7	100.0	282.9	100.0	316.4	100.0	329.6	100.0
a) İç Borç Stoku	149.8	61.7	194.3	68.7	224.5	70.9	243.2	73.8
TL	101.7	41.9	151.8	53.6	185.0	58.5	204.4	62.0
Döviz Cinsi / Dövizle Endeksli	48.1	19.8	42.5	15.1	39.5	12.4	38.8	11.8
b) Dış Borç Stoku	92.9	38.3	88.6	31.3	91.9	29.1	86.4	26.2

Kaynak: Merkez Bankası, Para Politikası Raporu, 2005-III, s.44.

Tablo 4.4'te, döviz ve dövizle endeksli borçlanmanın iç borç stoku içindeki payının 2002 yılında % 19.8, 2003 yılında % 15.1, 2004 yılında 12.4, 2005 yılında ise % 11.8 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Döviz ve dövizle endeksli borçlanmanın payı yıllar itibariyle azalmıştır. Çünkü hem döviz ve dövizle endeksli borçların 2002 yılından beri gerilemekte olan cari kurdan yeniden değerlendirilmesi sonucunda hem de geri ödenmesi sonucunda döviz ve dövizle endeksli borçların payları azalmıştır. Buna rağmen halen iç borçların içinde önemli ölçüde döviz ve

¹⁷ Sadi Uzunoğlu, "Döviz Kuru: Kamu Borç Stoku ve Finansal Kesime Etkisi", **Finans-Politik Ekonomik Yorumlar**, Yıl.42, Sayı.498, Eylül 2005, s.9.

döviz endeksli borç bulunmaktadır. Bu durumda kurların düşmesi ile Hazine'nin borçlanma maliyeti azalmaktadır..

İç borçlanma ile döviz kuru arasındaki ilişki çok sayıda ampirik çalışma ile test edilmiştir. Bunlardan; B. Ülengin (1995) çalışmasında, Türkiye ekonomisindeki temel makro değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerini otoregresif bir model kurarak incelemiştir.¹⁸ Nedensellik sınamalarında dolar kurundaki değişmelerin bütçe açığını etkilemediği sonucuna ulaşmıştır. F. Alpan (2000), döviz kuru ile iç borç arasında uzun dönemde anlamlı bir ilişki varken kısa dönemde böyle bir ilişkinin olmadığını ileri sürmüştür.¹⁹ İç borçtaki değişimler ancak uzun vadede döviz kuru üstünde etkili olabilmektedir. F. Giavazzi ve M. Pagano (1992) çalışmalarında döviz doğru spekülasyon bir hücum olması durumunda artan risk primi nedeniyle faiz oranlarının yükseldiği, döviz talebinin daha da artarak devalüasyonun gündeme gelmesi ile krizin çıkma olasılığını ele almışlardır.²⁰

¹⁸ Burç Ülengin, "Bütçe Açığı, Parasal Büyüme, Enflasyon, Döviz Kuru ve Üretim Arasındaki Nedensellik İlişkileri:Türkiye Üzerine Bir Uygulama", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, 22(1), 1995 , s.111.

¹⁹ F. Alpan, age, 2000, s.75.

²⁰ Francesco Giavazzi and Marco Pagano, "Confidence Crises and Public Debt Management", **Public Debt Management: Theory and History**, İtalian Macroeconomic Policy Group Cambridge University Press (CEPR), 1992, s.125-152.

5- TÜRKİYE EKONOMİSİNDE İÇ BORÇLARIN İKTİSADİ ETKİLERİNİN VAR TEKNİĞİ İLE ANALİZİ

5.1. GİRİŞ

Bu bölümde amaç, Türkiye’de 1990-2005 döneminde yapılan iç borçlanmanın iktisadi etkileri başlığı altında faiz oranı ve döviz kuru ile arasındaki nedensellik ilişkilerini test etmek, ilişkilerin yönünü ve büyüklüğünü ekonometrik olarak belirleyebilmektir.

Türkiye’de iç borçlanmanın özellikle 1990 sonrasında arttığı göz önünde bulundurulduğunda, söz konusu model 1990:1-2005:4 dönemine ait üç aylık veriler kullanılarak tahmin edilmiştir. İlişkilerin yönü ve büyüklüğü Vektör Otoregressif (VAR) analizi ile belirlenmeye çalışılmış olup bunun için Eviews 5.0 programından yararlanılmıştır. İç borçlanmanın etkileri nedensellik testi, varyans ayrıştırması ve etki-tepki fonksiyonları ile araştırılmıştır. VAR tekniğinden elde edilen varyans ayrıştırması, Monte Carlo simülasyonu kullanılarak iyileştirilmiştir.

Modelde kullanılan değişkenler¹;

icborc= İç Borç Stoku (milyon YTL)

rfaiz=İç Borçun Reel Faizi (%)

kur=\$/YTL Kuru

¹ Değişkenlere ait veriler tezin ekler kısmında bulunmaktadır.

- İç borç stok verileri; tahvil (tahvil nakit + tahvil nakit dışı), konsolide borçlar ve kur farkları, bonolar (bonolar nakit + bonolar nakit dışı) ile avans toplamından meydana gelmektedir. İç borç stok verileri yüzdesel artış olarak analize katılacaktır.²

- İç borç reel faiz oranı, Hazine Müsteşarlığının yayınlamış olduğu Kamu Finansman Raporuna göre nominal getirinin söz konusu döneme ilişkin enflasyon oranı ile indirgenmesi şeklinde hesaplanmıştır.³

Nominal faiz olarak 3 ay, 6 ay, 9 ay, 1 yıl, 2 yıl, 3 yıl ve kırık vadeli yıllık bileşik faiz oranı, enflasyon oranı olarakta Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) ele alınmıştır. (1990-1994 dönemi için 1987=100, 1995-2004 dönemi için 1994=100 ve 2004 yılı sonrası için 2003=100 bazlı endeks kullanılmıştır.)

- Döviz kurunda; ABD Doları satış kuru esas alınmıştır. 2005 yılından itibaren uygulanmaya başlanan Yeni Türk Lirasından dolayı karışıklık olmaması için bütün dönemi kapsayan (1990-2005) döviz kuru verilerinde YTL dönüşümü yapılmıştır. Döviz kuru verileri, iç borç stokunda olduğu gibi yüzdesel artış olarak hesaplanmıştır.

² İç borç stokunun yüzdesel artış serisini bulabilmek için kullanılan formül şöyledir; $İc_{borc} = (ic_{borc} - ic_{borc-1}) / ic_{borc-1}$ (“t” cari dönemi, “t-1” bir önceki dönemi gösterir.)

³ Dönemsel reel faiz = $[(1 + \text{dönemsel nominal faiz}) / (1 + \text{dönem enflasyonu})] - 1$

5.2. VEKTÖR OTOREGRESSİF MODEL (VAR)

Vektör Otoregressif (VAR) Modeli, seçilen bütün değişkenleri birlikte ele alır ve bir sistem bütünlüğü içinde inceler. İçsel ve dışsal değişken ayrımı kesin bir biçimde yoktur. İktisadi teorinin öne sürdüğü kısıtlamaların model tanımını bozmasına izin verilmediği gibi değişkenler arası ilişkiler hakkında bir ön kısıt konulmaz. VAR'da her bir değişken, kendisinin ve diğer değişkenlerin bugünkü ve gecikmeli değerleri üzerine regresyona tabi tutulur. VAR Modeli öncelikle makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkilerin incelenmesinde ve rassal şokların değişkenler sistemine olan dinamik etkisinin analizinde kullanılır.⁴

VAR Modelini ifade etme istersek⁵;

$$y_t = b_{10} - b_{12}z_t + \gamma_{11}y_{t-1} + \gamma_{12}z_{t-1} + \varepsilon_{yt} \quad (1)$$

$$z_t = b_{20} - b_{21}y_t + \gamma_{21}y_{t-1} + \gamma_{22}z_{t-1} + \varepsilon_{zt} \quad (2)$$

(1) ve (2) numaralı denklemler bir araya geldiğinde bir eş anlı denklem sistemi oluşturacaklardır. Ancak, model öngörü amacıyla kullanılmak isteniyorsa, o zaman indirgenmiş form denklemlerinden söz edilecektir. Her iki değişken için indirgenmiş form denklemleri aşağıdaki gibidir.

⁴ F. Başkan Özgen, Bülent Güloğlu, "Türkiye'de İç Borçların İktisadi Etkilerinin VAR Tekniğiyle Analizi", **Odtü Gelişme Dergisi**, 2004, s. 93-114.

⁵ Walter Enders, **Applied Econometric Time Series**, Second Edition, Wiley, 2004, s.264.

$$y_t = a_{10} + a_{11}y_{t-1} + a_{12}z_{t-1} + e_{1t} \quad (3)$$

$$z_t = a_{20} + a_{21}y_{t-1} + a_{22}z_{t-1} + e_{2t} \quad (4)$$

Eğer amaç sadece öngörüle bulunmak ise, yapısal modeldeki içsel ve dışsal değişkenleri indirgenmiş form denklemleri aracılığı ile belirlemek mümkündür. Bu durumda (3) ve (4) denklemlerinden oluşan sistem VAR modelleri olarak adlandırılır.

VAR modelleri sistemdeki her değişkenin hem kendi gecikmeli değerleri, hem de sistemdeki diğer tüm değişkenlerin gecikmeli değerlerinin doğrusal bir fonksiyonudur. Bu durumda herhangi bir kısıtlama olmazsa VAR modelindeki her eşitliğin sağ tarafı aynı değişkenleri içerecektir.

VAR modeli vektörel eşitlikler şeklinde de yazılabilir.

$$B_{xt} = \Gamma_0 + \Gamma_1 x_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5)$$

Burada,

$$B = \begin{bmatrix} 1 & b_{12} \\ b_{21} & 1 \end{bmatrix}, \quad x_t = \begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix}, \quad \Gamma_0 = \begin{bmatrix} b_{10} \\ b_{20} \end{bmatrix}, \quad \Gamma_1 = \begin{bmatrix} \gamma_{11} & \gamma_{12} \\ \gamma_{21} & \gamma_{22} \end{bmatrix}, \quad \varepsilon_t = \begin{bmatrix} \varepsilon_{yt} \\ \varepsilon_{zt} \end{bmatrix}$$

Buna göre; Γ_0 , (nx1) boyutlu sabitler vektörünü, Γ_1 , (mxm) boyutlu katsayılar matrisini ve ε_t , (mx1) boyutlu durağan hata terimleri vektörünü göstermekte olup p. sıradan bir VAR modeli aşağıdaki gibi yazılır.

$$X_t = A_0 + A_1x_{t-1} + \dots + A_px_{t-p} + e_t \quad (6)$$

(6) numaralı denklemde yer alan modelin parametrelerine ilişkin tutarlı tahminler elde etmek için bazı varsayımların sağlanması gerekmektedir.

VAR modeli, aslında indirgenmiş bir form denklemi olduğundan bu modelin hataları, yapısal model hataları ile aynı özelliklere sahip olacaktır. VAR modeli varsayımları aşağıda özetlenmiştir.

- i. y_t ve z_t durağan serilerdir.
- ii. ε_{yt} ve ε_{zt} sırasıyla δ_y ve δ_z standart sapmalı beyaz gürültü süreçleridir.
- iii. ε_{yt} ve ε_{zt} kendi aralarında korelasyonsuzdur.

Bu koşullar sağlandığında, VAR modeli tutarlı ve büyük örneklerde asimptotik olarak normal dağılım gösteren parametre tahminlerine sahip olacaktır. VAR modellerinde her bir denklemdeki hata terimlerinin korelasyonsuz olmasına karşın, geri besleme ilişkisinden dolayı denklemler arası hata terimleri birbiri ile korelasyonludur.

VAR modeli kurulmadan önce değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin araştırılması gereklidir. Çünkü bu modeller iktisat teorisini kullanmazlar. O halde VAR analizinden üç yolla sonuç elde edilebilir. Nedensellik ilişkisinin araştırılmasında yaygın olarak kullanılan Granger nedensellik testi, değişkenler arasındaki etkileşimi gösteren

varyans ayrıştırması ve incelenen değişkenler arasındaki dinamik etkileşimi belirlemede, simetrik ilişkileri tespit etmede kullanılan etki-tepki fonksiyonları VAR'da sonuç almada kullanılan yollardır.

5.2.1. Granger Nedensellik Testi

Granger (1969) ile geliştirilen bu testte, iki değişkenli (Z,Y) bir VAR modelinde yer alan her değişken, kendisinin ve modelde bulunan diğer değişkenlerin geçmiş değerlerinin bir fonksiyonu olarak tanımlanmıştır.

$$\Delta Y_t = a + \sum_{i=1}^k b_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^k b_{2i} \Delta Z_{t-i} + e_{1t} \quad (7)$$

$$\Delta Z_t = c + \sum_{i=1}^k d_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=1}^k d_{2i} \Delta Z_{t-i} + e_{2t} \quad (8)$$

Granger'a göre, Z değişkenine ait bilgilerin modele eklenmesi Y değişkeninin öngörüsüne katkı sağlıyorsa, Z değişkeni Y'nin nedenidir. (7) ve (8) numaralı denklemler için Granger nedensellik sınaması şu şekilde gerçekleştirilir:

Aşağıdaki H_1 hipotezinin kabulü halinde Z Y'nin nedeni değildir.

$$H_1: b_{21} = b_{22} = \dots = b_{2k} = 0$$

H_2 hipotezinin kabulü halinde Y Z'nin nedeni değildir.

$$H_2: d_{11} = d_{12} = \dots = d_{1k} = 0$$

Eğer H_1 ve H_2 hipotezlerinin her ikisinde reddedilirse, Z ve Y arasında iki taraflı nedensellik olduğu anlaşılır. Bu durumda geri besleme etkisinden bahsedilebilir.

Yukarıdaki hipotez testleri, F testiyle sınanabilir:

$$F_h = \frac{(HKTS-HKT) / r}{HKT / (n-p)}$$

Burada HKTS kısıtlanmış modelin hata kareler toplamını, HKT kısıtlanmamış modelin hata kareler toplamını, r kısıt sayısını, n gözlem sayısını ve p modeldeki parametre sayısını göstermektedir. Eğer F_h değeri tablo değerinden büyükse, H_1 ve H_2 hipotezleri reddedilir.

5.2.2. Varyans Ayrıştırması

Varyans ayrıştırması, içsel değişkenlerden birisindeki değişimi tüm içsel değişkenleri etkileyen ayrı ayrı şoklar olarak ayırır. Bu anlamda varyans ayrıştırması, sistemin dinamik yapısı hakkında bilgi sağlar. Varyans ayrıştırmasının amacı, her bir rassal şokun, gelecek dönemler için öngörünün hata varyansına olan etkisini ortaya çıkarmaktır.

Öngörünün hata varyansı, h uzunluktaki bir dönem için, her bir değişkenin hata varyansına katkısı olarak ifade edilebilir. Bu şekilde elde edilen her bir varyans, toplam varyansa oranlanarak, yüzde olarak nispi ağırlığı bulunur.⁶

Gerek varyans ayrıştırmada gerekse etki-tepki fonksiyonları oluşturmada (5) numaralı denklemden elde edilen B matrisinde kısıtlamaya gidilmektedir. Dolayısıyla burada kullanılan B matrisi yegane değildir. Sims⁷ B matrisinin seçiminde, değişkenlerin en dışsaldan en içsele doğru sıralanması yaklaşımını önermiştir. Böylece sıralamada en başta yer alan değişkenin otoregresif gösteriminde, sistemdeki diğer değişkenlerin anlık periyodu (t zamanı) olmayacaktır. Sıralamada yer alan ikinci değişkenin otoregresif gösteriminde ise sadece birinci sıradaki değişkenin anlık periyodu yer alacaktır. İşleme bu şekilde devam edilirse, sıralamadaki en sonuncu değişkenin otoregresif gösteriminde, sistemdeki tüm değişkenlerin anlık periyodu yer alırken kendisi hiç bir değişkene eş zamanlı olarak etki edemeyecektir. Bu gerçekler ışığında sıralama dışsaldan içsele doğru yapılmalıdır. VAR denkleminde elde edilen hata terimlerine ait korelasyon katsayısı çok düşük ise, B matrisinin yegane olmaması sorunu ortadan kalkmaktadır. Bu durumda değişkenler farklı sıralansa da etki-tepki fonksiyonu ve varyans ayrıştırması benzer sonuçlar vermektedir.

⁶ F.B. Özgen, B. Güloğlu, age, 2004, s.98.

⁷ Christopher A. Sims, "Macroeconomics and Reality", *Econometrica*, Vol.48, January 1980, No.1, s.1-48.

5.2.3. Etki-Tepki Fonksiyonu

Etki-tepki fonksiyonu bir değişkendeki şokun, sistemdeki değişkenlerin her birinin gelecek değerleri üzerindeki etkisini ölçen bir büyüklük olarak tanımlanabilir.

O halde bir makro ekonomik büyüklüğün üzerinde en etkili değişkenin hangisi olduğunu varyans ayrıştırması ile; etkili bulunan bu değişkenin politika aracı olarak kullanılabilir olup olmadığı ise etki-tepki fonksiyonları ile belirlenir.

Standard VAR modelinden etki-tepki katsayılarını elde etmede en sık kullanılan yöntemlerden birisi, hataların Cholesky ayrıştırması kullanılarak dikeyleştirilmesi ve elde edilen varyans-kovaryans matrisinin çapraz hale getirilmesidir. Bu yüzden değişkenlerin sırasının değiştirilmesi etki-tepki fonksiyonlarında büyük değişmelere yol açabilir.

5.3. DURAĞANLIK ANALİZİ

VAR literatüründe yaygın olan görüşe göre, sonuçların güvenilir olması için kullanılan serilerin durağanlığının sağlanması gereklidir. Uzun dönem dengesi incelenirken ele alınan değişkenlerin, kısa dönemde şoklardan etkilense dahi birkaç dönem sonra bu şokların etkilerinden kurtularak tekrar eski denge düzeyine yönelen nitelikte olmaları gerekir. Bu özelliğe sahip bir değişkene durağan zaman serisi adı verilir.

Durağan olmayan serilerde herhangi bir trend vardır. Bu trend, bazen deterministik (bu durum genellikle beklenen değerden kaynaklanır) bazende stokastik (otokovaryans fonksiyonunun zamana bağlı olması durumu gibi) olabilir.⁸

Serilerin durağanlaştırılmasının nedeni, hata terimine ait varsayımlarını sağlayabilmek içindir. Böylelikle hata terimleri white noise olmaktadır. Yani ortalaması sıfır, varyansı sabit olmaktadır. Ortalama etrafında düzenli dağılmaktadır. Durağan olmadığında ortalamadan uzaklaşmaktadır.

Durağan bir seri sabit ortalamaya ve varyansa sahiptir. Bununla birlikte; (t zamanı göstermek üzere) $Y = f(t)$ şeklinde bir deterministik trende sahip olan ve geçici şoklar sonrasında tekrar bu trend üzerindeki patikasına dönen değişkenler “trend etrafında durağan”dır.

Zaman serilerinin durağanlığının analizi amacıyla birim kök testlerine başvurulmaktadır. Ampirik çalışmalarda en çok kullanılan birim kök testleri Dickey-Fuller Testleridir. Dickey ve Fuller, sabit terim ve/veya trendin olup olmadığına bağlı olarak serinin duranlığını ölçen üç tane model geliştirmiştir. Ancak Dickey-Fuller birim kök testinde hata teriminin otokorelasyonlu olması durumu Arttırılmış Dickey Fuller

⁸ Yılmaz Akdi, **Zaman Serileri Analizi** , Bıçaklar Kitabevi, Ankara, 2003, s. 216.

(ADF) testi ile giderilmiştir.⁹ Otoregresif yapıda denklemler kullanan ADF testinde, incelenen değişkenin sadece bir dönem önceki değeri değil son birkaç dönemdeki değerleri kullanıldığı için otokorelasyon sorunu olasılığı en aza inmiştir. Yani bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri modele eklenerek bu problemin üstesinden gelinmektedir.

Süreç,

$$\Delta X_t = \rho X_{t-1} + \sum_{j=1}^k \Pi_j \Delta X_{t-j} + U_{1t} \quad (9)$$

$$\Delta X_t = \alpha + \rho X_{t-1} + \sum_{j=1}^k \Pi_j \Delta X_{t-j} + U_{2t} \quad (10)$$

$$\Delta X_t = \alpha + \rho X_{t-1} + \sum_{j=1}^k \Pi_j \Delta X_{t-j} + \chi_t + U_{3t} \quad (11)$$

modellerinin tahmin edilmesi ile gerçekleştirilir. (9) kesişim katsayısı ve trend içermeyen, (10) kesişim katsayısı içeren, (11) ise hem kesişim katsayısı hemde trend değişkeni içeren denklemleri göstermektedir.

Burada X_t incelenecek olan zaman serisini göstermektedir. ADF testinde yukarıda tahmin edilen denklemlerde ρ 'nın aldığı değer incelenir. Bu amaçla aşağıdaki hipotezler kurulur.

⁹ Mustafa Sevüktekin, Mehmet Nargeleçekenler, **Zaman Serileri Analizi**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2005, s.288.

$H_0 : \rho=0$ seri durağan değildir. Birim kök vardır.

$H_1 : \rho < 0$ seri durağandır.

Yukarıdaki denklemlerde yer alan ρ katsayısına ait hesaplanan t istatistikleri standart t dağılımına uymaz. Bu nedenle Dickey ve Fuller tarafından geliştirilen τ istatistiği kullanılır.

Modelde ρ katsayısına ait t istatistiği, eşik τ değerinden küçükse H_0 hipotezi reddedilir ve serinin durağan olduğu sonucuna varılır.

Tablo 5.1, analizde kullanılan değişkenlerin durağanlık test sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 5.1
ADF Test Sonucu

Değişkenler	ADF Test İstatistiği	Mc Kinnon 95% Güven Aralığı Değeri*	Olasılık(p)	Sonuç
Rfaiz	-5.203	-3.483	0.0004	I(0)
Kur	-7.780	-3.483	0.0000	I(0)
İcborc	-5.445	-3.483	0.0002	I(0)

Bütün değişkenlerin birim kök testi trend ve sabit içeren model için yapılmıştır.

* Güvenilirlik derecesi tüm tablo değerleri için 0.05 olarak alınacaktır.

Tablo 5.1'den görüldüğü gibi değişkenlerin t istatistik testi değerleri $\alpha=0.05$ anlamlılık düzeyinde Mc Kinnon kritik değerlerinden küçük olduğu için serinin durağan olmadığını ileri süren boş hipotez (H_0 hipotezi) red edilir. Seri düzeyde durağandır ve birim kök yoktur. Yani bütün değişkenler düzey olarak I(0) durağandır.¹⁰

5.4. VAR MODELİ SONUÇLARI

VAR modellerinde gecikme uzunluğunun doğru belirlenmesi büyük önem taşımaktadır. Sınamalar her bir değişken için 8 tane gecikmeyle başlamış ve gecikmeler birer birer azaltılarak, optimal gecikme uzunluğu iki olarak belirlenmiştir.¹¹

¹⁰ Serilerin durağan oldukları diğer birim kök testlerinden olan KPSS ve Phillips-Perron sınamaları ile doğrulanmıştır.

¹¹ Yapılan gecikme uzunluğu sınamaları, tezin ekler kısmındadır.

VAR modelinin içsel bağıntı içermediği ve modelden elde edilen karakteristik polinomunun ters köklerine bakılarak modelin bir bütün olarak durağanlığı, ekler bölümünde gösterilmiştir.

Ekler bölümünde yer alan normallik test sonuçlarından da görülebileceği gibi model yalnızca normalliği sağlayamıyor. Bu çerçevede J. Gonzalo'nun (1994) çalışması¹² ele alındığında normalliğin sağlanması gözardı edilebilmektedir. O halde tahmin edilen VAR modellerinin açık ifadeleri aşağıdaki gibidir:

$$\text{i) } (rfaiz)_t = \alpha_0 + \alpha_1(rfaiz)_{t-1} + \alpha_2(rfaiz)_{t-2} + \beta_1(kur)_{t-1} + \beta_2(kur)_{t-2} + \gamma_1(icborc)_{t-1} + \gamma_2(icborc)_{t-2} + d_i$$

$$\text{ii) } (kur)_t = \delta_0 + \delta_1(rfaiz)_{t-1} + \delta_2(rfaiz)_{t-2} + \eta_1(kur)_{t-1} + \eta_2(kur)_{t-2} + \lambda_1(icborc)_{t-1} + \lambda_2(icborc)_{t-2} + d_{ii}$$

$$\text{iii) } (icborc)_t = \theta_0 + \theta_1(rfaiz)_{t-1} + \theta_2(rfaiz)_{t-2} + \rho_1(kur)_{t-1} + \rho_2(kur)_{t-2} + \varsigma_1(icborc)_{t-1} + \varsigma_2(icborc)_{t-2} + d_{iii}$$

Tahmin edilen her bir VAR modeli üç içsel değişkenden, 1994 krizini temsil eden kriz kukla değişkeninden¹³ ve de sabit terimden oluşmaktadır. VAR analizinden elde edilen sonuçlar ek kısmında yer almıştır.

¹² Jesus Gonzalo (1994), "Five Alternative Methods of Estimating Long-Run Equilibrium Relationships", **Journal of Econometrics**, 60, 203-233.

¹³ Diğer krizleri gösteren kriz kukları, anlamlı sonuçlar vermediğinden modelde yer almamıştır.

5.4.1. Nedensellik Sınama Sonuçları

Öngörülen üç tane VAR modeli için yapılan Granger nedensellik sınama sonuçları, ekler kısmında tablo halinde yer almış, aşağıda açıklaması yapılmıştır.

Bu sonuçlara göre, döviz kurundan ve iç borç stokundan hem ayrı ayrı hemde birlikte reel faiz oranına doğru bir nedensellik ilişkisi bulunamamıştır. Reel faiz oranı ve iç borç stoku hem birlikte hemde ayrı ayrı döviz kuruna doğru güçlü nedensellikler ortaya koymaktadır. Son olarak reel faiz oranından ve döviz kurundan hem ayrı ayrı hemde birlikte iç borç stokuna doğru güçlü bir nedensellik ilişkisi mevcuttur.

Kısaca ifade etmek gerekirse;

- reel faiz oranından iç borç stokuna doğru tek yönlü bir nedensellik,
- reel faiz oranından döviz kuruna doğru tek yönlü bir nedensellik,
- döviz kuru ve iç borç stoku arasında çift yönlü bir nedensellik, ilişkisi bulunmuştur.

5.4.2. Varyans Ayrıştırması Sonuçları

Burada, iç borç değişkeni üzerinde en çok hangi değişken yada değişkenlerin etkili olduğu araştırılacak ve bu amaçla varyans ayrıştırması yapılacaktır. İç borcu etkileyen ve iç borçlardan etkilenen değişkenler arasında doğrudan ve dolaylı etkinin daha net belirlenmesine çalışılmıştır.

Varyans ayrıştırma sonuçları tablolar halinde aşağıda verilmiştir.

Tablo 5.2

Varyans Ayrıştırma Sonuçları

Reel Faiz Oranının Varyans Ayrıştırması

Period	RFAİZ	KUR	İCBORC
1	100.0000	0.000000	0.000000
4	97.30516	1.062973	1.631869
8	97.24518	1.071387	1.683432
12	97.24479	1.071673	1.683534
20	97.24477	1.071689	1.683539
30	97.24477	1.071689	1.683539
40	97.24477	1.071689	1.683539

Döviz Kurunun Varyans Ayrıştırması

Period	RFAİZ	KUR	İCBORC
1	1.337054	98.66295	0.000000
4	10.96219	78.17142	10.86638
8	11.16288	77.86077	10.97635
12	11.15866	77.85175	10.98959
20	11.15848	77.85135	10.99017
30	11.15848	77.85135	10.99017
40	11.15848	77.85135	10.99017

İç Borç Stokunun Varyans Ayrıştırması

Period	RFAİZ	KUR	İCBORC
1	8.257334	5.553722	86.18894
4	28.06573	12.93928	58.99499
8	28.12145	13.58183	58.29671
12	28.10329	13.61346	58.28325
20	28.10246	13.61495	58.28259
30	28.10246	13.61496	58.28259
40	28.10246	13.61496	58.28259

SIRA : reel faiz, döviz kuru, iç borç stoku

Tablo 5.2 sonuçlarına göre, reel faiz oranında ki değişmelerin çok önemli bir kısmı kendisindeki ve ikinci olarak % 1.68 ile iç borçlarda ki değişmelerden kaynaklanmaktadır. Döviz kurlarının payı ise % 1.07'dir. 20. periyottan sonra ise paylar sabitlenmiştir. Döviz kurunda değişmelerin % 77.8 gibi önemli bir kısmı yine kendisindeki değişmelerden kaynaklanmaktadır. Reel faiz oranı ve iç borç stokunun döviz kurundaki değişmeleri açıklama oranları sırasıyla % 11.1 ve % 10.9'dur. 20. periyottan sonra açıklama oranları değişmemiştir. Son olarak, iç borç stokunda ki değişmeler 2 inci periyotta % 30.9 ile reel faiz oranı tarafından açıklanırken bu periyottan sonra reel faiz oranının açıklama kuvveti düşmeye başlamış ve 40 ıncı periyotta % 28.1'e gerilemiştir. Döviz kurunun iç borç stokunda ki değişmeleri açıklama oranı ise % 13'tür. Yine 20. periyottan sonra oranlar değişmemiştir. (Tablo 5.2 sonuçlarının grafik halinde ki gösterimi ise ekler kısmında yer almaktadır.)

5.4.3 Etki – Tepki Analizi Sonuçları

Bir makroekonomik büyüklük üzerinde herhangi bir değişkenin etkili olup olmadığı, öncelikle nedensellik sınamaları ile ölçülür. Etki derecesi varyans ayrıştırması ile belirlenir. Ardından, etkili değişkenin politika aracı olarak kullanılabilirliği etki-tepki fonksiyonlarıyla tespit edilir. Etki-tepki fonksiyonu grafikleri, modeldeki iki değişkene verilen şoklara diğer değişkenin nasıl tepki verdiğini göstermektedir. Şekil 5.1'de etki-tepki fonksiyonlarının grafikleri verilmiştir.

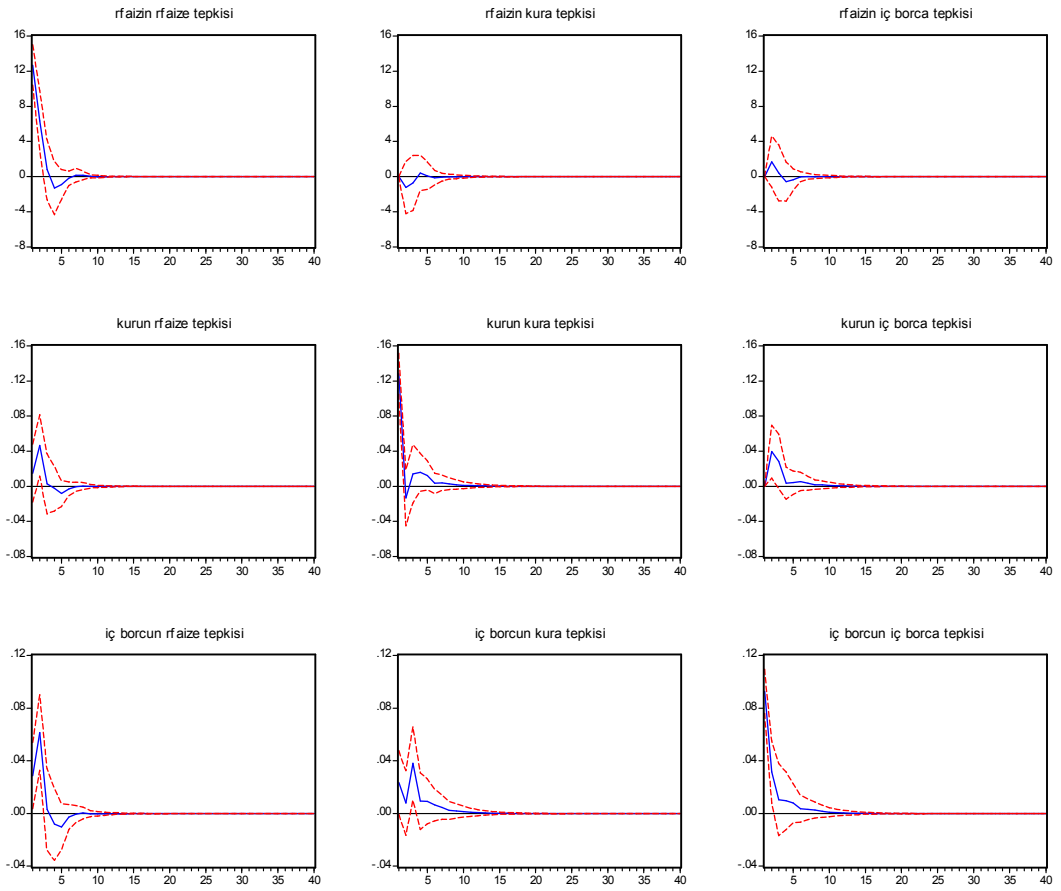
Döviz kurunda ki bir şok faiz oranında önce bir düşüşe sebep olmuş ve düşüş ikinci döneme kadar sürdükten sonra yavaşlamış ve etkisini kaybetmiştir. İç borç stokundaki şok ise düşük bir oranda faiz oranında artışa neden olduktan sonra etkisini kaybetmiştir.

Faiz oranında ki ve iç borçlardaki bir şoka döviz kuru % 4 artarak tepki verdikten sonra ikinci dönemden itibaren azalmaya başlayarak şok kısa dönemde etkisini kaybetmiştir.

Faiz oranındaki bir şok iç borç üzerinde % 6 gibi bir artışa sebep olmuş, üçüncü dönemden sonra iç borç azalmaya başlayarak şok etkisini kaybetmiştir. Döviz kurundaki bir şok ise, iç borçlar üzerinde ilk dönem önemli bir etki yapmamış, daha sonra iç borçlarda % 4 gibi bir artışa neden olmuştur. Dördüncü dönemden sonra iç borçlar azalmaya başlayarak şok etkisini yitirmiştir.

Şekil 5.1

Etki - Tepki Analizi



5.5. GENEL DEĞERLENDİRME

Önce iç borç stoku ile reel faiz hadleri arasındaki ilişki ele alınacaktır. VAR analizine göre, iç borç stokundan reel faiz hadlerine doğru Granger türü bir nedensellik bulunamamıştır. Modelde nedenselliğin yönü reel faiz haddinden iç borç stokuna doğru tespit edilmiştir. Söz konusu nedensellik ilişkisi, Hazine'nin borçlanma programına göre açıklanabilir. Hazine bütçe yılı başında bütçe açığı tahminlerine göre bir borçlanma programı hazırlamaktadır. Ancak bütçe yılı içinde bütçe açığı tahminlerinden uzaklaşılması, borçlanma faizlerini etkilemektedir. O halde buradan faizlerin Türkiye'de politik bir süreçle belirlendiği düşünülürse, iç borcun reel faizlerle ilişkili çıkmaması şaşırtıcı olmayabilir. Borçlanma faizleri ise iç borç stok miktarını belirlemektedir.

Varyans ayrıştırması sonuçları, reel faiz oranlarındaki değişmelerin önemli bir kısmının kendisinde ki ve ancak % 1.6'sının iç borç stokunda ki değişmeler tarafından açıklandığını göstermektedir. Buna rağmen, iç borç stok artışında ki değişmelerin % 28 gibi bir kısmının reel faiz oranında ki değişmelerden kaynaklanması, daha önceki analizimizin sonuçlarını doğrular niteliktedir.

Etki-tepki fonksiyonlarına göre, reel faiz oranı ve iç borç stokunda ki şokların birbirini etkilediği sonucu çıkmıştır. İç borçların faiz oranı üzerindeki bu etkisi nedensellik sınamalarında bulunamamıştır. Etki-tepki fonksiyonları nedensellik sınamalarını doğrulamakta, sadece reel faiz oranı ile iç borç stoku arasında ki ilişkinin

tek taraflı olmadığını göstermektedir. Ancak bu nedenselliğin reel faizlerden iç borç stoklarına doğru daha güçlü olduğu söylenebilir.

İkinci olarak iç borç stoku ve döviz kuru arasında ki ilişki incelenecektir. İç borç stoku ile döviz kuru arasında karşılıklı granger nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Bu durumda hem iç borç stokundan döviz kurlarına hem de döviz kurlarından iç borç stokuna doğru bir etki görülmektedir.

Yukarıda ki sonuç, varyans ayrıştırması ve etki-tepki analizleri ile de desteklenmektedir. Döviz kurunda ki değişimler, varyans ayrıştırması sonuçlarına göre, iç borç stokunda ki değişimleri % 13 gibi bir oran ile açıklamaktadır. Öte yandan, döviz kurunda ki değişimlerin % 10.9'luk kısmı iç borç stokunda ki değişimlerden kaynaklanmaktadır. Etki-tepki fonksiyonuna göre, her iki tepki de anlamlı olsada, iç borç stokunun döviz kuruna tepkisi daha güçlüdür. Döviz kurunun iç borçlar üzerinde ki bu etkisi, yabancı para cinsinden borçlanma, dövize endeksli borçlanma ve kur artışlarının toplam borç stoku üzerinde ki etkilerinden kaynaklanmaktadır.

Son olarak reel faiz oranı ile döviz kuru arasında ki ilişki yorumlanacaktır. Granger nedensellik testi sonucu, reel faiz oranlarından döviz kuruna doğru bir nedensellik göstermektedir. İç borçlanma senetleri reel faiz oranlarının yükselmesi durumunda, yatırımcılar portföy tercihlerini iç borç senetleri yönünde kullanacaklardır. Bu durum Türk Lirasına (TL) olan talebi arttıracığından, TL'nin değeri artacaktır.

Ayrıca, dışarıdan yüksek faiz elde etmek isteyenlerin fon girişi bu sürece ivme kazandıracaktır.

Varyans ayrıştırması ile etki-tepki analizi bulunan sonucu desteklemektedir. Döviz kurunda ki değişmelerin yaklaşık % 11 reel faiz oranlarında ki değişmeler tarafından açıklandığını göstermektedir. Etki-tepki fonksiyonuna bakarak, reel faizlerin kurları arttırıcı yönde etki yaptığını söyleyebiliriz.

Diğer taraftan, etki-tepki fonksiyonunda bulunan döviz kurlarının reel faiz oranlarını negatif yönde etkilediği sonucu nedensellik sınamalarında bulunamamıştır. Varyans ayrıştırması sonucuna göre, reel faiz oranlarında ki değişmelerin % 1.07'si döviz kurunda ki değişmeler tarafından açıklanmaktadır.

SONUÇ

Türkiye’de artan kamu harcamalarının vergiler ile finanse edilememesinden dolayı iç borçlanma 1990 yılından itibaren hızla artmaya başlamıştır. İç borçlanma kamu finansman aracı olarak, zamanla vergi gibi olağan bir gelir kaynağı haline gelmiştir. Araştırma dönemimizi kapsayan 1990-2005 yılları arasında kamu kesiminin iç borç stokunun GSMH’ya oranının giderek arttığı görülmektedir. Bunun anlamı, monetizasyonun ve dış borçlanma olanaklarının azalması sonucu iç borç stokunun GSMH içindeki payının arttığıdır. Özellikle döviz çıpası sisteminin terk edilip dalgalı kur sisteminin tercih edildiği 2001 yılındaki iç borç stokunun GSMH’ya oranı % 70’e varan bir oran ile rekor düzeye ulaşmıştır.

2001 yılında uygulanmaya başlanan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programında, kamu borç stokundaki artışlara rağmen yurtiçi piyasalarda borçlanma imkanlarının giderek daralması sonucu uluslararası piyasalardan borçlanabilme imkanının geliştirilmesi hedeflenmiştir. Bu çerçevede ekonomik ve siyasi belirsizliğin ortadan kalkmasıyla özel yabancı fon girişi hızlanmış, yurtiçi piyasalarda bir rahatlama sağlanmıştır. İç borç stokunun GSMH’ya oranı 2005 yılı itibariyle % 50.3 olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye’de iç borçlanma senetlerinin en önemli alıcısı bankalardır. (2005 yılı itibariyle % 86.7) Bankaların kaynaklarını iç borçlanma senetlerine yönelmeleri durumunda özel kesimin kredi kaynakları azalmaktadır. Bu şekilde kaynakların verimli yatırım alanlarında kullanılmaması ekonomik büyümeyi olumsuz

etkilemektedir. Ayrıca iç borçlanma senetlerinin ağırlıklı olarak bankalar tarafından satın alınması Devletin mali piyasadan yeterli fon temin edemediğini gösterir.

Türkiye’de iç borçlanma senetlerine uygulanan faizler enflasyon oranının üzerindedir. İç borçlanma araçlarına yüksek oranlarda reel faiz uygulanması bütçe açıklarını arttırmakta, bütçe açıklarını finanse etmek için iç borçlanmaya gidilmekte ve bu durum bir kısır döngüsüne sebep olmaktadır. Bireylerin yüksek oranlı enflasyon bekleyişleri reel faiz hadlerinin artmasında önemli bir paya sahiptir. Çalışmamızda Türkiye’de uygulanan reel faizler ile ekonominin büyüme hızı karşılaştırıldığında reel faiz oranlarının ekonomik büyüme hızının üzerinde gerçekleştiği görülmüştür. Buda maliye politikasının sürdürülebilirliğini zorlaştırmaktadır.

Kamu borcunun ele alınış tarzı zaman içinde büyük bir değişime uğradı. Keynes etkisinin olduğu dönemde, kamu borçlarının kısa dönemde nasıl stabilize edileceği üzerinde durulurken, uzun dönemli ilişkisi ele alınmıyordu. 1970’lerin başından itibaren rasyonel bekleyişler hipotezi geliştirildi. Buna göre, ekonomik birimlerin hükümet politikalarının etkilerini önceden kestirip ona göre tüketim ve tasarruf kararlarını verecekleri ve böylece hükümetin ekonomiyi yönlendirmede etkili olamayacağı ileri sürülmüştür. Kamu borçlanmasının ekonomide kaynak dağıtımını, tasarruf, yatırım ve üretim kararlarını etkileyip etkilemediği Barro (1974) ile başlayan ve Ricardo Denkliği olarak bilinen tartışma çerçevesinde gelişti. Günümüzde RET’i destekleyici yönde borç ve verginin aynı etkiler doğuracağını ileri süren görüşler olduğu gibi, kamu borçlanmasının nesiller arası gelir dağılımını

etkileyerek kaynak dağıtım mekanizması üstünde etkili olacağı yönünde görüşler de vardır.

Çalışmamızda, bütçe açıklarının finansmanında önemli bir paya sahip olan iç borçlanmanın ekonomik değişkenlerin en önemlilerinden faiz oranları ve döviz kurları üzerindeki etkisi VAR analizi ile incelenmiştir. Bunun için Granger Nedensellik Testi, Varyans Ayırıştırması ve Etki-Tepki Fonksiyonu kullanılmıştır.

Bulunan sonuçlara göre, iç borçlanmadan reel faiz hadlerine doğru Granger türünde bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir. Nedenselliğin yönü reel faiz hadlerinden iç borçlanmaya doğrudur. Reel faiz hadlerindeki değişim Hazine'nin yapacağı iç borçlanma miktarını belirleyecektir.

Türkiye'de iç borçlanmalar ile faizler arasında bir ilişki vardır. Kamu açığının iç borçlanmalarla finansmanı ve bireylerin ellerinde kamu menkul kıymetlerini bulundurması için faizlerin yükselmesi gerekmektedir. Aşırı miktarda borçlanma faiz hadlerinde bir artışa neden olmaktadır. Ancak, Türkiye'de faiz hadlerini iç borçlanmadan başka etkileyen bir çok faktör vardır. Kamu borçlarına ödenen yüksek faizlerin değişik nedenleri olabilir. Borçların milli gelire oranı, faiz öncesi açık, enflasyon, büyüme, siyasal istikrarsızlık, kamu harcamalarının tam kontrol edilememesi, birincil ve ikincil piyasaların yapısı, vergi, uluslararası şoklar, özelleştirme, konsolidasyon gibi sebepler sayılabilir.

Bu açıklamalar dikkate alındığında, iç borçlanmalar yanında yapısal risk faktörleri ve diğer kalitatif unsurların da faizleri etkilediği görülmektedir.

Varyans ayrıştırması ve etki-tepki fonksiyonları analizlerinden elde edilen sonuçlar dikkate alındığında, iç borçlanmanın reel faiz oranları üzerinde çok zayıf etkilerinin olduğu görülmektedir. Buna rağmen asıl güçlü ilişki reel faiz hadlerinden iç borçlanmaya doğrudur.

İkinci olarak iç borç stoku ile döviz kuru arasındaki ilişkinin incelenmesi sonucunda karşılıklı bir etkileşim ortaya çıkmıştır. Bu sonuç Türkiye ekonomisi için iç borç ve döviz kuru ilişkisinin incelendiği bölümden çıkartılan sonuçları doğrular niteliktedir. İç borçlanma döviz kurunu faiz oranları aracılığı ile etkiler. İç borçlanmada ki artışın faiz oranlarını etkilemesine bağlı olarak yurt içine yabancı sermaye akımı söz konusu olur. Bu durumda döviz kuru etkilenmektedir. Diğer taraftan Türkiye’de dövize endekli iç borçlanma senetlerinin çıkartılması söz konusu olduğundan döviz kuru iç borçlanma miktarını belirlemektedir. Bu nedensellik ilişkileri varyans ayrıştırması ve etki-tepki analizleri ile de desteklenmektedir.

Üçüncü olarak reel faiz oranı ile döviz kuru arasındaki ilişki incelenmiştir. Granger nedensellik testi sonucuna göre, reel faiz oranlarından döviz kuruna doğru tek taraflı bir ilişki tespit edilmiştir. İç borçlanma senetleri reel faiz oranlarının yükselmesi durumunda, yatırımcılar portföy tercihlerini iç borç senetleri yönünde kullanacaklar ve Türk Lirasının değeri artacaktır. Çalışmamızda, bu ilişkinin yönü

varyans ayrıştırması ve etki-tepki analizleri ile doğrulanmıştır. İç borçların içinde döviz ve dövize endekli borç bulunduğu düşünülürse döviz kurunun arttığı ve Türk Lirasının değer kaybettiği bir durumda iç borcun yabancı para cinsinden reel faiz maliyeti yükselmiş olacaktır. Döviz kurlarındaki artışın faiz oranlarını tetikleme durumu nedensellik testinde saptanamazken, varyans ayrıştırması sonucunda, döviz kurundan reel faiz oranına doğru zayıf bir ilişki çıkmıştır.

Bulunan sonuçlara göre, 1990-2005 döneminde Türkiye ekonomisinde iç borçlanma ekonomik değişkenlerle ilişkili çıkmıştır. İç borçlanmanın ele aldığımız değişkenlerden olan reel faiz oranına zayıf bir etkisinin olduğu, güçlü şekilde etkilediği değişkenin ise döviz kuru olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen sonuçlar, Ricardo Eşdeğerlik Teorisinin (RET) ileri sürdüğü gibi iç borçlanmanın yansız etkilere sahip olmadığını göstermektedir. Çalışmamızda iç borçlanmanın ekonomiyi etkilediğini kabul eden Keynesyen görüş doğrulanmıştır.

Borçlanmanın ekonomiye olan etkileri dikkate alındığında, Türkiye’de uygulanan iç borçlanma politikasının mali piyasalarda baskı yarattığı görülmektedir. Türkiye’nin problemi iç borç stok miktarının fazlalığı ve reel faizin yüksekliğinde yatmaktadır. İç borçlanma araçlarına ekonominin büyüme hızını aşan faiz oranları verilmektedir. Bu sorunların çözülebilmesi için başta ekonomik istikrar sağlanmalıdır. Ekonomik ve siyasi güven ortamı oluştuktan sonra vergilerin tabana yayılması sağlanarak borçlanma kademeli olarak azaltılmalıdır. İç borçlanma faiz ve vade yapısında değişiklikler yapılmalıdır.

Türkiye’de Mayıs 2001 yılında dalgalı kur rejimi ile uygulanmaya konulan istikrar programının olumlu sonuçlar verdiği anlaşılmaktadır. Ekonomik ve siyasi istikrarın sağlanması, güven ortamının iyileşmesi ile borçlanma faiz oranları düşme eğilimine girmiş, kamu kesimi borçlanma gereği azalmış ve Türk Lirasına geri dönüş hızlanarak YTL değerlendirilmiştir. Bu sorunlarda istikrar sağlandığı zaman Türkiye’nin borç stoku probleminin önümüzdeki yıllarda önemini azalacağı söylenebilir.

ÖZET

Bu çalışmada ilk olarak Türkiye’de ki iç borçlar (iç borçların tanımı ve özellikleri, iç borç araçları, iç borç çeşitleri, iç borçların kaynakları ve iç borç yönetimi) ve faiz oranı, döviz kuru genel olarak incelenmiş, Türkiye ekonomisindeki gelişmeleri 1990-2005 dönemi için analiz edilmiştir.

Daha sonra iktisat okullarının devlet borçlanmasına bakış açılarının ve son yıllarda iç borç yönetimlerinde mali disiplini esas alan reformların incelenmesi, Türkiye’de iç borç sorununu tanımlamak için kurumsal bir temel sağlamıştır. Sonuç olarak çalışmada Türkiye ekonomisinde Ricardo Eşdeğerlik Teorisinin (RET) geçerli olmadığı, iç borçlanmanın ekonomiyi etkilediğini kabul eden Keynesyen görüşün etkili olduğu gösterilmiştir.

İç borçlanmanın Türkiye’ye özgü özellikleri ortaya konulmaya çalışıldıktan sonra iç borçların temel makro ekonomik göstergelere (faiz oranı ve döviz kuru) etkileri ve ekonomik analizi yapılmıştır. Son olarak, 1990 yılından sonra yapılan iç borçların iktisadi etkilerinin ekonometrik analizi yapılmış, bu ekonometrik analizde Vektör Otoregressif Analiz (VAR) kullanılmıştır.

Bu analizler sonunda Türkiye’de uygulanan iç borçlanma politikasının mali piyasalarda baskı yarattığı görülmüştür. Çözüm olarak, ekonomik ve siyasi istikrarın

sağlanması ile Türkiye'nin borç stoku probleminin önümüzdeki yıllarda çözülebileceği ileri sürülmüştür.

ABSTRACT

Firstly, domestic debt in Turkey (identification and features of domestic debt, domestic debt instruments, the kinds of domestic debt, resource of domestic debt and management of domestic debt) and interest rate, exchange rate were investigated generally in this study, these development in Turkish economy were analyzed for 1990-2005.

Afterwards, the basic framework to define the domestic debt is set by analyzing the approaches of the main economic schools and also the new methods which is based on the fiscal discipline in debt management. The result of this study showed that RET is invalid in Turkish economy, Keynes approach which accepts the effect of domestic debt in economy is effective.

After features of domestic debt in Turkey is tried to explain, the side effects of domestic debt over the main macroeconomic indicators such as interest rate and exchange rate as well as economic analysis of domestic debt were done. Finally, utilizes a econometric method (VAR) to analyze the economic effects of domestic borrowing, starting after the period of 1990.

The results indicated that politics of domestic debt in Turkey press the fiscal market. It was put forward as a solution that if economic and politics stabilization are provided, the problem of domestic debt will be solved next years.

KAYNAKLAR

Akdi,Yılmaz. **Zaman Serileri Analizi** , Bıçaklar Kitabevi, Ankara, 2003.

Alpan, Fulya. “Türkiye’de İç Borçlanma ve Para Arzının Finans Piyasasındaki Kısa ve Uzun Dönemli Beklentiler Üstündeki Etkisinin Band Spektrum Yöntemi ile Çözümlemesi”, **Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl 37, Aralık 2000, s.63-77.

Aren, Sadun. **İstihdam Para ve İktisadi Politika**, Savaş Yayınları, 1992.

Bağcı, Hamdi. **Kamu Borçları Yönetimi ve Türkiye İçin Bir Değerlendirme**, SPK, Yayın No:135, 2001.

Barro,Robert J. “Are Government Bonds Net Wealth”, **Journal of Political Economy**, 1974, Vol.82, No.6, s. 1095-1119.

Barro, Robert J. **Macroeconomics**, SA. John Wiley and Sons, 1983, s. 367-397.

Barro,Robert J. “Reflections On Ricardian Equivalence”, **NBER Working Paper Series**, 1996, Working Paper.5502, s.1-19.

Berument, Hakan ve Malatyalı, Kamuran. “Determinants of Interest Rates in Turkey”, **TCMB Discussion Paper:9902**, 1999.

Blinder, Alan S. and Solow, Robert M. “Does Fiscal Policy Matter”, **Modern Public Finance**, Vol.2, London: Edward Elgar, 1991, s.283- 298.

Buchanan, James. **Public Principles of Public Debt**, Homewood Illinois: Richard D. Irwin Inc, 1958, s.43-122.

Caselli, Francesco, Giovannini, Alberto and Lane, Timothy. “Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries”, **IMF Working Paper**, WP/98/55, April 1998, s.1-22.

Cesaratto, Sergio.”Savings and Economic Growth in Neoclassical Theory”, **Cambridge Journal of Economics**,1999, Vol.23, No.6, s.771-793.

Demir, Osman. “Türkiye Ekonomisi Sorunlar, Hatalar ve Krizler”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Ocak-2003, s.84-100.

Dinler, Zeynel. **İktisada Giriş**, Ekin Kitabevi Yayınları, 1998.

Dome,Takue. “Malthus on Taxation and National Debt”, **History of Political Economy**, 1997, Vol.29, No.2, s.275-294.

Dome,Takue. “Adam Smith’s theory of tax incidence: an interpretation of his natural-price system” , **Cambridge Journal of Economics**, 1998, Vol.22, s.79-89.

Dome, Takue. “Ricardo on income tax: a note” , **Cambridge Journal of Economics**, 2000, Vol.24, s.237-244.

Dornbusch, Rudiger and Fischer, Stanley. **Makroekonomi**, McGraw Hill-Akademi, 1998.

Dönek, Ekrem. “Türkiye’de İç Borçlanma Araçlarının Yapısal Analizi”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Temmuz-2000, s.53-67.

Eğilmez, Mahfi. **Hazine**, Diyalog Yayınları, 1997.

Elmendorf, Douglas W. and Mankiw, N.Gregory. “Government Debt”, **NBER Working Paper Series**, Working Paper.6470, 1998, s.1-91.

Enders, Walter. **Applied Econometric Time Series**, Second Edition, Wiley, 2004.

Erdem, Metin. **Devlet Borçları**, Ekin Kitabevi Yayınları, 1996.

Erol, Ahmet. **Ekonomik Etkileri Açısından Türkiye’de Devlet Borçları (1981-1990)**, Maliye ve Gümrük Bakanlığı, No.1992/324, 1992.

Erol, Ahmet. “Borçlanmanın Ekonomik Etkileri”, **Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Şubat-2004, Yıl 41, Sayı 479, s.65-86.

Evans, Paul. “Interest Rate and Expected Future Budget Deficits in the United States”, **Journal of Political Economy**, 1987, Vol. 95, No.1, s.34-58.

Evgin, Tülay. “Son Yıllarda Bütçe ve Bütçe Açığının Finansmanı”, **Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi**, 1998, No.18, s.1-82.

Fischer, Stanley and Easterly, William. “The Economics of The Government Budget Constraint”, **The World Bank Research Observer**, 1990, Vol.5, No.2, s.127-142.

Giavazzi, Francesco and Pagano, Marco. “Confidence Crises and Public Debt Management”, **Public Debt Management: Theory and History**, İtalian Macroeconomic Policy Group Cambridge University Presss (CEPR),1992,s.125-152.

Gonzalo, Jesus (1994), “Five Alternative Methods of Estimating Long-Run Equilibrium Relationships”, **Journal of Econometrics**, 60, 203-233.

Göker, Zeliha. “Kamu Borçları ve Fiyat İstikrarı”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 18. yıl, Eylül 2003, s.77-86.

Gönül, Ayşenur. “Bütçe Açıklarının Finansmanı ve Ekonomik Etkileri”, DPT, 1998.

Günaydın,İhsan. “Türkiye’de Kamu Kesimi Açıkları ve Enflasyon”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Nisan-2001, s.62-77.

İnce, Macit. **Devlet Borçları ve Türkiye**, Gazi Kitabevi, 2001.

Kalaycı, Şeref, Aytemiz, Levent ve Helhel, Yeşim. “İç Borç, Faiz, Enflasyon ve Üretim Etkileşimleri: Türkiye Örneği”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, 19. yıl, Ağustos 2004, s.80-87.

Keyder,Nur. **Para Teori-Politika-Uygulama**, 1996.

Keyder, Nur. “Kur Değişimi ve Türkiye’de Borcun Sürdürülebilirliği“, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Haziran-2003, s.57-64.

Kochin, Levis A. “Are Future Taxes Anticipated by Consumers?”, **Journal of Money Credit and Banking**, 1974, Vol.6, No.3, s.385-394.

Kormendi, Roger C. “Government Debt, Government Spending, and Private Sector Behavior”, **American Economic Review**, 1983, Vol.73, No.5, s.994-1010.

Lerner, Abba. “Functional Finance and Federal Debt”, **Debt and Deficit**, Vol.2, Ed:Lakis C. Kaounides and Geoffrey Wood. London: Edward Elgar, 1992, s.97-111.

Mundell, Robert and Baldassari, Mario and Mc Callum, John. **Debt Deficit and Economic Performance**, London: Mac Millan Press, 1993.

Önder, İzzettin ve Kirmanoğlu, Hülya ve Kartallı, Yeşim. **Kamu Açıkları ve Kamu Borçları“Teori ve Türkiye Üzerine Bazı Gözlemler”**,Türk Harb-İş Sendikası,1995.

Özatay, Fatih ve Öztürk, Emin ve Sak, Güven. “1980 Sonrası Kaynakların Kamu ve Özel Sektör Arasında Paylaşımı ve Sonuçları”, **Tüsiad Yayınları**, Yayın No.T/96-1/189, 1996.

Özgen, F. Başkan ve Güloğlu, Bülent. “Türkiye’de İç Borçların İktisadi Etkilerinin VAR Tekniğiyle Analizi”, **Odtü Gelişme Dergisi**, 2004, s. 93-114.

Özverim, Feray “Faiz ve Kur Politikaları”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Temmuz 1996, s.44-51.

Romer, David. **Advanced Macroeconomics**, Mc Graw Hill, 2001.

Sak, Güven. “Konsolide Bütçe Açıkları ve Kamu Açıklarının Finansal Piyasalardaki Ağırlığının Faiz Oranları ve Döviz Kurları Üzerine Etkileri: Sıcak Para Politikası mı İzleniyor ?”, **İktisat-İşletme ve Finans Dergisi**, Mayıs-1995, Sayı 110, s.36-53.

Sakal, Mustafa. **Türkiye’de Mali Disiplin Sorunu: Kamu Açıkları ve Borçlanmanın Sürdürülebilirliği (1988-2000 Dönem Analizi)**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2003.

Seyidoğlu, Halil. **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, Güzem Yayınları, Ankara, 1992.

Seyidoğlu, Halil. **Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama**, Güzem Yayınları, 1996.

Sevüktekin, Mustafa ve Nargeleçekenler, Mehmet. **Zaman Serileri Analizi**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2005.

Silber, William L. “Fiscal Policy in IS-LM Analysis: A Correction”, **Journal of Money, Credit and Banking**, 1970, Vol.2, No.4, s.461-472.

Sims, Christopher A. “Macroeconomics and Reality”, **Econometrica**, Vol.48, January 1980, No.1, s.1-48.

Sönmez, Nezihe. “Borçlar ve Borç İdaresi”, **Türkiye İktisat**, Yıl.3, Sayı.8, Mayıs 1990, s.23-26.

Tanner, J. Ernest. “Empirical Evidence on the Short-Run Real Balance Effect in Canada “ **Journal of Money, Credit and Banking**, 1970, Vol.2, No.4, s.473-485.

Tanner, J. Ernest. “An Empirical Investigation of Tax Discounting“ **Journal of Money, Credit and Banking**, 1979, Vol.11, No.2, s.214-218.

Uluatam, Özhan. **Kamu Maliyesi**, Savaş Yayınları, 1991

Uygur, Ercan. “Enflasyon Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Aralık-2001, Sayı 189, s. 7-23.

Uzunoğlu, Sadi. “Döviz Kuru: Kamu Borç Stoku ve Finansal Kesime Etkisi”,
Finans-Politik Ekonomik Yorumlar, Yıl.42, Sayı.498, Eylül 2005, s.8-14.

Ülengin, Burç. “Bütçe Açığı, Parasal Büyüme, Enflasyon, Döviz Kuru ve Üretim Arasındaki Nedensellik İlişkileri:Türkiye Üzerine Bir Uygulama”, **ODTÜ Gelişme Dergisi**, 22(1), 1995 , s.101-116.

Ünsal, Erdal M. **Makro İktisat**, İmaj Yayınevi, Ankara, 2005.

Yawitz, Jess B. and Meyer, Laurence H. “An Empirical Investigation of the Extent of Tax Discounting”, **Journal of Money, Credit and Banking**, 1976, Vol.8, No.1, s.247-254.

Yellen, Janet L. “Symposium on the Budget Deficit”, **Journal of Economic Perspectives**, 1989, Vol.3, No.2, s.17-21.

Yıldırım, Nuri. “Türkiye’nin Borç Dinamiği”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, 17. yıl, Haziran 2002, s.29-45.

DİĞER KAYNAKLAR

DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, Ağustos 1995.

DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, Eylül 2000.

DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, Temmuz 2003.

DPT, Temel Ekonomik Göstergeler, Ağustos 2006.

Hazine Müsteşarlığı, Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Hedefler,
Politikalar ve Uygulamalar, 2001.

Merkez Bankası, Para Politikası Raporu, 2005-III.

Merkez Bankası, Üç Aylık Bülten 2005-II, Nisan-Haziran.

Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Rapor, 1993.

Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Rapor, 1997.

Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Rapor, 1999.

Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Rapor, 2003.

Maliye Bakanlığı, Yıllık Ekonomik Rapor, 2005.

www.hazine.gov.tr, t.12.03.2006.

EKLER

TABLO 1

Veri Seti

ZAMAN	RFAIZ	KUR	İCBORC
1990Q1	-6.96	0.00239	46
1990Q2	-8.14	0.00257	48
1990Q3	-2.35	0.00269	50
1990Q4	-0.68	0.00280	57
1991Q1	5.71	0.00223	65
1991Q2	11.71	0.00400	67
1991Q3	6.75	0.00451	76
1991Q4	10.23	0.00495	97
1992Q1	-0.84	0.00570	106
1992Q2	9.71	0.00668	118
1992Q3	14.07	0.00711	136
1992Q4	15.00	0.00803	194
1993Q1	18.53	0.00905	232
1993Q2	12.09	0.01001	252
1993Q3	9.89	0.01157	300
1993Q4	10.80	0.01335	357
1994Q1	26.68	0.01786	418
1994Q2	64.76	0.03257	468
1994Q3	13.17	0.03227	565
1994Q4	2.04	0.03627	799
1995Q1	8.62	0.04107	948
1995Q2	10.55	0.04297	1107
1995Q3	9.60	0.04640	1190
1995Q4	37.22	0.05311	1361
1996Q1	44.75	0.06437	1906
1996Q2	21.95	0.07658	2183
1996Q3	25.44	0.08561	2734
1996Q4	25.57	0.09922	3148
1997Q1	17.76	0.11887	3835
1997Q2	21.69	0.13790	4199
1997Q3	24.09	0.16248	5182
1997Q4	21.47	0.18882	6283
1998Q1	10.43	0.22454	7379
1998Q2	2.13	0.25381	8389
1998Q3	10.91	0.27306	9947
1998Q4	40.98	0.29439	11612
1999Q1	33.57	0.34266	14244
1999Q2	24.81	0.39686	16979
1999Q3	27.48	0.43944	20028
1999Q4	21.62	0.49908	22920

2000Q1	-17.18	0.56488	26679
2000Q2	-14.10	0.61191	30391
2000Q3	-11.59	0.64771	31416
2000Q4	-2.03	0.68214	36420
2001Q1	67.84	0.78549	50851
2001Q2	31.00	1.18680	90331
2001Q3	20.88	1.39819	105768
2001Q4	7.46	1.53164	122157
2002Q1	-0.29	1.36259	120299
2002Q2	10.19	1.41137	126830
2002Q3	19.21	1.65067	140290
2002Q4	18.31	1.62025	149869
2003Q1	23.27	1.65478	162557
2003Q2	16.62	1.51952	175269
2003Q3	11.11	1.39555	178711
2003Q4	7.70	1.44515	194386
2004Q1	9.20	1.33397	203707
2004Q2	15.64	1.45393	209118
2004Q3	14.61	1.47847	217571
2004Q4	12.13	1.44584	224482
2005Q1	8.65	1.32682	232489
2005Q2	7.45	1.36425	234799
2005Q3	7.13	1.34098	243207
2005Q4	6.22	1.35658	244782

TABLO 2

VAR Gecikme Uzunluğu Seçimi

İçsel Değişkenler: RFAİZ KUR İCBORC

Dışsal Değişkenler: C DKUR1994

Gecikme (L)	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-115.6878	NA	0.016764	4.425011	4.643993*	4.509693
1	-101.0422	26.62836	0.013672	4.219717	4.767171	4.431422
2	-85.75374	26.12939*	0.010929*	3.991045*	4.866972	4.329773*
3	-81.35146	7.043636	0.013050	4.158235	5.362635	4.623986
4	-74.16422	10.71552	0.014191	4.224154	5.757026	4.816928
5	-63.70134	14.45781	0.013843	4.170958	6.032303	4.890755
6	-58.37221	6.782528	0.016497	4.304444	6.494262	5.151264
7	-53.10821	6.125379	0.020050	4.440298	6.958589	5.414142
8	-50.35289	2.905611	0.027292	4.667378	7.514141	5.768244

* imi ilgili kriterce seçilmiş gecikme uzunluğunu belirtmektedir.

LR: ardışık olarak düzenlenmiş LR sınama istatistiği

FPE: Nihai Öngörü Hatası

AIC: Akaike Kriteri

SC: Schwarz Kriteri

HQ: Hannan-Quinn Kriteri

TABLO 3

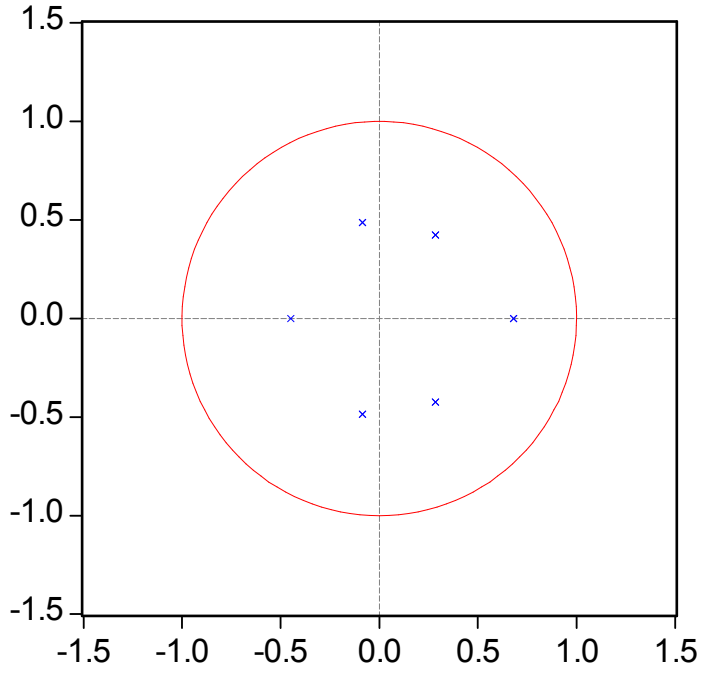
VAR İçsel Bağıntı LM Sınaması

Sıfır Hipotez: İçsel Bağıntı Sorunu Yoktur

Gecikme	LM İstatistiği	Olasılık
1	9.801593	0.3668
2	10.78088	0.2910
3	4.338098	0.8878
4	10.77898	0.2912
5	5.103443	0.8252
6	8.300626	0.5042
7	5.733906	0.7662
8	1.785884	0.9944
9	3.264944	0.9529
10	3.995187	0.9117
11	3.162718	0.9575
12	4.578656	0.8694

ŞEKİL 1

AR Karakteristik Polinomunun Ters Kökleri



TABLO 4

VAR Modeli Ters AR Kökleri

İçsel Değişkenler: RFAİZ KUR İCBORC

Dışsal Değişkenler: C DKUR1994

Kök (Sanal)	Kök (Reel)
0.680111	0.680111
0.284562 - 0.423708i	0.510396
0.284562 + 0.423708i	0.510396
-0.085482 - 0.486827i	0.494275
-0.085482 + 0.486827i	0.494275
-0.449325	0.449325

Hiç bir kök birim çemberin dışında yer almamıştır.
VAR durağanlık koşulunu sağlıyor.

TABLO 5

Normallik Testi

H0: Hata terimleri normal dağılmaktadır

Örnekleme: 1990Q1 2005Q4

Gözlem: 61

Öge	Skewness	Ki-Kare	df	Olasılık
1	1.211797	14.92927	1	0.0001
2	1.742304	30.86218	1	0.0000
3	0.689719	4.836415	1	0.0279
Ortak		50.62787	3	0.0000

Öge	Kurtosis	Ki-Kare	df	Olasılık
1	7.023050	41.13669	1	0.0000
2	10.37004	138.0571	1	0.0000
3	3.593836	0.896296	1	0.3438
Ortak		180.0900	3	0.0000

Öge	Jarque-Bera	df	Olasılık
1	56.06596	2	0.0000
2	168.9192	2	0.0000
3	5.732711	2	0.0569
Ortak	230.7179	6	0.0000

TABLO 6**VAR Modeli Tahmin Çıktısı**

VAR Tahminleri

Örnekleme: 1990Q4 2005Q4

Gözlem: 61

Standard Hata () & t-istatistikleri []

	FAIZ	KUR	ICBORC
FAIZ(-1)	0.471554 (0.13002) [3.62669]	0.002907 (0.00132) [2.20073]	0.004068 (0.00102) [3.97166]
FAIZ(-2)	-0.200029 (0.13840) [-1.44528]	-0.003099 (0.00141) [-2.20378]	-0.003622 (0.00109) [-3.32158]
KUR(-1)	-12.96874 (11.4847) [-1.12922]	-0.182410 (0.11668) [-1.56331]	-0.000349 (0.09048) [-0.00386]
KUR(-2)	-2.812733 (11.2146) [-0.25081]	0.058354 (0.11394) [0.51216]	0.328903 (0.08835) [3.72268]
ICBORC(-1)	18.33632 (15.5516) [1.17907]	0.425282 (0.15800) [2.69166]	0.339801 (0.12252) [2.77345]
ICBORC(-2)	-4.826953 (15.0405) [-0.32093]	0.184088 (0.15281) [1.20471]	-0.076649 (0.11849) [-0.64687]
C	10.23492 (3.10680) [3.29436]	0.028142 (0.03156) [0.89157]	0.069099 (0.02448) [2.82311]
DKUR1994	46.70228 (13.0962) [3.56611]	0.696391 (0.13305) [5.23392]	-0.112893 (0.10317) [-1.09419]
R	0.378106	0.474445	0.449619
Düzeltilmiş R	0.295969	0.405033	0.376928
Düzeltilmiş Kareler Toplamı	8552.638	0.882806	0.530836
Standart Hata	12.70317	0.129061	0.100079

F istatistiği	4.603368	6.835121	6.185286
Log olabilirlik	-237.3204	42.62822	58.14209
Akaike AIC	8.043293	-1.135352	-1.644003
Schwarz SC	8.320129	-0.858516	-1.367167

TABLO 7

Granger Nedensellik Sınamaları

Örnekleme: 1990Q1 2005Q4

Gözlem: 61

Bağımlı Değişken: RFAIZ

Dışlanan	Ki-Kare	df	Olasılık
KUR	1.317672	2	0.5175
ICBORC	1.396395	2	0.4975
Tümü	2.528556	4	0.6395

Bağımlı Değişken: KUR

Dışlanan	Ki-Kare	df	Olasılık
FAIZ	7.430701	2	0.0243
ICBORC	10.48668	2	0.0053
Tümü	17.15705	4	0.0018

Bağımlı Değişken: ICBORC

Dışlanan	Ki-Kare	df	Olasılık
FAIZ	20.67807	2	0.0000
KUR	13.88129	2	0.0010
Tümü	29.79820	4	0.0000

ŞEKİL 2

VARYANS AYRISTIRMASI

