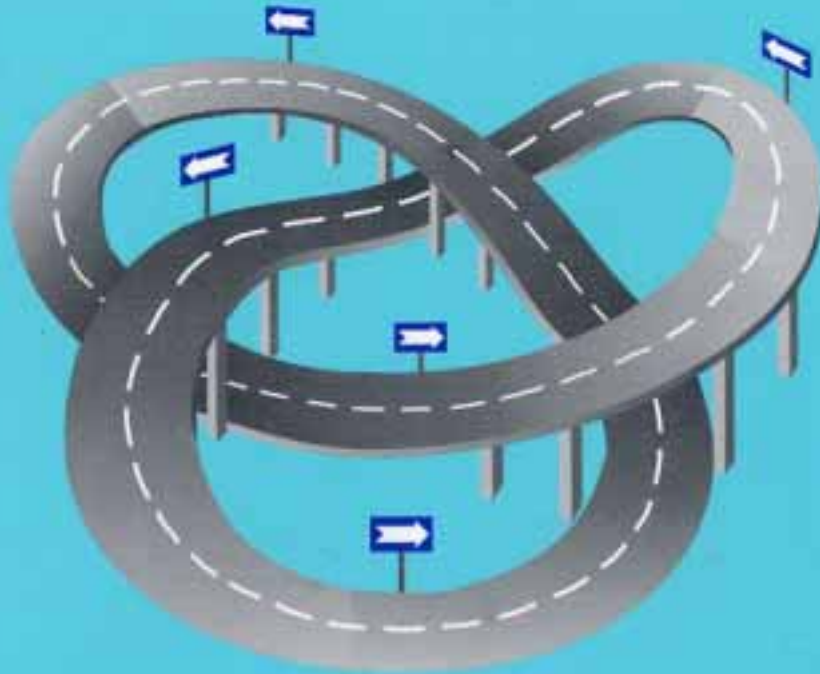


0031

DEVLETİN BORÇ KRİZİ İFLAS - 1999



MÜSİAD

MÜSTAKİL SANAYİCİ VE İŞADAMLARI DERNEĞİ

MÜSİAD ARAŞTIRMA RAPORLARI-6

DEVLETİN BORÇ KRİZİ İFLAS - 1999

Ekim 1994

**BU ÇALIŞMA MÜSİAD'da
Araştırmalar ve Bilgi Bankası Komisyonu ile
Ekonomik Danışma Kurulu tarafından
hazırlanmıştır.**

ISBN 975-95370-6-0

Dizgi, İç Düzen: Birim (0212) 532 51 79

Baskı: Prestij (0212) 565 76 65

Her hakkı mahfuzdur.
Bu rapordan ancak MÜSİAD'ın izni
alınmak veya MÜSİAD kaynak
gösterilmek suretiyle alıntı yapılabilir.

Önsöz

Kamu bütçe açıklarının enflasyonist olup olmadığı, teoride, bu açıkların büyük ölçüde hangi yöntemle finanse edildiğine bağlı bir durumdur. Teorik açıdan, kamu açıklarının Merkez Bankası kaynaklarından finansmanı ("para basma" yöntemi), örneğin bir iç borçlanma yöntemine göre çok daha enflasyonisttir ve enflasyon üzerindeki etkileri kısa vadede ortaya çıkmaktadır.

Türkiye, kamu bütçesinin hemen her yıl açık verdiği bir ülkedir. Geçmişte (ve bugün), kamu açıklarının finansmanında Merkez Bankası kaynakları önemli bir yer tutmuştur. Bununla birlikte, özellikle 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren iç borçlanma yönteminin, kamu açıklarının finansmanında giderek önem kazandığı ve iç borç stokunun 1993 sonu itibarıyla Gayri Safi Milli Hasıla'nın % 27'sine ulaştığı görülmektedir.

Kamu açıklarının finansmanında Merkez Bankası kaynakları yerine iç borçlanmaya daha fazla ağırlık verilmiş olması, teorik açıdan ülkedeki yüksek enflasyonla mücadele çerçevesinde tutarlı ve uygun bir yaklaşım olarak kabul edilebilir. Zira; Türk ekonomisinde parasal genişleme hızı ile enflasyon arasında sıkı bir ilişki mevcuttur ve iç borçlanma yöntemi -kamu açıklarının finansmanında- parasal genişlemeye yol açmadığı ölçüde enflasyonist olmayacaktır.

Ancak, Türkiye'de iç borçlanmanın çok kısa vadeli ve yüksek faiz oranları ile gerçekleştirilmesi, teorik beklentilerin Türk ekonomisi bağlamında yeniden gözden geçirilmesini zorunlu kılmaktadır. İç borçlanma yöntemi -mevcut durumu ile- Merkez Bankası finansmanının gerçek bir ikamesi midir, ya da parasal genişlemenin ve enflasyonun kısa vadeli ertelenmesinden mi ibarettir? Piyasa faiz oranları üzerinde büyük bir baskı oluşturan yüksek faizli kamu borçlanmalarının üretim, yatırım, ihracat vb. reel faaliyetler üzerindeki kısa ve orta vadeli olumsuz etkileri hangi boyutlardadır?

Raporumuzun amacı, ülkemizde son derece ciddi boyutlara ulaşan iç borçlanma sorununa kritik açıdan yaklaşarak mevcut borçlanma yöntemi ile ilgili sorunlara işaret etmek ve bazı önerilerde bulunmaktır. Bölüm I; konuya bir arka plan teşkil etmek amacı ile 1985-1993 dönemi konsolide bütçe gelişmelerine temas etmekte ve bazı trendleri belirlemektedir. Bölüm II, iç borçlanma ile ilgili trendlere işaret etmekte ve sorunları incelemektedir. Bölüm III, kamu açıklarının finansmanında dış borçlanma boyutuna temas etmekte, dış borçluluk açısından bazı önemli hususlara dikkat çekmektedir. Bölüm IV'de, iç borçlanma ile ilgili sonuç ve önerilere yer verilmektedir.

MÜSIAD olarak, devletin içinde bulunduğu borç krizinin mevcut boyutlarını ve bu trend devam ettiği takdirde devlet bütçesinin nasıl bir iflas tablosu ile karşılaşabileceğini ortaya koyan bu raporumuzun ekonomimize yön vermede faydalı bir ikaz görevi ifâ edeceğini ümid ediyoruz.

Saygılarımla,
Erol Yazar
MÜSIAD Genel Başkanı

İçindekiler

SAYFA NO

ÖNSÖZ	I
BÖLÜM I: KONSOLİDE BÜTÇE GELİŞMELERİ	1
1. KONSOLİDE BÜTÇE-GSMH İLİŞKİSİ	2
2. KONSOLİDE BÜTÇE TRENDLERİ	4
a) Dolaysız vergilerin toplam bütçe gelirleri içindeki payı	4
b) Bütçenin sabit harcama kalemlerinin başında gelen personel harcamaları	4
c) Bütçenin değişken harcama kalemlerinden olan yatırım harcamalarının toplam bütçe giderleri içindeki payı	4
d) İç ve dış borçlanmadaki mali artışa paralel olarak bütçe harcamalarından giderek daha fazla pay alan gider kalemi faiz ödemeleri	4
3- BÜTÇE AÇIKLARININ FİNANSMAN YÖNTEMİ	7
BÖLÜM II: İÇ BORÇLANMA VE SORUNLARI	11
1- İÇ BORÇLANMA İLE İLGİLİ TRENDLER	11
a) İç borç stoku	11
b) Toplam borç stokunun GSMH'ya oranı	13
c) İç borç servisinin GSMH'ya oranı	13
d) İç borç faizinin bütçe açığına oranı	13
e) İç borç stokunun ortalama vadesi	13
2- İÇ BORÇLANMA İLE İLGİLİ SORUNLAR	15
a) İç borçlanma üretken amaçlara dayanmamaktadır	15
b) Kamu iç borçlanmasında ortalama vade çok kısadır	18
c) Kamu iç borçlanması çok yüksek maliyetle yapılmaktadır	20
d) Ticari banka kesimi kamu iç borçlanmasında en büyük alıcı konumundadır	23
e) İç borçlanma yoluyla kamu kesimine net kaynak aktarımı özel kesim yatırım talebini olumsuz yönde etkilemektedir	26
f) Kısa vadeli yüksek faizli iç borçlanma, kamu açıklarının ve enflasyonun yükünü toplum kesimlerine adaletli bir biçimde dağıtmamaktadır	28
BÖLÜM III: KAMU AÇIKLARININ FİNANSMANINDA DIŞ BORÇLANMA BOYUTU	31
1- DIŞ BORÇ STOKU/GSMH Oranı	33
2- DIŞ BORÇ STOKU/İhracat Geliri Oranı	33
3- DIŞ BORÇ SERVİSİ/İhracat Geliri Oranı	33
4- DIŞ BORÇ FAİZ ÖDEMELERİ/İhracat Oranı	33
BÖLÜM IV: SONUÇ VE TAHMİNLER	35

TABLolar

BÖLÜM I: KONSOLİDE BÜTÇE GELİŞMELERİ

Tablo 1: KONSOLİDE BÜTÇE KALEMLERİNİN GSMH'YA ORANI.....	3
Tablo 2: KONSOLİDE BÜTÇE GELİŞMELERİ (1985-1994).....	4
Tablo 3: KONSOLİDE BÜTÇEDE GELİR VE GİDERLERİN ARTIŞ HIZI.....	6
Tablo 4: BÜTÇE GİDERLERİ.....	6
Tablo 5: KONSOLİDE BÜTÇE TRENDLERİ (1985-1994).....	7
Tablo 6: YILLAR İTİBARIYLA KONSOLİDE BÜTÇE AÇIKLARININ FİNANSMAN YÖNTEMİ	9

BÖLÜM II: İÇ BORÇLANMA VE SORUNLARI

Tablo 7: İÇ BORÇLANMAYA İLİŞKİN BAZI MAKRO DEĞİŞKENLER (1985-1993) ..	12
Tablo 8: YILLAR İTİBARIYLA NOMİNAL VE REEL İÇ BORÇ STOKU.....	12
Tablo 9: İÇ BORÇLANMAYA İLİŞKİN BAZI TRENDLER (1985-1993)	14
Tablo 10: İÇ BORÇLANMA TRENDLERİ	14
Tablo 11: KAMU BORÇLANMASININ ÜRETKEN OLMAYAN KARAKTERİ (KISIR DÖNGÜ)	16
Tablo 12: İÇ BORÇ STOKUNUN VADE YAPISI (Yüzde Dağılımı)	19
Tablo 13: İÇ BORÇLANMADA NOMİNAL VE REEL FAİZ ORANLARI.....	22
Tablo 14: İÇ BORÇLANMADA FAİZ ORANLARI (% olarak)	23
Tablo 15: ALICILARA GÖRE İÇ BORÇ STOKU (1987-1993).....	25
Tablo 16: KAMU VE ÖZEL KESİMDE KAYNAK-HARCAMA DENGESİ	27

BÖLÜM III: KAMU AÇIKLARININ FİNANSMANINDA DIŞ BORÇLANMA BOYUTU

Tablo 17: DIŞ BORÇ STOKU (Milyon ABD \$)	32
Tablo 18: DIŞ BORÇ GÖSTERGELERİ (% Olarak)	34

BÖLÜM IV: SONUÇ VE TAHMİNLER

Tablo 19: İÇ BORÇ STOKU (Milyar TL.).....	35
Tablo 20: BORÇ FAİZİ TAHMİNLERİ	38

GRAFİKLER

Grafik 1: YILLAR İTİBARIYLA NOMİNAL VE REEL İÇ BORÇ STOKU.....	12
Grafik 2: İÇ BORÇ STOKUNUN ALICILARA GÖRE DAĞILIMI (1993)	26
Grafik 3: BÜTÇE AÇIĞI - ENFLASYON KISIR DÖNGÜSÜ	29
Grafik 4: BORÇ FAİZİ TAHMİNLERİ	38

BÖLÜM I

KONSOLİDE BÜTÇE GELİŞMELERİ

Kamu bütçe uygulaması ve sonuçları, tüm ekonomiler için son derece önem taşıyan bir konudur. Kamu harcamaları bütün ekonomilerde -değişen oranlarda da olsa- toplam efektif talebin oldukça önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Bu itibarla herhangi bir yıldaki kamu harcamalarının düzeyi toplam efektif talebin ve dolayısıyla Gayri Safi Milli Hasıla düzeyinin önemli bir belirleyicisidir. Kamu harcamalarının Gayrisafi Yurtiçi Hasıla'ya oranı örneğin Almanya'da yaklaşık % 30; ABD'de % 25; Fransa'da % 45, İngiltere'de % 35'ler düzeyinde iken bu oran Türkiye'de % 35-40 düzeyindedir. Kamu harcamalarını finanse etmek için sağlanan kamu gelirlerinin düzeyi ve hangi yollardan sağlandığı da bütçe uygulamalarının sonuçları itibarıyla diğer önemli bir boyutudur. Kamu gelirlerinin ne kadar enflasyonist, ne kadar enflasyonist olmayan yollardan elde edilmektedir? Bütçe açıklarının finansman şekli nedir? Bütçe açıklarının finansmanında iç borçlanmanın yeri nedir ve piyasa faiz oranları üzerindeki etkisi ne ölçüde olumsuzdur?

Türkiye, hemen her yıl kamu bütçe açığı veren ve bu açıkların GSMH içindeki payının giderek arttığı bir ülkedir. Bütçe açıklarının GSMH'ya oranı örneğin 1985 yılında % 2,8 iken, bu oran 1990 yılında % 4,2, 1991 yılında % 7,4, 1992 yılında % 6,1 ve 1993 yılında da % 9,8'e yükselmiştir. [Bütçe

açığının GSMH'ya oranı, örneğin Almanya'da % 1, ABD'de % 4-5, Fransa'da % 2, İngiltere'de % 1-1,5 düzeyindedir.]

Türkiye'de kamu açıkları ve bu açıkların azaltılması konusundaki tartışmalar, genellikle ve büyük ölçüde, kamu gelirlerinin (daha doğru bir ifade ile vergi gelirlerinin) yetersizliği üzerinde yoğunlaşmaktadır. Kamu giderlerinden tasarruf genellikle ikincil önemde bir konu olagelmıştır. Sorun, sadece kamu vergi gelirlerinin yetersizliği olarak algılanınca, kamu açıklarının azaltılmasında harcamalar yönü pek önemsenmemiş, enflasyonist ya da (en azından kısa vadede) enflasyonist olmayan yöntemlerle kamu kesimi ne kadar daha fazla harcanabilir gelir (kaynak) elde ediyorsa, harcamalar da o ölçüde artmıştır. Ülkenin sık sık içine girdiği seçim ortamları, hükümetleri daha fazla harcama yapmaya yöneltirken, kamu gelirlerinin aynı ölçüde artmadığı ve açıkların giderek büyüdüğü görülmüştür. Kamu açıklarının enflasyonist finansmanı enflasyon hızını artırırken, yüksek enflasyon da kamu harcamalarındaki artışı hızlandırmış daha büyük kamu açıklarına yol açmıştır. Bütçe harcamalarının sabit kalemlerinden olan personel harcamaları artarken, özellikle 1985 sonrası hızlı iç ve dış borçlanma sonucu faiz ödemeleri de bütçenin giderek büyüyen sabit bir gider kalemi haline gelmiştir. **Görünen o ki, yüksek faizli-kısa vadeli iç borçlanmanın bütçeye getirdiği büyük faiz yükü önümüzdeki dönemlerde bütçe harcamalarının kontrolünde en büyük güçlüklerden birisi -muhtemelen de en büyüğü- olacaktır.**

1) KONSOLİDE BÜTÇE - GSMH İLİŞKİSİ

a) Yıllar itibarıyla, bütçe harcamalarının bütçe gelirlerinden daha hızlı bir genişleme gösterdiği gözlenmektedir. Toplam bütçe harcamalarının GSMH'ya oranı 1985 yılında % 19,4'den, sürekli bir artış eğilimi ile 1993'de % 37'ye ulaşmıştır. Diğer bir ifade ile; ekonomimizde bir yıl içinde yapılan her 100 TL'lik harcamanın 37 TL'si kamu kesimi tarafından yapılmaktadır.

Bütçe harcamaları içinde en hızlı genişleme gösteren harcama kalemleri; personel ve faiz giderleridir. Kamu kesimindeki ücret politikaları ve

özellikle aşırı istihdam artışı sonucu, personel giderlerinin GSMH'ya oranı 1985'te % 4,6'dan, 1988'de % 5'e, 1990'da % 9,2'ye, 1993'de de % 12,8'e yükselmiştir.

İç ve dış borçlanmadaki hızlı artış sonucu bütçenin faiz yükünde de önemli artışlar görülmektedir. Bütçe faiz ödemelerinin GSMH'ya oranı iç borçlanmanın hız kazanmaya başladığı 1985 yılında % 2,4'den, 1993 yılında % 8,8'e yükselmiştir.

Bütçe yatırım harcamalarının GSMH'ya oranı ise yıllar itibarıyla duraklama içinde olup % 3,5-4 civarındadır.

KİT'lere transfer ödemelerinin GSMH'ya oranı ise yıllar itibarıyla dalgalı bir seyir izlemektedir. Bu dalgalı seyir büyük ölçüde KİT'lerin fiyatlama politikaları ile ilgilidir. Seçim yıllarında KİT fiyat artışları politik nedenlerle düşük tutulunca, bu kuruluşların karşılaştığı faaliyet zararları bütçeden karşılanmakta ve transfer ödemeleri artış göstermektedir. Nitekim genel seçimlerin yapıldığı 1991 yılında KİT'lere transfer % 863, mahalli seçimler öncesi 1993 yılında da % 217 artış göstermiştir. Bunun sonucu KİT'lere transferin GSMH'ya oranı 1990 yılında % 0,4'den 1991 yılında % 2,7'ye; 1992'de % 1'den, 1993'de % 2'ye sıçramıştır.

Bütçe harcamalarının bütçe gelirlerine oranla daha hızlı artışına paralel olarak, bütçe açığının GSMH'ya oranı 1985'te % 2,8'den 1993'te % 9,8'e yükselmiştir.

TABLO 1: KONSOLİDE BÜTÇE KALEMLERİNİN GSMH'YA ORANI (1985-1993) - (%)

	1993	1992	1991	1990	1989	1988	1987	1986	1985
Bütçe Gelirleri/GSMH	27,2	22,4	21,4	19,7	18,4	17,5	17,8	18,2	16,6
Dolaysız Vergiler/GSMH	9,7	9,2	9,1	8,2	8,0	7,0	7,7	7,9	6,6
Dolaylı Vergiler/GSMH	10,3	9,0	8,3	7,6	7,0	7,1	7,8	7,3	7,2
Bütçe Giderleri/GSMH	37,0	28,4	28,8	23,9	22,8	21,3	22,3	21,7	19,4
Personel Giderleri/GSMH	12,8	12,1	10,9	9,2	7,4	5,0	5,1	4,7	4,6
Yatırım Harcamaları/GSMH	4,3	3,8	3,8	3,5	3,4	3,5	4,5	5,1	4,0
Faiz Ödemeleri/GSMH	8,8	5,2	5,3	4,9	4,8	4,9	3,9	3,4	2,4
KİT'lere Transferleri/GSMH	2,0	1,0	2,7	0,4	0,7	1,0	0,8	0,4	0,7
Bütçe Açığı/GSMH	-9,8	-6,1	-7,4	-4,2	-4,4	-3,8	-4,4	-3,6	-2,8

TABLO 2: KONSOLİDE BÜTÇE GELİŞMELERİ (1985-1994) - (MİLYAR TL)

	1993	1992	1991	1990	1989	1988	1987	1986	1985
BÜTÇE GELİRLERİ	359.850	174.224	96.747	56.573	31.369	17.587	10.445	7.154	4.612
Dolaysız Vergiler	128.294	71.393	41.094	23.657	13.645	7.066	4.492	3.106	1.826
Dolaylı Vergiler	135.909	70.209	37.549	21.742	11.905	7.166	4.559	2.866	2.004
Vergi-dışı Gelirler	86.567	29.542	8.723	8.032	4.545	2.540	828	585	483
Hibe	1.597	1.700	8.434	1.636	115	41	15	73	99
Katma Bütçe	7.483	1.380	947	1.506	1.159	774	550	524	201
BÜTÇE GİDERLERİ	489.255	221.658	130.263	68.527	38.871	21.447	13.043	8.561	5.399
Personel	169.532	94.076	49.291	26.465	12.539	5.053	2.996	1.840	1.276
Diğer Cari	35.460	20.145	11.112	6.987	4.121	2.407	1.542	1.211	819
Yatırım	57.467	29.239	17.146	10.055	5.818	3.564	2.642	2.019	1.117
Faiz Ödemeleri	116.468	40.298	24.073	13.966	8.259	4.978	2.266	1.331	675
- Dış	23.950	97.53	7.132	4.353	3.144	1.819	1.006	682	427
- İç	92.518	30.545	16.941	9.613	5.115	3.159	1.260	649	247
KİT'lere Transfer	25.898	8.145	12.191	1.265	1.223	1.025	446	138	181
Diğer Transfer	84.430	29.755	16.450	9.789	6.911	4.420	3.152	2.021	1.332
BÜTÇE DENGESİ	-129.405	-47.434	-33.516	-11.954	-7.502	-3.860	-2.598	-1.407	-787

2) KONSOLİDE BÜTÇE TRENDLERİ

1985-1993 döneminde, konsolide bütçe gelirleri yıllık ortalama % 73, konsolide bütçe giderleri de % 76 artış göstermiştir.

2.a) Dolaysız vergilerin toplam bütçe gelirleri içindeki payı yıllar itibarıyla dalgalı bir seyir izlemiş, 1993 yılında % 35,6'ya gerilemiştir. Dolaylı vergilerin payı ise % 37,7 düzeyindedir. Vergi-dışı (Fon vs.) gelirlerin toplam bütçe gelirlerindeki payı ise % 24'e (1993) yükselmiştir.

2.b) Bütçenin sabit harcama kalemlerinin başında gelen personel harcamaları 1985-1993 döneminde yıllık ortalama % 86 artış göstermiş, bu harcamaların toplam bütçe giderleri içindeki payı 1985'te % 23,6'dan 1993'de % 34,6'ya yükselmiştir.

2.c) Bütçenin değişken harcama kalemlerinden olan yatırım harcamalarının toplam bütçe giderleri içindeki payı giderek azalmış, 1985'te % 24,2'den 1993'de % 11,7'ye gerilemiştir. Kamu yatırımları içinde imalat sanayi yatırımları büyük gerileme kaydederken, ulaştırma, enerji ve telekomünikasyon alanlarında altyapı yatırımları ağırlık kazanmıştır.

2.d) İç ve dış borçlanmadaki hızlı artışa paralel olarak, bütçe harcamalarından giderek daha fazla pay alan gider kalemi faiz ödemeleridir. 1985-

1993 döneminde yıllık ortalama % 94 artış gösteren faiz ödemelerinin toplam giderler içindeki payı 1985'de % 12,5'dan 1993'de % 23,8'e yükselmiştir. 1985 yılında vergi gelirlerinin % 17,6'sı faiz ödemelerini karşılarken, bu oran 1993 yılında % 44'e yükselmiştir; diğer bir deyişle her 100 TL'lik vergi gelirinin 44 TL'si faiz ödemelerine gitmektedir.

Özetle; bütçe gelirlerinin bütçe giderlerini karşılama kabiliyeti giderek azalmaktadır. Bütçe gelirleri 1985 yılında bütçe giderlerinin % 85'ini karşılarken, bu oran 1993'de % 73,5'a gerilemiştir. Bütçe açığının bütçe gelirlerine olan oranı ise sürekli bir kötüleşme eğilimi içindedir; bu oran 1985'te % 17,1'den 1993'de % 36'ya yükselmiştir.

Bütçenin kısa-vadede azaltılması mümkün olmayan **personel ve faiz ödemeleri gibi sabit gider kalemlerinin toplam giderler içindeki payı sürekli artmaktadır; nitekim bu iki gider kaleminin toplam içindeki payı 1985'te % 36'dan, 1993'de % 58,4'e yükselmiştir.** Bu durum hükümetin, kısa vadede giderleri azaltmak yoluyla bütçe açıklarını kontrol kabiliyetini oldukça sınırlandırmaktadır. Geriye kalan tercihler ise; maliyet artışlarına paralel olarak KİT fiyatlarında sık sık ayarlamalara giderek KİT'lere transferi azaltmak ve yatırım harcamalarında önemli kısıtlamalara gitmektir. Ancak tüm kamu yatırım harcamaları sıfırlanmış olsa dahi, buradan elde edilecek tasarruf (!) ancak % 10 civarındadır; kaldı ki devam eden yatırımların bütçe-de tasarruf nedeniyle durdurulmasının bugünkü ve gelecekteki reel kaynak maliyetinin de iyi hesap edilmesi gereklidir.

Sonuç olarak, personel ve faiz ödemeleri gibi sabit harcama kalemlerinin artan payı mevcut bütçe uygulamasına büyük bir katılık getirmekte, bütçe giderlerinin esnekliğini azaltmakta ve hükümetin bütçe açıklarını kısa vadede kontrol kabiliyetini son derece sınırlandırmaktadır. Örneğin, konsolide bütçe 1993 yılında yaklaşık 129,5 trilyon TL açık vermiştir. Eğer kamunun iç ve dış borç stoku mevcut düzeyin yarısı olsa idi (dolayısıyla yapılan faiz ödemeleri yaklaşık 58 trilyon TL düzeyinde olacaktı),

(i) personele yaklaşık % 25 daha düşük maaş zammı ve

(ii) KİT'lerde gerçekçi fiyat ayarlaması (transferlerin sıfırlanması)

suretiyle 1993 yılı bütçesinin denkleştirilmesi ve açık vermemesi mümkün olabilecekti.

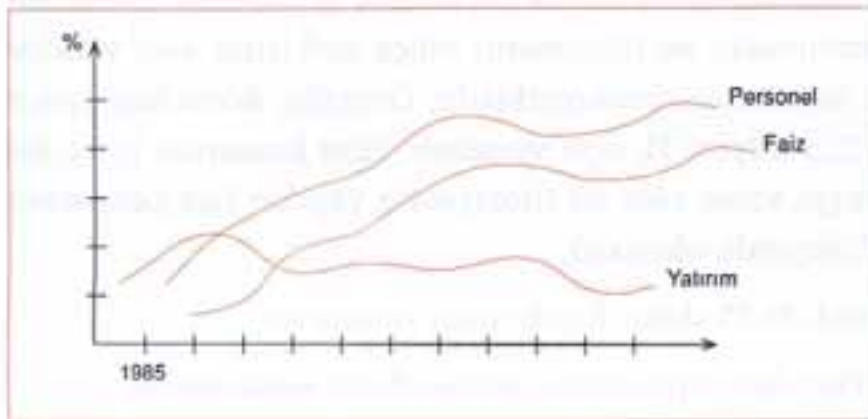
TABLO 3: KONSOLİDE BÜTÇEDE GELİR VE GİDERLERİN ARTIŞ HIZI

	1993	1992	1991	1990	1989	1988	1987	1986
							Yıllık % Artışı	
BÜTÇE GELİRLERİ	106	80	71	80	78	68	46	55
Dolaysız Vergiler	79	74	74	73	93	57	44,5	70
Dolaylı Vergiler	93,5	87	73	82,5	66	57	59	43
Vergi-dışı Gelirler	193	238	8	76	79	206	41,5	21,1
BÜTÇE GİDERLERİ	120	70	90	76	81	64	52	58
Personel	80,2	91	86,2	110	148	68,6	62,8	44,2
Yatırım	96,5	70,5	70,5	72,8	63,2	34,9	30,8	80,7
Faiz	189	67,4	72,3	69,1	65,9	119	70,2	97,1
KİT'lere Transfer	217	-33	863	3,4	19,3	129	223	-23,7
BÜTÇE DENGESİ (AÇIĞI)	172,8	41,5	180,3	59,3	94,3	48,5	84,6	78,7

TABLO 4: BÜTÇE GİDERLERİ*

	Personel	Yatırım	Faiz	KİT'lere Transfer
1985	23,6	24,2	12,5	3,3
1986	21,5	23,5	15,5	1,6
1987	22,9	20,2	17,3	3,4
1988	23,5	16,6	23,2	4,7
1989	32,2	14,9	21,2	3,1
1990	38,6	14,6	20,3	1,8
1991	37,8	13,1	18,5	9,3
1992	42,4	13,2	18,2	3,7
1993	34,6	11,7	23,8	18,1

* Toplam Bütçe Giderlerinin Yüzdesi Olarak



TABLO 5: KONSOLİDE BÜTÇE TRENDLERİ (1985-1994) - (%)

	1993	1992	1991	1990	1989	1988	1987	1986	1985
Dolaysız Vergiler/Bütçe Gelirleri oranı	35,6	40,9	42,5	41,8	43,5	40,1	43,0	43,4	39,5
Dolaylı Vergiler/Bütçe Gelirleri oranı	37,7	40,3	38,8	38,4	37,9	40,7	43,6	40,0	43,4
Vergi-dışı Gelirler/Bütçe Gelirleri oranı	24,0	16,9	9,0	14,1	14,4	14,4	7,9	8,1	10,4
Personel Giderleri/Bütçe Giderleri oranı	34,6	42,4	37,8	38,6	32,2	23,5	22,9	21,5	23,6
Yatırım Giderleri/Bütçe Giderleri oranı	11,7	13,2	13,1	14,6	14,9	16,6	20,2	23,5	24,2
Faiz Ödemeleri/Bütçe Giderleri oranı	23,8	18,2	18,5	20,3	21,2	23,2	17,3	15,5	12,5
KİT'lere Transfer/Bütçe Giderleri oranı	18,1	3,7	9,3	1,8	3,1	4,7	3,4	1,6	3,3
Faiz Ödemeleri/Vergi Gelirleri oranı	44,0	28,4	30,6	30,7	32,3	34,9	25	22,2	17,6

3) BÜTÇE AÇIKLARININ FİNANSMAN YÖNTEMİ

Bütçe açıklarının enflasyona yol açıp açmayacağı, teoride bu açıkların hangi yöntemle finanse edildiğine bağlıdır. Buna göre, bütçe açıkları Merkez Bankası kaynaklarından finanse ediliyorsa ("para basma" yöntemi), enflasyonist sonuçlar doğuracaktır. Eğer açıkların finansmanı iç borçlanma ile sağlanıyorsa bu takdirde bütçe açıkları (parasal genişleme söz konusu olmayacağı için) enflasyona yol açmayacaktır. Tabiatıyla, teorinin "borçlanma"dan kasdettiği, uzun vadeli (10-20 yıl vadeli) ve genellikle düşük faizli borçlanmalardır.

Türkiye uygulamasında ise durumun oldukça farklı olduğu öne sürülebilir. **Geçmişte bütçe açıkları genellikle Merkez Bankası kaynakları ile finanse edilmiş, parasal genişleme hızındaki artış kısa vadede enflasyon hızına yansımıştır.** Zaman zaman yapılan iç borçlanmaların ise genellikle Merkez Bankası ve Kamu İktisadi Kuruluşları çerçevesi dışına çıkmadığı ve belli bir süre sonra da monetize edildiği görülmüştür.

Kamu açıklarının finansmanında iç (ve dış) borçlanma esas itibarıyla 1984 yılından sonra ağırlık kazanmıştır. Ancak, kısa vadeli ve yüksek faizli iç borçlanmanın -sonuçları itibarıyla- Merkez Bankası finansmanından çok farklı sonuçlar doğurduğunu söylemek uygun değildir. Bu tür bir borçlanma yöntemi; çok kısa vadede parasal genişlemeyi sınırlandırıp enflasyonu baskı altına alsa dahi, bir yıl ve ötesinde enflasyonist sonuçlar doğurmaktadır. Zira % 80-90 faiz oranları ile yapılan kısa vadeli iç borçlanmalar,

alınan borcun bir yıl gibi kısa bir süre sonra % 80-90 fazlası ile (muhtemelen para basarak) ödenmesini, ya da daha yüksek faiz ödeyerek yenilenmesini gerektirmektedir. Dolayısıyla mevcut biçimiyle iç borçlanmanın mutlak anlamda "enflasyonist olmayan bir yöntem" olduğunu öne sürmek hatalıdır.

Dış borçlanmaya gelince, dış borçlanma sonucu Merkez Bankası'nın net döviz rezervlerindeki artış parasal otoriteleri yüksek enflasyonist ortamda Türk Lirası'nın dış paralar karşısında reel olarak değer kazanmasına müsaade etmek, ya da Merkez Bankası-dışı kesimden döviz satın almak suretiyle parasal genişlemeye izin vermek gibi iki zor tercihle karşı karşıya bırakmıştır. T.C. Merkez Bankası, özellikle 1988-93 döneminde bu konuda orta bir yol izlemeyi tercih etmiş, döviz rezervlerindeki hızlı artış Türk Lirası'nın kısmen reel değer artışına (overvaluation) yol açarken, kısmen parasal genişleme ile de sonuçlanmıştır. Bu dönemde hızla artan kamu açıklarının -iç borçlanma yanında- kısmen Merkez Bankası kaynakları ile de finansmanı Merkez Bankası'nın kamuya açtığı kredilerde genişlemeye neden olmuştur. Bu sebeble döviz rezervlerindeki artışın yurtiçi para stoku üzerindeki genişletici etkisi, Merkez Bankası'nın iç kredilerini daraltması yoluyla nötrleştirilememiştir. **Sonuçta, dış borçlanma -rezerv artışları yoluyla- parasal genişlemeye yol açarken, enflasyonla mücadeleyi de zorlaştırmıştır.** Özetle, döviz rezervlerindeki artış Merkez Bankası bilançosundaki net dış varlıkları arttırmak suretiyle tedavüle çıkan para miktarını arttırmış ve enflasyonu körüklemiştir.

TABLO 6; 1985-1994 döneminde konsolide bütçe açıklarının nasıl finanse edildiğini göstermektedir.

Görüldüğü gibi; Merkez Bankası finansmanının toplam nakit açığı finansmanı içindeki payı, iç borçlanmanın ağırlık kazanması ile, 1985 yılında % 30'dan, 1990 yılında % 2,6'ya kadar gerilemişti.

Ancak, kamu açıklarının finansmanında Merkez Bankası kaynakları 1991 yılından itibaren tekrar önem kazanmaya başlamış, nakit açığının 1991'de % 32'si, 1992'de % 29'u, 1993'de % 44'ü ve mahalli seçimlerin yapıldığı 1994 yılının ilk dört aylık döneminde de % 87'si Merkez Bankası kısa vadeli avansları ile finanse edilmiştir.

1993 yılında toplam nakit açığının % 25'i net iç borçlanma (net tahvil satışı), % 18,3'ü net hazine bonosu satışı, % 16,3'ü net dış borçlanma ve % 44'ü de Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans kullanımı ile finanse edilmiştir.

Görüldüğü gibi; 1984 sonrası dönemde iç borçlanmanın (tahvil ve bono) kamu nakit açıklarının finansmanındaki nisbi önemi artmakla birlikte, özellikle seçim dönemlerinde Merkez Bankası finansmanı tekrar önem kazanmaktadır.

TABLO 6: YILLAR İTİBARIYLA KONSOLİDE BÜTÇE AÇIKLARININ FİNANSMAN YÖNTEMİ (1985-1994)

	(OCAK-NİSAN)									
	1994	1993	1992	1991	1990	1989	1988	1987	1986	1985
BÜTÇE DENGESİ	-55.533	-129.405	-47.434	-33.516	-11.954	-7.502	-3860	-2598	-1.407	-787
NAKİT DENGESİ	-64.073	-120.915	-59.439	-33426	-12.354	-8.141	-3.941	-2.566	-1.604	-904
NAKİT AÇIĞININ FİNANSMANI	-64.073	120.915	59.439	33426	12.354	8.141	3.941	2.566	1.604	904
a) NET İÇ BORÇLANMA	-5.785	30.135	15.408	2.279	7.942	5.982	2.433	896	476	497
b) NET DIŞ BORÇLANMA	15.044	19.715	4.038	1.921	41	-404	176	-266	-6	-227
c) MERKEZ BANKASI KISA VADELİ AVANSI (Net)	55.694	53.010	17.394	10.719	331	457	675	355	257	266
d) HAZİNE BONOLARI (Net)	12.698	22.241	23.978	12.790	1932	995	389	913	668	231
e) DİĞER	-13.578	-4186	-1380	5.718	2108	1111	268	668	208	136

BÖLÜM II

İÇ BORÇLANMA VE SORUNLARI

İç borçlanma, ülkemizde kamu açıklarının finansmanında 1980'li yılların ikinci yarısında önem kazanan bir yöntemdir. İç borçlanma Hazine'nin daha önceki dönemlerde de zaman zaman başvurduğu bir finansman yöntemi olmakla birlikte, bu yöntemin 1985 sonrası dönemde nitelik ve boyutlarında daha önceki dönemlere göre oldukça önemli farklılıklar gözlenmektedir.

Bu bölümde önce iç borçlanma ile ilgili bazı trendlere temas edilecek, daha sonra iç borçlanma ile ilgili sorunlar irdelenecektir.

1) İÇ BORÇLANMA İLE İLGİLİ TRENDLER

(a) Kamu açıklarının finansmanında 1980'li yılların ortalarından itibaren önem kazanmaya başlayan borçlanma sonucu **iç borç stoku** 1985-1993 döneminde yıllık ortalama % 64'lük bir artış göstererek 1993 sonu itibarıyla 356 trilyon 555 milyar TL'ye ulaşmıştır. Toplam borç stokunun % 53'ü tahvillerden, % 18'i Hazine Bonolarından, % 19,7'si Merkez Bankası'na kısa vadeli avans borcundan (% 9,3'ü ise kur farklarından kaynaklanan konsolide borç stokundan) oluşmuştur.

TABLO 7: İÇ BORÇLANMAYA İLİŞKİN BAZI MAKRO DEĞİŞKENLER (1985-1993) - (MİLYAR TL)

	1993	1992	1991	1990	1989	1988	1987	1986	1985
NAKİT AÇIĞI	120.915	59.439	33.426	12.354	8.141	3.941	2.566	1.604	904
ANA PARA* ÖDEMELERİ	208.676	87.869	39.687	16.540	13.437	8.464	5.388	2.673	1.578
TOPLAM FİNANSMAN İHTİYACI	329.591	147.308	73.113	28.741	21.578	12.405	7.954	4.277	2.482
BONO STOKU	64.488	42.247	18.258	5.469	3.537	2.542	1.923	822	490
TAHVİL STOKU	189.713	73.960	24.678	18.801	10.863	4.880	2.407	1.511	1.032
KISA VADELİ AVANS STOKU	70.421	31.000	13.589	2.870	2.539	2.082	1.407	1.052	795
TOPLAM BORÇ STOKU	356.555	181.809	93.643	57.180	41.934	28.458	17.218	10.515	6.973
ORTALAMA BORÇ VADESİ (ay)	17	16	11	16	14	12	9	10	-

* İç ve dış borç ana para ödemeleri

TABLO 8: YILLAR İTİBARIYLA NOMİNAL VE REEL İÇ BORÇ STOKU

YILLAR	NOMİNAL İÇ BORÇ STOKU (MİLYAR TL)	TOPTAN EŞYA FİYAT ENDEKSİ** (1987=100)	REEL İÇ BORÇ STOKU (1987 SABİT FİYATLARIYLA, MİLYAR TL)	REEL İÇ BORÇ STOKU ENDEKSİ (1987=100)
1987	17.218	100,0	17.218	100,00
1988	28.458	170,5	16.691	96,93
1989	41.934	279,5	15.003	87,10
1990	57.180	425,7	13.432	78,00
1991	93.643	661,4	14.158	82,27
1992	181.809	1.072,0	16.959	98,50
1993	356.555	1.698,0	20.998	121,95
1994	675.000*	3.568,0*	18.918	109,87

* Yıl sonu tahmini

** DİE

GRAFİK 1: YILLAR İTİBARIYLA NOMİNAL VE REEL İÇ BORÇ STOKU

REEL BORÇ STOKU ENDEKSİ
(1987=100)

(b) Toplam borç stokunun GSMH'ya oranı

1990 yılından bu yana sürekli bir artış trendi içindedir. Bu oran 1990 yılında % 19,9'dan, 1991'de % 20,7'ye, 1992'de % 23,3'e, 1993'de de % 27,0'ye yükselmiştir. Tahvil ve bono stokunun GSMH'ya oranı ise 1985'te % 5,5'tan, 1990 yılında % 8,4'e 1993 yılında da % 19,2'ye yükselmiştir. Kısa vadeli avans stokunun GSMH'ya oranı ise 1993 yılında % 5,3 düzeyine ulaşmıştır.

(c) İç borç ana para taksiti ve faiz ödemelerinden oluşan iç borç servisi'nin GSMH'ya oranı 1985'te % 5,1'den, 1990 yılında % 9,9'a, 1991'de % 10,5'a, 1992'de % 13,2'ye, 1993'de de % 20,9'a yükselmiştir.

(d) İç borç faizinin bütçe açığına oranı 1985'de % 31,4'den, 1993'de % 71,2'ye ulaşmıştır. Diğer bir ifade ile, bütçe açıklarının yaklaşık % 70'ini iç borç faizi oluşturmaktadır.

İç borç faiz ödemelerinin bütçe gelirlerine oranı ise, 1985'te % 5,4'den, 1993'de % 25,7'ye ulaşmıştır. Diğer bir ifade ile; her 100 TL'lik bütçe gelirin 1985 yılında sadece 5,4 TL'si faiz ödemelerine giderken, bu miktar 1993 yılında 25,7 TL'ye yükselmiştir; bütçe gelirlerinin giderek artan bir kısmı yıllık faiz giderlerine tahsis olunmaktadır.

(e) İç borç stokunun ortalama vadesi

1987 yılında 9 aya kadar gerilemiş, 1992 ve 1993 yıllarında borç vadelerini uzatma girişimi sonucu 1992'de 16 aya, 1993'de 17 aya yükselmiştir. Bununla birlikte; Türkiye'deki ortalama borç vadesi diğer birçok ülkeye göre çok kısadır.

TABLO 9: İÇ BORÇLANMAYA İLİŞKİN BAZI TRENDLER (1985-1993) - (%)

	1993	1992	1991	1990	1989	1988	1987	1986	1985
TOPLAM BORÇ STOKU/GSMH	27,0	23,3	20,7	19,9	24,6	28,3	29,4	26,7	25,1
BÜTÇE GELİRLERİ/GSMH	27,2	22,4	21,4	19,7	18,4	17,5	17,8	18,2	16,6
BÜTÇE GİDERLERİ/GSMH	37,0	28,4	28,8	23,9	22,8	21,3	22,3	21,7	19,4
BÜTÇE AÇIĞI/GSMH	9,8	6,1	7,4	4,2	4,4	3,8	4,4	3,6	2,8
NAKİT AÇIĞI/GSMH	9,1	7,6	7,4	4,3	4,8	3,9	4,4	4,1	3,3
BÜTÇE GELİRİ/BÜTÇE GİDERİ	73,6	78,6	74,3	82,6	80,7	82,0	80,1	83,6	85,4
BÜTÇE AÇIĞI/BÜTÇE GELİRİ	36,0	27,2	34,6	21,1	23,9	21,9	24,9	19,7	17,1
BONO STOKU/GSMH	4,9	5,4	4,0	1,9	2,1	2,5	3,3	2,1	1,8
TAHVİL STOKU/GSMH	14,4	9,5	5,5	6,5	6,4	4,9	4,1	3,8	3,7
TAHVİL+BONO/GSMH	19,2	14,9	9,5	8,4	8,4	7,4	7,4	5,9	5,5
KISA VADELİ AVANS STOKU/GSMH	5,3	4,0	3,0	1,0	1,5	2,1	2,4	2,7	2,9
KISA VADELİ AVANS STOKU/BÜTÇE AÇIĞI	41,0	36,7	32,0	12,5	6,1	17,5	13,7	18,3	33,8
İÇ BORÇ SERVİSİ/GSMH	20,9	13,2	10,5	9,9	8,6	8,9	9,3	6,4	5,1
İÇ BORÇ FAİZİ/BÜTÇE AÇIĞI	71,2	64,4	50,5	80,4	68,2	81,8	48,5	46,1	31,4
İÇ BORÇ FAİZİ/ BÜTÇE GELİRİ	25,7	17,5	17,5	17,0	16,3	18,0	12,1	9,1	5,4

TABLO 10: İÇ BORÇLANMA TRENDLERİ

	TOPLAM İÇ BORÇ STOKU /GSMH	TAHVİL+BONO STOKU /GSMH	KISA VADELİ AVANS STOKU /GSMH	İÇ BORÇ SERVİSİ /GSMH	İÇ BORÇ FAİZİ/VERGİ GELİRLERİ
1985	25,1	5,5	2,9	5,1	17,6
1986	26,7	5,9	2,7	6,4	22,2
1987	29,4	7,4	2,4	9,3	25,0
1988	28,3	7,4	2,1	8,9	34,9
1989	24,6	8,4	1,5	8,6	32,3
1990	19,9	8,4	1,0	9,9	30,7
1991	20,7	9,5	3,0	10,5	30,6
1992	23,3	14,9	4,0	13,2	28,4
1993	27,0	19,2	5,3	20,9	44,0

2) İÇ BORÇLANMA İLE İLGİLİ SORUNLAR

a) İÇ BORÇLANMA ÜRETKEN AMAÇLARA DAYANMAMAKTADIR.

Bir ülkenin belli dönemlerde iç (ya da dış) borçlanmaya gitmesi bizzatıhi yanlış bir iktisat politikası tercihi değildir. Hatta borçlanmanın belli dönemlerde büyük boyutlara ulaşmış olması da önem taşımayabilir. Önemli olan borçlanmanın hangi amaca (ya da amaçlara) yönelik yapıldığı ve ülkenin bu borçları geri ödeme kapasitesinin mevcut olup olmadığıdır.

İç borçlanma tekniği gerçekte birden fazla amaca hizmet edebilecek modern bir politika aracıdır, ve özellikle gelişmiş ekonomilerde etkin bir şekilde kullanılmaktadır. İç borçlanma gelişmiş ekonomilerde genellikle bir "toplam talep yönetimi" aracı olarak kullanılmaktadır. Hükümetler "toplam talep fazlası"nın yaşandığı dönemlerde bütçe fazlası yoluyla talebi kontrol etmek (ve azaltmak) için iç borçlanma yoluna gidebilmektedir. Bunun dışında hükümetler üretken altyapı yatırımlarının finansmanı için de iç borçlanmaya gidebilmektedir. Üretken kamu alt yatırımları orta ve uzun vadede özel yatırım talebini teşvik etmekte ve ülkedeki ortalama yatırım verimliliğini arttırmaktadır. (Not: Almanya'da bütçe açıkları ve kamu borçlanması son derece hassas bir konudur. Hiperenflasyonun hala belleklerden silinmediği bu ülkede, Anayasa hükümetlerin üretken yatırım amaçları dışında hiçbir amaçla bütçe açığı vermesine izin vermemektedir).

Türkiye'de ise iç borçlanma hiçbir zaman bir konjonktür politikası (toplam talep yönetimi politikası) olarak gündeme gelmemiştir. **Kamu bütçesi her yıl açık verdiği için, iç borçlanma -Merkez Bankası'ndan kullanılan kaynaklara ilave olarak- bütçe açıklarının finansmanı için kullanılmıştır.** Türkiye'de iç borçlanma bir talep kontrolü politikası değil, **olsa olsa talebi körükleyici bir politika işlevi görmüştür**; zira daha fazla borçlanma imkanı daha fazla kamu harcamasını ve bütçe açığını teşvik etmiştir. 1985 öncesi dönemde iç borçlanma kamu açıklarının finansmanında Merkez Bankası kaynakları kadar önemli bir yer tutmamış, yapılan iç borçlanmaların da belirli bir süre sonra monetize edildiği görülmüştür.

1985 sonrası dönemde iç (ve dış) borçlanma kamu açıklarının finansmanında giderek önem kazanmaya başlamıştır. Bu dönemde de borçlanmanın konjonktürel (anti-cyclical) amaçlarla kullanımı söz konusu olmamıştır. Borçlanmanın üretken amaçlara yönelik olarak yapıldığını öne sürmek mümkün değildir; zira yapılan gayrisafi borçlanma miktarı o yılki iç ve dış borç servis yükünü karşılamaya ancak yetebilmiştir.

TABLO 11: KAMU BORÇLANMASININ ÜRETKEN OLMAYAN KARAKTERİ (KISIR DÖNGÜ)

	1993	1992	1991	1990	1989	1988	1987	1986	1985
İÇ VE DIŞ BORÇ ANA PARA ÖDEMELERİ	208.676	87.869	39.687	16.540	13.437	8.464	5.388	2.673	1.578
İÇ VE DIŞ BORÇ FAİZ ÖDEMELERİ	116.468	40.298	24.073	13.966	8.259	4.978	2.266	1.331	675
İÇ VE DIŞ BORÇ SERVİS YÜKÜ	325.144	128.167	63.760	30.506	21.696	13.442	5.654	4.004	2.253
GAYRİSAFİ TAHVİL İHRACI	64.820	35.657	11.510	12.523	8.983	3.816	2.045	1.269	670
GAYRİSAFİ BONO İHRACI	171.155	75.918	34.277	8.443	7.634	5.115	3.955	1.784	1.218
MERKEZ BANKASINA BORÇLANMA	53.010	17.394	10.719	331	457	675	355	257	266
GAYRİSAFİ DIŞ BORÇLANMA	43.821	18.835	9.891	4.834	2.811	2379	825	688	193
TOPLAM GAYRİSAFİ BORÇLANMA	332.806	147.804	66.397	26.131	19.885	11.985	7.180	3.998	2.347
İÇ VE DIŞ BORÇ SERVİS YÜKÜ / TOPLAM GAYRİSAFİ BORÇLANMA (%)	97,7	86,7	96	113	109	112	79	100,1	95,9

TABLO 11, bu konuda içine düşülen kısır döngüyü oldukça açık bir biçimde göstermektedir. İç ve dış borç ana para taksitleri ve yıllık faiz ödemeleri (iç ve dış borç servis yükü) yıllar itibarıyla hızlı bir büyüme göstermiştir. Borç servis yükü 1986 yılında % 77; 1987 yılında % 41; 1988 yılında da % 137; 1989 yılında % 61; 1990 yılında % 40, 1991 yılında % 109, 1992 yılında % 101 ve 1993 yılında da % 153' lük bir artış göstermiştir. İç ve dış borç servis yükü bu dönemde gerçekleştirilen toplam gayrisafi borçlanma tutarına oranlandığında, yapılan toplam borçlanma miktarı ile borç ana para taksiti ve faiz ödemeleri tutarının birbirine yakın düzeylerde olduğu görülmektedir. Örneğin; 1991 yılında iç ve dış borç servisi aynı yıl yapılan toplam gayrisafi borçlanmanın % 96'sı iken, bu oran 1992 yılında % 86,7'si, 1993 yılında da % 97,7'si düzeyindedir. Görüldüğü gibi, **her yıl yapılan yeni borçlanmalar mevcut borç stokunun ana para taksiti ve faiz ödemelerini karşılamak amacıyla yöneliktir; diğer bir deyişle, borcu borçla ödeme gibi ciddi bir kısır**

döngünün içine girilmiştir. Mevcut borç stoku ise ağır faiz yükü altında hızla büyümektedir ve gelecekte sadece faiz ödemelerini karşılayabilmek için bile bugünkü düzeyin üzerinde bir borçlanma gerekecektir.

Özetle; mevcut kamu borçlanmasının üretkenlik ve üretkenlik artışına yönelik hiç bir yönü yoktur ve sadece "borcu borçla ödeme" esprisine dayanmaktadır. Eğer herhangi bir borçlu (kişi, kurum, şirket ya da devlet) yaptığı borçlanma ile gelecekte bu borcu ödeyebilecek bir kapasite/potansiyel yaratmıyorsa, borcunu geri ödemesi son derece şüphelidir. Tabiatıyla sözkonusu olan devlet ise, iç borçlarını monetize etme yoluna gidebilir (ki bu durumda ortaya çıkacak yüksek enflasyonun faturasını topluma ödetecektir) ya da toplumun muhtelif kesimlerine ağır vergi yükleri getirerek borçlarını ödeme tercihi yapabilir. Genellikle Türkiye gibi ülkelerde politik iktidarlar kamu borçlarını, giderlerden tasarruf yada vergi gelirlerinde artış yerine para basma yöntemi ile ödemeyi tercih ettiklerinden, yüksek iç borçlanma genellikle yüksek bir enflasyonla neticelenmektedir. **Endişemiz odur ki, yılsonu itibariyle yaklaşık 700 trilyon TL'ye ulaşacak iç borçlar -özellikle bu borçların kısa vadeli niteliği hesaba katıldığında- orta vadeli perspektifte büyük çaplı bir monetizasyonun sinyallerini şimdiden vermektedir.** Türk ekonomisinde makro dengelerin yeniden sağlanması büyük ölçüde kamu kesimindeki gelir-gider dengesinin sağlanması ve kamu borçlanmalarının disipline edilmesine bağlı bulunmaktadır. **Mutlak anlamda tercih edilecek bir yöntem olmamakla birlikte, içine düşülen kısır döngüyü bir ölçüde kırmaya katkı sağlayabilecek "kısmi bir monetizasyon" alternatifini üzerinde düşünmek uygun olacaktır.** Kısa vadede cari enflasyon hızını arttıracak olan bu yöntem, orta ve uzun vadede bugünkü kısa vadeli-yüksek faizli borçlanma senaryosundan mutlaka daha olumlu bir sonuç verecektir. Zira mevcut borçlanma senaryosu, enflasyonu çok kısa vadede gizleme avantajı (!) sağlasa bile, uzun vadeli etkileri çok daha vahim olacaktır.

b) KAMU İÇ BORÇLANMASINDA ORTALAMA VADE ÇOK KISADIR.

Türk Hazinesi -diğer ülkelerle mukayese edilmeyecek ölçüde- kısa vadeli borçlanmaktadır. İç borçlanmada ortalama vade 1 yıl ve altındadır (Diğer birçok sanayileşmiş ülkede ortalama 10-15 yıl). Bu yönüyle, kamu iç borçlanma kağıtlarını sermaye piyasası aracı olarak değil, para piyasası aracı olarak kabul etmek ve ekonomi üzerindeki etkilerini buna göre incelemek gerekir. Türk Hazinesi'nin kamu finansman açıklarını karşılamak için Merkez Bankası kaynaklarına başvurmak (Kısa Vadeli Avans Kullanımı) yerine çok kısa vadeli ve yüksek faizle borçlanmayı tercih etmesi aslında kısa vadede baskı altında tutulmuş parasal genişlemeden başka bir şey değildir. Diğer bir deyişle; mevcut borçlanma politikası parasal genişlemeyi (ve dolayısıyla enflasyon hızını) çok yüksek faiz maliyetleri ödeyerek (ve sağlanan muafiyetler sebebiyle büyük vergi kayıplarına uğranılarak) kısa süreli olarak baskı altında tutmaya çalışan bir politikadır. Şüphesiz enflasyonu kısa vadede bu yolla kontrol gelecekte kaçınılmaz olarak daha yüksek bir enflasyon faturası ödenmesini gerektirecektir.

TABLO 12, iç borç stokunun vade yapısını göstermektedir. Görüldüğü gibi ortalama vade, yıllar itibarıyla giderek kısalmaktadır. 1 yıl ve üzere vadeler taşıyan tahvillerin toplam iç borç stoku içindeki payı 1989'da % 75,4'den 1992'de % 50,7'ye gerilemiş, ortalama iç borç vadesinin bir miktar yükselmesi sonucu 1993'de % 54,4 düzeyinde gerçekleşmiştir. Buna karşın, 1 yılın altında vadeli bono stokunun toplam iç borç stoku içindeki payı 1989'da % 24,6'dan 1992'de % 49,3'e yükselmiş, 1993'de % 45,6'ya gerilemiştir. 1993 yılı sonu itibarıyla toplam iç borç stokunun % 44,5'i 1 yıl vadeli, % 31,9'u 6 ay vadeli, % 13,1'i ise 9 ay vadelidir; diğer bir deyişle toplam iç borç stokunun % 89,5'i 1 yıl ve daha kısa vadelidir.

Hazine'nin bu kadar kısa vadeli borçlanmasında şüphesiz yüksek ve değişken oranlı enflasyon ile mali araçların gelirlerinde kısa vadelerde gözlenen büyük çaplı değişkenlik ve dalgalanmaların (ve bunun sonucu uzun vadeli araçlara yatırım yapma konusunda piyasalardaki yaygın güvensizliğin) rolü vardır. Ancak Hazine bugüne kadar değişken enflasyon oranından kaynakla-

nan riskleri azaltacak araçları piyasaya teklif etmemiştir [Temmuz 1994'de TEFE+ 6 faiz oranlı kağıtlar piyasaya sürülerek bu konuda ilk adım atılmıştır].

TABLO 12: İÇ BORÇ STOKUNUN VADE YAPISI (Yüzde Dağılım)

	1993	1992	1991	1990	1989
TAHVİL	54,4	50,7	57,5	77,5	75,4
1 YIL	44,5	33,5	19,4	11,8	25,6
1,5 YIL	0,0	0,0	0,0	0,0	2,1
2 YIL	1,5	4,0	14,4	32,2	23,6
3 YIL	1,7	5,7	13,4	21,0	16,7
4 YIL	0,4	0,8	2,7	4,7	3,8
5 YIL	3,7	4,1	4,5	4,6	0,0
1 YIL (HALKA SATIŞ)	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
DİĞER	2,7	2,5	3,0	3,2	3,6
BONO	45,6	49,3	42,5	22,5	24,6
3 AY	0,6	30,2	14,0	6,4	2,9
6 AY	17,6	9,0	17,3	9,2	9,4
9 AY	13,1	6,1	10,1	6,9	12,2
4 AY (ÖZEL BONO)	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0
6 AY (ÖZEL BONO)	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0
3 AY (HALKA SATIŞ)	0,0	3,4	0,0	0,0	0,0
6 AY (HALKA SATIŞ)	14,3	0,6	0,0	0,0	0,0
7 AY	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
GENEL TOPLAM	100,00	100,00	100,00	100,00	100,0

Kısa vadeli borçlanmanın çeşitli sakıncaları bulunmaktadır:

(i) Yüksek faiz maliyeti

Kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmalara mukayese ile, daha yüksek faiz maliyetleri ile yapılmaktadır. Nitekim, Hazine son 1-2 yıldır ortalama borç vadesini daha uygun vadeye yaymak ve faiz maliyetlerinden tasarruf etmek gayesiyle borç vade yapısını değiştirme gayreti içine girmiş, ancak kısmî bir başarı elde edebilmiştir.

(ii) Kısa vadede büyük çaplı likidite dalgalanmaları

Borç faiz ve ana para geri ödemeleri çok kısa vadelerde geldiği için, bu öde-

meler için ya borcun monetizasyonu (para basma) ya da daha yüksek faizle yeniden borçlanma yoluna gidilmektedir. Çok yüksek faizle borçlanma, ana para geri ödemesi bir tarafa, borç faiz ödemesinin dahi yeni borçlanma ile yapılmasına yol açmaktadır. Kısa-vadeli, yüksek faizli yeniden borçlanma ya da para basma, durumlarının her ikisinde de piyasalar spekülâtif beklenti içine girmekte, kısa vadeli enflasyon beklentileri yükselmektedir. Hazine'nin bu denli yüksek faizli borçlarını kısa süre sonra gelecek vadede nasıl ödeyeceğine dair belirsizlikler -içinde bulunduğumuz yılda olduğu gibi- tüm piyasalarda bekleyiş ve belirsizlikler yaratmakta, döviz kurları ile ilgili spekülâtif beklentileri daha da artırmaktadır.

C) KAMU İÇ BORÇLANMASI ÇOK YÜKSEK MALİYETLERLE YAPILMAKTADIR.

Kamu açıklarının finansmanında iç borçlanma yönteminin ağırlık kazandığı 1985 sonrası dönemde, kamu kesimi yurtiçi fon piyasalarının en büyük müşterisi konumuna gelmiş, yüksek miktarlı iç borçlanmalar yoluyla özel kesimden kamu kesimine net kaynak aktarımı yapılmıştır. Kamu kesimi, açıklarını finanse etmek için özel kesim fon kullanıcıları ile yoğun bir rekabete girmiş ve piyasa ortalamalarının üzerinde faiz ödeyerek fon teminine çalışmıştır. Bu dönemde kamu kağıtlarına ödenen net gelirlerin -nominal ve reel anlamda- banka mevduat faizlerinin üzerinde seyrettiği gözlenmiştir. Hazine'nin pahalı borçlanma politikası bugün de devam etmektedir.

Mali piyasaların serbest rekabet koşullarına göre işlediği çoğu ekonomilerde, bu piyasalarda işlem gören çeşitli mali (yatırım) araçların sağladığı gelir ile taşıdıkları vade, risk, likidite, vergi muafiyetleri vb. özellikleri arasında belirli bir ilişki mevcuttur. Bu piyasalarda vade, risk, likidite, vergi muafiyetleri açısından farklılık arzeden mevduat, şirket tahvili, hisse senedi, finansman bonosu vb. araçlar arasında kamu borçlanma araçlarına (tahvil, bono vb.) ödenen faiz oranları piyasanın asgari faiz oranı (prime rate) olup, diğer faiz oranları ve gelir için baz teşkil etmektedir.

Türkiye'de ise tam tersi bir durum söz konusudur. Kamu iç borçlanması piyasadaki en düşük faiz oranları üzerinden değil, en yüksek faiz

oranları üzerinden yapılmaktadır. Diğer bir ifade ile, kamu kağıtlarına ödenen faiz oranları piyasaların tabanını değil, tavanını teşkil etmektedir. Kamu kesiminin çok yüksek faiz oranları üzerinden yoğun borçlanma talebi, piyasadaki diğer faiz oranlarını da gereksiz yere yukarı çekmektedir.

İç borçlanma faiz oranları ortalama olarak mevduat faiz oranlarının üzerinde seyretmiştir. İç borçlanma faiz oranları ile diğer araçların sağladığı gelirleri mukayese ederken gözden kaçınılmaması gereken önemli bir husus da, kamu iç borçlanma kağıtlarının sağladığı **efektif net gelirin** ödenen (çıplak) faiz oranının oldukça üzerine çıktığıdır. Devlet tahvilleri ve hazine bonoları vergiden muaf olduğu gibi, tahvil ve bono faiz gelirleri de Kurumlar Vergisi matrahından düşülebilmektedir. Sağlanan bu vergi avantajları sebebiyle, kamu kağıtlarının efektif net geliri, net faiz oranının yaklaşık 20 puan üzerindedir; diğer bir ifade ile kamu kağıtlarına sağlanan vergi avantajları ile 20 puanlık ilave bir gelir söz konusudur ki, bu da piyasa rekabetini kamu kağıtlarının lehine çevirmektedir.

Kamu iç borçlanma araçlarına tanınan önemli vergi muafiyetlerinin yıllık bütçede ciddi vergi kayıplarına yolaçtığı açıktır. Örneğin; geçmiş yıllarda normalde % 46 Kurumlar Vergisi'ne tabi bir büyük özel ticari banka, portföyünde önemli miktarda kamu kağıdı bulundurduğu için sadece % 12 oranında efektif vergilendirmeye tabi olmuştur. Bu tür "vergiden kaçınma"(tax avoidance) yöntemleri yanında, kamu kağıtları kullanılarak yapılan "açığa repo" işlemleri yoluyla da -vergi denetimindeki yetersizlikler nedeniyle- geçmişte önemli vergi kayıplarına uğranıldığı iddia edilegelmektedir.

Özetle, Hazine'nin geçmiş yıllardaki ve mevcut iç borçlanma politikası fiyatlama açısından irrasyonel ve son derece maliyetli bir politikadır. Kamu otoritelerinin; kamunun finansman ihtiyaçlarını mümkün olan en düşük maliyetlerle ve en optimum vade yapısını gözeterek karşılamaktan ziyade, acil fon ihtiyacını hangi maliyette olursa olsun "günü kurtarma" esprisi içinde temine çalıştıkları gözlenmektedir.

Yüksek maliyetle borçlanma sonucu kamu borç stoku ağır faiz yükü altında hızla büyümektedir. Kamu borç faiz ödemelerinin milli gelir (GSMH) içindeki

payı 1985 yılında % 2,4 iken, bu pay sürekli büyüyerek 1993 sonunda % 8,8'e ulaşmıştır. 1985 yılında toplam bütçe gelirlerinin % 5,4'ü iç borç faiz ödemelerini karşılarken bu oran 1993'de % 25,7'ye yükselmiştir; diğer bir deyişle her 100 TL'lik bütçe gelirinin 1/4'ü sadece iç borç ödemelerine gitmektedir. Benzer şekilde iç borç faiz ödemelerinin bütçe açığına olan oranı 1985 yılında % 31,4'den, 1993 yılında % 71,2'ye yükselmiştir; diğer bir ifade ile kamunun borç faiz yükü bütçe açığının yaklaşık 3/4'ünü oluşturmaktadır ve bu faiz yükü söz konusu olmasa idi 1993'teki bütçe açığı % 71 oranında daha az gerçekleşecekti.

İç borç servisinin GSMH ve bütçe gelirleri içindeki giderek artan payı, **kamu bütçesinin gelecekte bir "borç taksiti ve borç faizi ödeme bütçesi" haline dönüşeceği** intibasını vermektedir. Nitekim daha şimdiden (1993 yılı) dolaysız vergi gelirlerinin ancak yaklaşık % 90'ı, toplam vergi gelirlerinin ise yaklaşık % 44'ü bütçe faiz giderlerini karşılayabilmektedir.

TABLO 13: İÇ BORÇLANMADA NOMİNAL VE REEL FAİZ ORANLARI

YILLAR	ENFLASYON ORANI (2)	İÇ BORÇLANMADA FAİZ ORANLARI (1)	
		NOMİNAL	REEL
1993	60,3	86,33	16,2
1992	61,4	75,39	8,6
1991	59,2	72,07	8,0
1990	48,6	51,94	2,2
1989	62,3	58,29	-2,47
1988	32,1	62,36	22,9
1987	29,6	47,04	13,4
1986	43,2	51,02	7,8

(1) 1 yıl vadeli devlet tahviline ödenen faiz oranı

(2) Tопtan Eşya Fiyat Endeksi'ndeki yıllık yüzde artış

(3) Reel Faiz Oranı = $\frac{(1 + \text{NOMİNAL FAİZ ORANI})}{(1 + \text{ENFLASYON ORANI})} - 1$ 100

Reel faiz oranı Fisher Formülü ile hesaplanmıştır. Nominal faiz oranlarının Tопtan Eşya Fiyat Endeksi'ne göre deflate edilmesiyle bulunan değerler.

TABLO 14: İÇ BORÇLANMADA FAİZ ORANLARI * (%)

1993	FAİZ ORANI	FAİZ ORANI	FAİZ ORANI		
3 AY.....	17,45	6 AY.....	24,49	3 YIL.....	60,14
6 AY.....	36,63	9 AY.....	37,07	1987	
9 AY.....	60,11	1 YIL.....	51,94	3 AY.....	10,72
1 YIL.....	86,33	2,3,4,5 YIL.....	51,05	6 AY.....	22,59
1992		1989		9 AY.....	34,50
3 AY.....	18,59	1 AY.....	4,18	1 YIL.....	47,04
6 AY.....	36,97	3 AY.....	12,44	1,5 YIL.....	45,47
9 AY.....	54,95	6 AY.....	26,53	2 YIL.....	45,69
1 YIL.....	75,39	9 AY.....	42,39	3 YIL.....	44,54
2,3,4,5 YIL.....	71,27	1 YIL.....	58,29	1986	
1991		2,3,4,5 YIL.....	62,39	3 AY.....	10,89
3 AY.....	17,10	1988		6 AY.....	24,82
6 AY.....	34,49	3 AY.....	13,86	9 AY.....	37,84
9 AY.....	53,32	6 AY.....	28,94	1 YIL.....	51,02
1 YIL.....	72,07	9 AY.....	44,53	2 YIL.....	52,08
2,3,4,5 YIL.....	57,24	1 YIL.....	62,36	1985	
1990		1,5 YIL.....	59,74	1 YIL.....	50,60
3 AY.....	11,92	2 YIL.....	56,88	2 YIL.....	48,95

* Yıllık Ortalama

d) TİCARİ BANKA KESİMİ KAMU İÇ BORÇLANMASINDA EN BÜYÜK ALICI KONUMUNDADIR

Kamu açıklarının finansmanında Merkez Bankası kaynakları yerine iç borçlanmanın giderek artan oranda önem kazandığı 1985 sonrası dönemde, gerek kamu ve gerekse özel ticari bankaların açtıkları kredilerin toplam aktifleri içindeki payı azalma eğilimi göstermiştir. Buna mukabil, büyük ölçüde mevduattan oluşan banka kaynaklarının artan oranda kamu borç finansmanına yöneldiği gözlenmiştir.

Banka kaynaklarının giderek artan oranda kamu iç borç kağıtlarına yönelmesi, gerçekte iç borçlanmada izlenen "irrasyonel borç yönetimi"nin doğal bir sonucu olmuştur. Hükümetler, borçlanmayı mümkün olan en düşük maliyetlerle gerçekleştirme çabası içine girmekten ziyade, karşılaşılan finansman açıklarını özel kesimle kıyasıya rekabete girerek ve özel kesimin kaldırabileceği maliyetlerin çok üzerinde faiz (ve ilave vergi avantajları) teklif ederek

karşılama yolunu tercih etmiştir. 1980 sonrası dönemde yürürlüğe konan ve bugüne kadar devamlılığını sürdüren yüksek faiz politikaları, bankacılık kesiminde ciddi boyutta donuk ve tahsili gecikmiş kredi sorunları yaratmış, şirketler kesimi kredilendirme açısından giderek daha riskli hale gelmiştir. Böyle bir ortamda risksiz (ya da en düşük riskli) fakat piyasadaki alternatif araçlara mukayese ile en yüksek net geliri (ödenen faiz geliri + sağlanan vergi muafiyetleri) sağlayan kamu iç borçlanma kağıtlarının bankalar için tercih edilir bir plasman aracı haline gelmesi beklenen bir gelişme olmuştur.

Banka kaynaklarının kamu borç finansmanına yönelmesi, özel sektörün yeterli düzeyde kredilendirilememesi gibi olumsuz sonuçlar yaratmıştır. 1980 sonrası yüksek faiz politikalarının temel amacı, tasarrufları üretken olmayan yatırım alanlarından (altın, gayrimenkul, döviz vb.) mali tasarruflara (başta mevduat olmak üzere) yönlendirmek, oluşacak fon fazlası sonucu piyasa faiz oranlarını daha düşük düzeylerde dengelemektir. Yüksek faiz politikaları -beklenen şekilde- mevduat patlaması (tasarruf değil!) ile sonuçlanmış, ancak artan mali fonların -özellikle 1985 sonrası dönemde- genişletici talep politikaları sonucu ortaya çıkan yüksek kamu finansman açıklarına yönelmesi ile birlikte piyasalarda beklenen faiz indirimi gerçekleştirilememiştir. Yetersiz kredilendirmeden en olumsuz etkilenen kesimler, mevcut kurumsal yapının (teminata dayalı kredilendirme sistemi) genellikle kendi aleyhlerine işlediği orta ve küçük ölçekli müteşebbis kesim ile küçük esnaf kesimi olmuştur. Diğer bir olumsuzluk da, özel amaçlı kamu bankalarının ilgili oldukları sektörlerle (tarım, enerji vb.) kredilendirmeyi azaltarak, kaynaklarını kamu borç finansmanına yönlendirmeleridir. Geleneksel olarak dünyada tarımsal açıdan kendine yeterli az sayıda ülkelerden birisi olan Türkiye'nin tarımsal potansiyelinin son yıllarda ciddi bir gerileme içersine girmesinde yetersiz kredilendirme önemli bir faktör olmuştur.

Bir diğer husus da, kamu kağıtları için "ikincil" bir piyasanın mevcut olmayışı, kamu kağıtlarına olan talebin büyük ölçüde bankalarla sınırlı kalmasına yol açmıştır. Bankalar kamu tahvil ve bono ihalelerinde genellikle rakipsiz konumda olduklarından yüksek bir pazarlık gücüne sahip bulunmaktadır ve ihaleler genellikle bankaların talep ettikleri faiz düzeyinde neticelenmek-

tedir. Son zamanlarda gerçekleştirilen halka dolaysız arzların boyutu henüz bankaların "monopsonist" konumunu ortadan kaldıracak yeterlilikle değildir.

TABLO 15, kamu iç borç stokunun alıcılara göre dağılımını göstermektedir. Görüldüğü gibi, **bankalar kamu kağıtlarının en büyük müşterisi olma konumlarını halen sürdürmektedirler**. 1990 yılında yaklaşık 5,5 trilyon TL tutarındaki hazine bonosu stokunun % 94,4 ile 18.8 trilyon TL tutarındaki tahvil stokunun % 85,4'ü banka portföylerinde yer almıştır.

1993 yılında bankaların toplam bono stoku içindeki payı % 64,9'a gerilerken, tasarruf sahiplerinin payı % 31,4'e yükselmiştir. Bankaların tahvil stokundaki payında gözlenen gerileme resmî kuruluşların -zorunlu sebeblerle- tahvil alımlarındaki artışla ilgili bulunmaktadır.

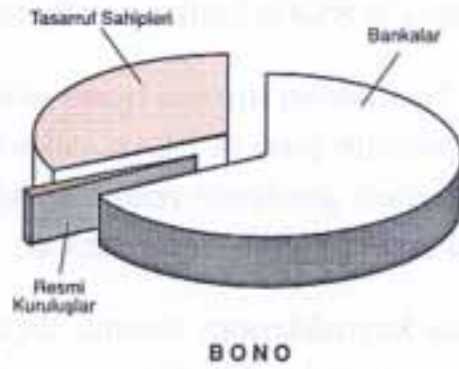
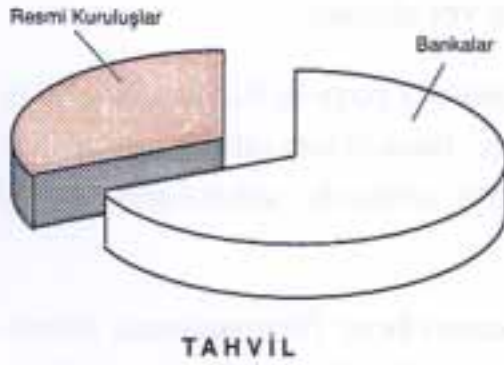
Özetle, banka kaynaklarının önemli ölçüde kamu borç finansmanına yönelmesi özel kesimin daha düşük maliyetlerle ve yeterli ölçüde kredilendirilmesini engellemekte, bankaların bu alandaki "monopsonist" konumu da kamu borç faizlerinin düşürülmesini zorlaştırmaktadır.

TABLO 15: ALICILARA GÖRE İÇ BORÇ STOKU (1987-1993) - %

YILLAR	BANKALAR		RESMİ KURULUŞLAR		TASARRUF SAHİPLERİ		TOPLAM (MİLYAR TL)	
	BONO	TAHVİL	BONO	TAHVİL	BONO	TAHVİL	BONO	TAHVİL
1993	64,9	66,3	1,2	31,2	31,4	0,0	64.488,2	189.713,3
1992	84,6	70,0	0,7	28,8	8,0	0,1	42.246,7	86.387,7
1991	91,2	83,3	4,1	15,5	0,0	0,0	18.258,0	24.678,4
1990	94,4	85,4	3,9	13,8	0,0	0,1	5.468,6	18.801,2
1989	89,2	91,8	6,7	5,6	0,0	0,2	3.537,3	10.862,8
1988	93,5	90,4	3,7	6,7	0,0	0,6	2.541,9	4.880,3
1987	85,1	82,2	8,3	13,5	0,1	1,3	1.923,3	2.407,0

GRAFİK 2: İÇ BORÇ STOKUNUN ALICILARA GÖRE DAĞILIMI (1993)

	TAHVİL	BONO
Bankalar	66,3	64,9
Resmi Kuruluşlar	31,2	1,2
Tasarruf Sahipleri	0,0	31,4



e) İÇ BORÇLANMA YOLUYLA KAMU KESİMİNE NET KAYNAK AKTARIMI ÖZEL KESİM YATIRIM TALEBİNİ OLUMSUZ YÖNDE ETKİLEMEKTEDİR.

1984-85 sonrası dönemde kamu kesimi yatırımları ulaştırma, enerji, telekomünikasyon, sosyal altyapı gibi alanlarda yoğunlaşırken, bu kesimin imalat sanayi yatırımlarında daralma gözlenmiştir. Buna karşın, özel kesim sabit sermaye yatırımları -söz konusu sektörlerle sağlanan yoğun teşvik ve finansman imkanları sonucu- konut ve turizm sektörlerinde yoğunluk kazanmıştır. Bu dönemde gözlenen olumsuz gelişmelerden birisi de, kamu kesimi bilinçli ve belli bir program dahilinde imalat sanayi sektöründen çekilirken, özel kesim yatırımlarının kamu kesimi yatırımlarındaki azalmayı ikame edecek yeterlilikte artış göstermeyişidir. Özel kesimin imalat sanayi yatırımlarındaki daralma Beşinci 5-Yıllık Plan döneminin (1984-1988) ilk yıllarında, özel kesimin yeni yatırım yerine öncelikle mevcut atıl kapasiteleri kullanma eğiliminin bir sonucu ise de, daha sonraki yıllarda özel kesim yatırım talebini etkileyen temel faktörlerden birisi de ekonomideki kullanılabilir fonların yoğun iç borçlanma yoluyla kamu kesimine aktarılması olmuştur.

TABLO 16, kamu kesimi -özel kesim kaynak- harcama dengesini ve özel kesimden kamu kesimine net kaynak aktarımını göstermektedir.

Yoğun iç borçlanma fon piyasalarında büyük bir talep baskısı yaratarak piyasa faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur. Yüksek faiz oranları -diğer faktörlerle birlikte- özel kesimin sabit sermaye yatırımları üzerinde caydırıcı bir etki yaparken; özel kesim bu kadar yüksek faiz oranları ile yatırım yapmak yerine kamu iç borçlanma kağıtları almayı (yani mali yatırımları) tercih etmeye başlamıştır. Toplumun üretici/yatırımcı kesimleri faaliyetlerinin bir bölümünü rantiyeye faaliyetlerine kaydırmışlardır. Yatırım ve üretimin artmadığı bir ülkede, ekonomi "toplamı sıfır" bir oyundan (zero sum game) ibarettir, ve bu oyunda bir kesime sağlanan yüksek faiz gelirleri başka kesimlerin gelirlerini azaltmak pahasıdır.

Diğer kesimlerden faiz rantiyeri kesime olan reel gelir kayması ise yüksek enflasyon yoluyla gerçekleşmektedir.

**TABLO 16: KAMU VE ÖZEL KESİMDE KAYNAK-HARCAMA DENGESİ
(1988 Sabit Fiyatlarıyla, MİLYAR TL)**

	1993 (1)	1992
KAMU KESİMİ		
Harcanabilir Gelir	7.465	9.728
Harcamalar	23.804	22.480
KAYNAK AÇIĞI	-16.339	-12.752
ÖZEL KESİM		
Harcanabilir Gelir	119.695	109.336
Harcamalar	114.880	100.901
KAYNAK FAZLASI	4.815	8.435

(1) Yıl sonu gerçekleşme tahmini.

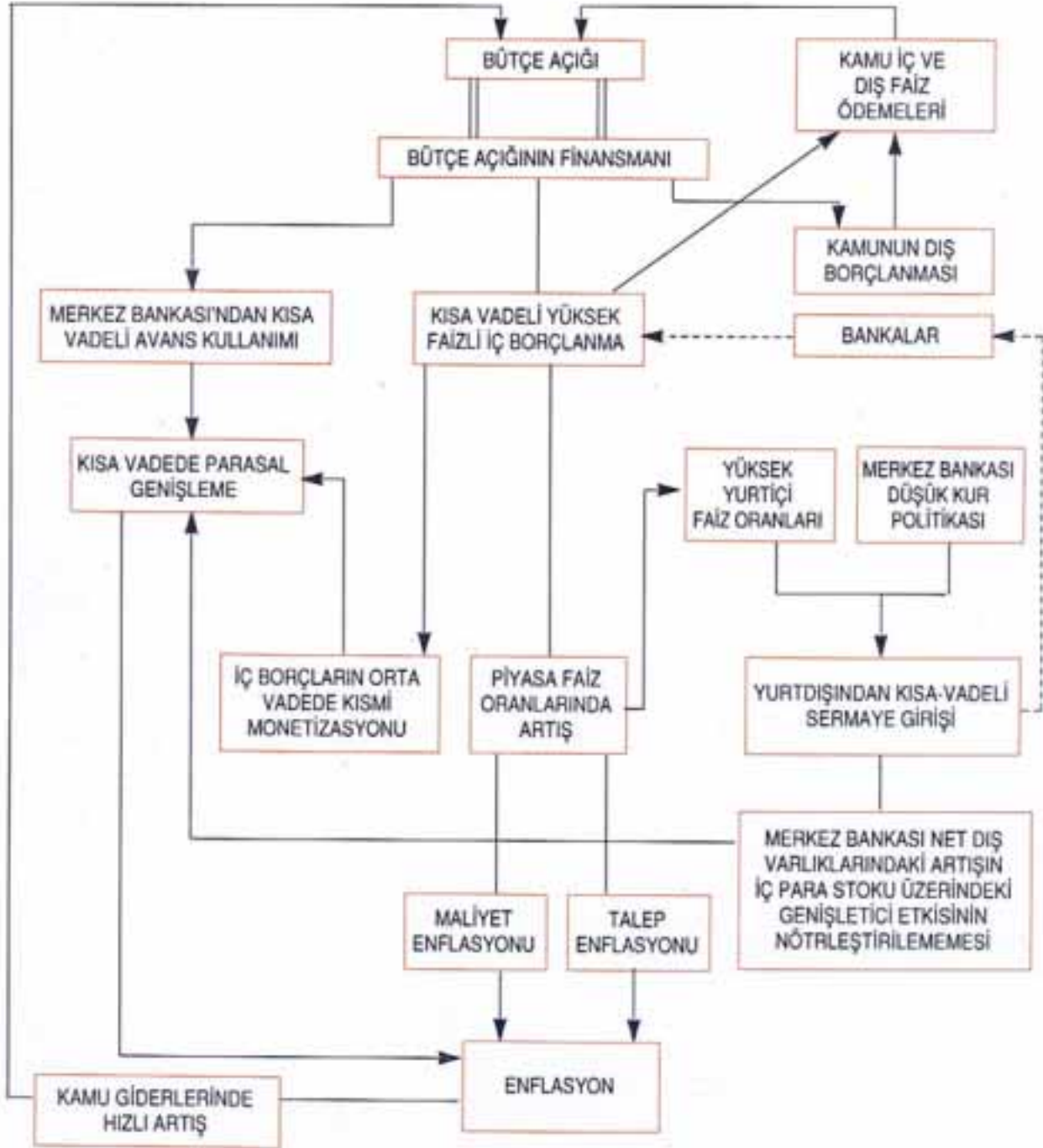
F) KISA VADELİ - YÜKSEK FAİZLİ İÇ BORÇLANMA, KAMU AÇIKLARININ VE ENFLASYONUN YÜKÜNÜ TOPLUM KESİMLERİNE ADALETLİ BİR BİÇİMDE DAĞITMAMAKTADIR.

Literatürdeki (teorik) tartışmalar, iç borçlanmanın şimdiki nesilden gelecek nesillere aktarılan vergi yükü ve muhtemel etkileri üzerinde de durmaktadır. Zira şimdiki neslin refahı için yapılan harcamalar 20-30 yıl vadeli borçlanmalar ile yapılıyorsa, bu harcamaların borç yükü gelecek nesillerce karşılanacaktır; yani borçlanmanın nesillerarası bir adaletsizlik boyutu söz konusu olabilir. Durum cari kamu harcamaları için böyle olmakla birlikte, eğer yapılan harcamalar gelecek neslin üretken potansiyelini artırıcı nitelikte ise (örneğin ülkenin uzun vadeli ihtiyaçları düşünülerek yapılan altyapı yatırımları vb.) borçlanma yoluyla gelecek nesle aktarılan vergi yükü önemsenebilecektir.

Türkiye'deki iç borçlanmanın çok kısa vadeli niteliği, borçlanmanın nesillerarası etkileri üzerinde durmamızı gerekli kılmamaktadır. Zira borçlanma kısa vadeli ve ister kısa bir süre sonra monetize edilsin isterse daha yüksek faiz ödeyerek yeni borçlanma ile ikame edilsin, sonuç yine kısa vadede ortaya çıkan yüksek oranlı ENFLASYON'dur.

Kamu finansman açıklarının parasal genişleme (Merkez Bankası'nın para basması) yerine kısa vadeli yüksek faizli borçlanma ile karşılanması, parasal genişlemenin kısa vadeli ertelenmesinden ibarettir. İki yöntem arasındaki temel fark, parasal genişlemenin enflasyon üzerindeki etkilerinin süratle ortaya çıkması, iç borçlanma durumunda ise bu etkilerin bir miktar gecikmeli olarak ortaya çıkmasıdır. Gelir dağılımı etkileri söz konusu olduğunda, yüksek faizli kamu borçlanma kağıdı satın alan kesimler (rantiyerler) enflasyon düzeyinde -ya da enflasyon düzeyinin üzerinde- elde ettikleri faiz gelirleri ile gelir ve servet düzeylerini enflasyona karşı korurken, diğer kesimler enflasyonun yükünü çekmektedirler. Parasal genişleme yönteminde ise, herhangi bir kesime faiz ödemesi yapılmayacağı için, -diğer şartlar sabitken- kamu açıklarının yol açtığı enflasyonun yükü toplumun tüm kesimlerine daha adaletli dağılacaktır. Kısacası, mutlak anlamda tercih edilir bir yöntem olmamakla birlikte, "para basma" yöntemiyle kamu açıklarını finanse etme -mevcut yüksek faizli-kısa vadeli iç borçlanma yöntemine göre- enflasyonun yükünü toplum kesimlerine daha adil bir biçimde dağıtacaktır.

GRAFİK 3: BÜTÇE AÇIĞI - ENFLASYON KISIR DÖNGÜSÜ



BÖLÜM III

KAMU AÇIKLARININ FİNANSMANINDA DIŞ BORÇLANMA BOYUTU

Son yıllarda kamu açıklarının finansmanında gözlenen dikkat çekici bir gelişme de, bu açıkların finansmanında dış borçlanmanın artan önemidir. Türk Hazinesi nakit açığının finansmanında 1991 yılına kadar esas itibarıyla yurtiçi fon kaynaklarına yönelirken, bu yıldan itibaren net dış borçlanmaya da ağırlık vermiştir. 1991 yılında nakit açığının % 15,5'i, 1992 yılında % 6,8'i, 1993 yılında % 16,3'ü ve 1994'ün ilk 4 aylık döneminde de % 23,5'i net dış borçlanma ile finanse edilmiştir. Buna paralel olarak Hazine'nin dış borçları 1990 yılında 13,2 milyar \$ iken, bu miktar 1991 yılında 14,6 milyar \$'a; 1992'de 16,1 milyar \$'a, 1993 yılında da 18,6 milyar \$'a yükselmiştir.

Hazine'nin dış borçlanmasına ilave olarak, diğer kamu kesimi birimlerinin de dış borçlarında artış gözlenmektedir. Kamu İktisadi Teşekküllerinin dış borçluluğu sürekli bir artış göstererek, 1988 yılında 3,9 milyar \$'dan 1993 yılında 5,6 milyar \$'a; mahalli idarelerin dış borçları da 1988'de 512 milyon \$'dan 1993 yılında yaklaşık 1,8 milyar \$'a yükselmiştir.

1985 sonrası dönemde özel kesimin (bankalar ve şirketler kesimi) dış borçlarında da önemli artışlar kaydedilmiştir.

Denilebilir ki, Türk lirası fon maliyetlerinin bu denli yüksek olduğu ve yurtdışı dövizli fon maliyetlerinin (beklenen kur riski dahil) en az 20-25 puan üzerinde olduğu bir ortamda fon kullanıcı kesimlerin (gerek kamu ve gerekse özel kesim) daha düşük maliyetli dış kaynaklara yönelmeleri doğaldır. Böyle bir ortamda dış kaynaklı fonların TL fonları ile rekabete girerek bu tür fonların fiyatını nishî olarak sınırlandıracağı dahi söylenebilir. Ancak burada hatırlanması gereken **dövizli fon maliyetlerinin TL maliyetlerine oranla nisbeten daha düşük kalması bizzatihi takib edilen döviz kuru politikası (TL'nin aşırı değerlenmesi) ile ilgilidir. Ve 5-6 yıl süre ile takib edilen bu politika Türkiye'de aşırı boyutta ve kısa vadeli bir dış borçlanma ile sonuçlanmış ve 1994 yılının başından bu yana yaşanan derin iktisadi krizin temel nedenlerinden birisi olmuştur.** 1985 sonrası dönemde dış borçlanma bir alternatif olarak düşünülürken, Türkiye'nin dış borçluluk açısından pek de olumlu bir noktada bulunmadığı hesaba katılmıştır (1).

TABLO 17: DIŞ BORÇ STOKU (MİLYON ABD \$)

	1993	1992	1991	1990	1989	1988
ORTA VE UZUN VADELİ BORÇLAR	49.332	42.932	41.372	39.535	36.006	34.305
a) Konsolide Bütçe:	28.278	25.798	25.134	23.659	21.212	20.745
Hazine Borçları	18.645	16.145	14.599	13.219	12.230	11.756
Devirli Krediler	6.771	6.646	7.086	6.795	6.650	5.510
Katma Bütçe	2.862	3.007	3.449	3.645	3.332	3.479
b) Diğer Kamu Sektörü	15.396	13.950	13.986	14.078	13.188	12.035
Merkez Bankası	7.090	6.150	6.530	7.321	6.975	6.546
(Dresdner)	(6.511)	(5.771)	(5.713)	(6.255)	(5.500)	(4.723)
KİT'ler	5.590	5.135	5.185	4.785	4.392	3.988
FON'lar	898	949	1.103	939	822	988
Mahalli İdareler	1.788	1.695	1.159	1.032	998	512
Üniversiteler	30	21	9	1	1	1
c) Özel Sektör	5.658	3.184	2.252	1.798	1.606	1.525
KISA VADELİ BORÇLAR	16.543	12.660	9.117	9.500	5.745	6.417
a) Merkez Bankası	689	572	557	855	799	1.830
(Dresdner)	(682)	(569)	(553)	(695)	(733)	(747)
b) Ticari Bankalar	9.651	7.157	5.216	5.373	3.118	2.767
c) Diğer Sektörler	6.203	4.931	3.344	3.272	3.828	1.820
TOPLAM DIŞ BORÇ STOKU	65.875	55.592	50.489	49.035	41.751	40.722

Dış borç stoku artarken, dış borç göstergeleri de giderek kötüleşmektedir:

(1) (Dış Borç Stoku/GSMH) Oranı

Dış Borç Stoku'nun milli gelire olan oranı son yıllarda sürekli yükselerek 1993 yılı sonunda % 50,77'ye ulaşmıştır. Uluslararası kabul görmüş ölçülere göre, toplam dış borcu GSMH'sının % 50'sinden fazla olan ülkeler "çok borçlu ülke" kategorisinde yer almaktadır. Bu durumda **Türkiye son yıllardaki dış borç artışı ile çok borçlu ülkeler sınıfına dahil olmaktadır.**

(2) (Dış Borç Stoku/İhracat Geliri) Oranı

Bu oran 1993 yılı sonunda % 431,5'a ulaşmıştır. Uluslararası kabul görmüş ölçülere göre dış borcu ihracat gelirlerinin 2,75 katından fazla olan ülkeler "çok borçlu ülkeler" kabul edilmektedir. Bu ölçüye göre Türkiye dış borçluluk açısından rahat olmayan bir konumdadır ve **"çok borçlu ülke"** sınıfındadır.

(3) (Dış Borç Servisi/İhracat Geliri) Oranı

Diğer bir dış borç göstergesi de, herhangi bir yıldaki mal ve hizmet ihracatından sağlanan döviz gelirlerinin aynı yıl yapılan dış borç ana para taksiti ve faiz ödemelerini ne ölçüde karşılayabildiğidir. Türkiye için bu oran 1993 yılında % 50 civarında idi; uluslararası kriterlere göre dış borç servisi ihracat gelirlerinin % 30'undan fazla olan ülkeler "çok borçlu ülke" kabul edilmektedir.

Türkiye'nin önemli ve sürekli bir döviz kaynağı olan işçi dövizleri ve turizm gelirleri de hesaba katıldığında, dış borç servisinin toplam döviz gelirlerine oranı yine % 30 sınırına yakın bulunmaktadır.

(4) (Dış Borç Faiz Ödemeleri/İhracat) Oranı

Türkiye 1993 yılında toplam ihracat dövizlerinin % 22 civarında bir kısmı ile dış borç faiz ödemesi yapmıştır. **Uluslararası ölçülere göre ihracat gelirinin % 20'sinden fazlası dış borç faiz ödemelerine giden bir ülke "çok borçlu" sayılmaktadır.**

Dış borçlanma ile ilgili diğer bir husus da, ortalama spread'in (ülke riski) giderek artmasıdır. 1987 yılında libor faizi üzerine ortalama 1 puan spread ödeyen Türkiye, 1993 yılında 1,5 puan, 1994'teki krizle birlikte de 4-5 puan spread ödemeye başlamıştır. Artan dış borçluluk ve yukarıda kısaca değinilen dış borç göstergelerindeki kötüleşmeye paralel olarak, Türkiye'nin ödeyeceği risk priminin gelecekte daha da artacağı, dış borçlanma maliyetinin yükseleceği beklenebilir.

Ortalama dış borç vadesinin de, kısa vadeli borçlanmadaki artışa paralel olarak yıllar itibarıyla azaldığı, 1987'de 16 yıldan 1993'te 13,4 yıla gerilediği görülmektedir.

TABLO 18: DIŞ BORÇ GÖSTERGELERİ (%)

	1993	1992	1991	1990	1989	1988	1987
DIŞ BORÇ STOKU/GSMH		49,1	46,5	44,5	52,0	57,5	58,9
DIŞ BORÇ STOKU/İHRACAT	431,5	373,3	369,3	376,4	354,4	341,4	390,7
DIŞ BORÇ FAİZ ÖDEMESİ/İHRACAT	22,2	21,6	25,0	25,0	24,6	23,4	23,1
DIŞ BORÇ SERVİSİ/İHRACAT	50,4	54,3	55,0	55,7	60,9	60,0	53,4
KISA VADELİ DIŞ BORÇLAR/ TOPLAM DIŞ BORÇLAR	25,1*	22,8	18,1	19,4	13,8	15,8	18,9
DIŞ BORÇ SERVİSİ/TOPLAM DÖVİZ GELİRLERİ	26,3*	27,5	26,8	27,4	31,9	35,6	32,6
ORTALAMA EFEKTİF FAİZ ORANI	6,1*	6,4	7,0	7,8	7,1	6,9	7,4
ORTALAMA SPREAD (LIBOR+)	1,5*	1,6	1,0	0,9	1,2	0,9	1,0
ORTALAMA VADE (YIL)	13,4*	14,0	14,6	15,1	15,0	15,3	16,0

* 1993 yılının 3.üçü üç ayı itibarıyla.

BÖLÜM IV

SONUÇ VE TAHMİNLER

1) Ülkemizde kamu açıklarının finansmanında özellikle 1985 sonrası dönemde ağırlık kazanan iç (ve dış) borçlanma, boyut ve nitelikleri itibarıyla bugün ekonominin karşı karşıya bulunduğu en önemli sorunlardan birisi haline gelmiştir. Yoğun borçlanma sonucu Haziran 1994 itibarıyla 476 trilyon TL düzeyine ulaşan iç borç stokunun yıl sonu itibarıyla 675-700 trilyon TL düzeyinde gerçekleşmesi beklenebilir.

TABLO 19: İÇ BORÇ STOKU (MİLYAR TL.)

	ARALIK 1994 (TAHMİN)	HAZİRAN 1994	ARALIK 1993	1994 İLK ALTI AYLIK % ARTIŞ
HAZİNE BONOSU		239.200	64.488	270
DEVLET TAHVİLİ		143.600	189.713	-25
KISA-VADELİ HAZİNE AVANSI		92.800	70.421	32
KUR FARKLARI		320	31.900	
TOPLAM	700.000	475.920	356.522	33,5

Hızlı borçlanma sonucu bütçe gelirlerinin giderek daha fazla bir kısmı iç ve dış borç faiz ödemelerine tahsis edilmektedir. Ocak-Ağustos 1994 arası ilk 8 aylık dönemde, yapılan iç borç faiz ödemeleri geçen yılın aynı dönemine mukayese ile % 194 oranında artarak 106 trilyon TL civarında, dış borç faiz ödemeleri de % 152 oranında artışla 38,2 trilyon TL civarında gerçekleşmiştir.

Toplam faiz ödemeleri aynı dönemde sağlanan 429,8 trilyon TL'lik toplam konsolide bütçe gelirlerine kıyaslandığında, **her 100 TL'lik bütçe gelirinin 33,5 TL'sinin faiz ödemelerine harcandığı görülmektedir.** (Geçen yılın aynı döneminde ödenen iç ve dış borç faizi aynı dönemdeki konsolide bütçe gelirlerinin % 25,3'ünü oluştuyordu). Benzer şekilde, borç faiz ödemelerinin toplam konsolide bütçe harcamaları içindeki payı da sürekli bir artış trendi içinde bulunmaktadır. Geçen yılın ilk 8 aylık döneminde toplam faiz giderlerinin bütçe harcamaları içindeki payı % 20 civarında iken, bu pay 1994 yılının aynı döneminde % 30'a yükselmiştir.

2) İç borç stoku, ağır faiz yükü altında ve yeniden borçlanma ihtiyacına paralel olarak hızla büyümektedir. Borçlanmadaki hızlı artış trendine bağlı olarak borç faiz giderleri de hızlı artmaktadır. **Tahminlerimiz iç borç stokundaki hızlı büyüme trendinin önümüzdeki dönemlerde de devam edeceği, bütçe gelirlerinin borç faiz giderlerini karşılama kabiliyetinin giderek daha da zayıflayacağı yönündedir.**

1995 YILI TAHMİNİ:

Varsayımlar:

- (I) Önümüzdeki yılın muhtemelen bir erken seçim yılı olması nedeniyle makro istikrar politikaları yerine, talep genişletici politikaların yeniden gündeme geleceği varsayımı ile enflasyon hızının yeniden artış eğilimine gireceği ve 1995 yılında % 110 civarında gerçekleşeceği,
- (II) Kamu iç borçlanmalarında faiz oranlarının yüksek düzeyini koruyacağı ve hatta Hazine'nin nakit sıkışıklığı nedeniyle daha da yükseleceği,
- (III) 1994 yılında reel GSMH'nin eksi büyüme kaydedeceği öngörüsü ışığında 1995 yılı vergi gelirlerinin 1994 yılına göre daha yavaş artacağı, varsayımları altında;
 - (a) İç borç stokunun 1994 sonunda yaklaşık 675-700 trilyon TL'den, % 70 civarında artış ile 1995 sonunda yaklaşık 1.150-1.190 trilyon TL düzeyine ulaşacağı,

- (b) Yıllık iç ve dış borç faiz ödemelerinin 1994 yılında yaklaşık 275 trilyon TL'den, 1995 yılında % 90 artış ile 525 trilyon TL'ye ulaşacağı,
 - (c) Borç faiz yükündeki hızlı artış sonucu faiz giderlerinin toplam bütçe gelirleri içindeki payının 1994'de % 36'dan 1995 yılında % 45'e, toplam vergi gelirleri içindeki payının da % 45'den % 58'e yükseleceği,
- tahmin edilmektedir.

1995 SONRASI DÖNEM TAHMİNLERİ

1995 sonrası dönem için tahminlerimiz toplam bütçe gelirleri ve bütçe vergi gelirlerinin borç faiz giderlerini karşılama kabiliyetinin giderek zayıflayacağı yönündedir. Buna göre;

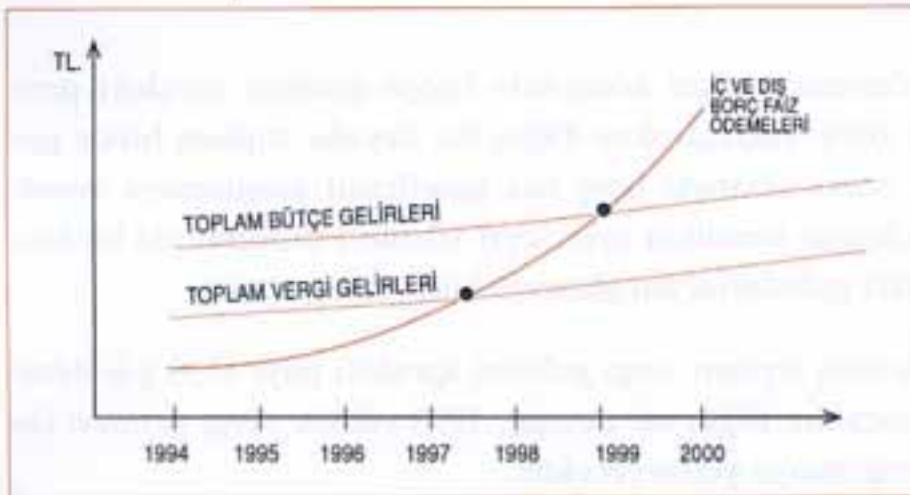
- (a) borç faiz giderlerinin toplam konsolide bütçe gelirleri içindeki payı 1999 yılında % 100'e yaklaşacaktır. Diğer bir deyişle, toplam bütçe gelirleri 1999 yılı sonu itibariyle borç faiz giderlerini karşılamaya ancak yetecektir. Borçlanma trendinin aynı seyri izlemesi durumunda toplam bütçe gelirleri faiz giderlerini karşılamaya bile yetmeyecektir.
- (b) Borç faiz giderlerinin toplam vergi gelirleri içindeki payı 1998 yılı itibariyle % 100'ü aşacaktır. Diğer bir deyişle, 1998 yılında vergi gelirleri faiz giderlerini karşılamaya yetmeyecektir.

BU DURUM "DEVLET BÜTÇESİNİN İLAN EDİLMEMİŞ İFLASI"NDAN BAŞKA BİR ŞEY DEĞİLDİR.

TABLO 20: BORÇ FAİZİ TAHMİNLERİ

YILLAR	TAHMİN (TRİLYON TL)			FAİZ ÖDEMELERİ	
	İÇ VE DIŞ BORÇ FAİZ ÖDEMELERİ	TOPLAM KONSOLİDE BÜTÇE GELİRLERİ	TOPLAM VERGİ GELİRLERİ	TOPLAM BÜTÇE GELİRLERİ (%)	TOPLAM VERGİ GELİRLERİ (%)
1994	275	725	600	36,0	45,0
1995	525	1200	900	45,0	58,0
1996	1.000	1.750	1.300	57,0	76,0
1997	1.900	2.750	2.100	69,0	90,0
1998	3.700	4.500	3.400	82,0	108,0
1999	7.000	7.200	5.400	97,0	133,0
2000	13.000	12.400	9.300	105,0	139,0

GRAFİK 4: BORÇ FAİZİ TAHMİNLERİ



3) Hazine'nin iç borçlanma ile ilgili temel sorunlarından birisi borçlanmanın çok kısa vadeli yapıyor olmasıdır. Enflasyon oranının istikrarsız bir trend takip ettiği ve kısa-vadede büyük değişkenlik gösterdiği bir ortamda, belirsizlik faktörü nedeniyle borçlanmalar ancak çok kısa vadeli ve yüksek maliyetlerle gerçekleştirilebilmektedir. Enflasyon oranının yüksek düzeylerde seyrettiği ve değişkenlik arzettiği bir ortamda, kamu kağıtlarına talep ancak çok yüksek faiz oranları ile sağlanabilmekte, sonuçta ödenen reel faiz oranı (1987 yılında % 13,4, 1988 yılında % 22, 9 ve 1992 yılında da % 16,2 gibi) oldukça yüksek düzeylerde gerçekleştirilmiştir.

Türk Hazinesi mutlaka daha uzun vadeli borçlanma çabası içine girmeli, borç stokunun ortalama vadesini en az beş yıla yaymalıdır. Enflasyonla ilgili belirsizlik nedeniyle, çok yüksek ve sabit faiz oranları yerine, enflasyon oranına, döviz kuru ve altın fiyatlarına endeksli borçlanma uygulamaları Hazine'nin daha uzun vadeli ve uygun şartlarda borçlanabilmesine imkan tanıyacaktır. Borçlanmanın daha uzun vadeye yayılması aynı zamanda kısa vadeli toplam efektif talebin kontrolünü kolaylaştıracak, enflasyon hızının kontrolüne ve belli bir takvim dahilinde aşağı çekilmesine ve ödemeler dengesinin sağlanmasına önemli bir katkı sağlayacaktır.

Borçlanmanın daha uzun vadeye yayılması, kısa vadeli mevcut borçlanma modelinin ortaya çıkardığı piyasalardaki büyük çaplı likidite dalgalanmalarını da azaltacaktır. Kısa vadeli borçlanmada geri ödeme vadelerinin kısa aralıklarla gelmesi -geri ödemelerin nasıl ve hangi kaynaktan yapılacağına dair belirsizlikler nedeniyle- mali piyasalarda büyük çaplı spekülasyon beklentileri oluşturmakta ve piyasaların temel trendlerinde büyük sapmalara yol açmaktadır.

4) Mali piyasaların serbest rekabet şartlarına göre işlediği ekonomilerde -vade, risk, likidite, vergi statüsü v.b. özellikler hesaba katılarak- kamu kağıtlarına ödenen faiz oranları piyasanın asgari düzeyini (prime rate) oluşturmaktadır. Türkiye'de ise tam tersi bir durum söz konusu olup, kamu iç borçlanması piyasanın tavan faizleri üzerinden yapılmakta, diğer faiz oranları da yukarı çekilmektedir.

Enflasyon oranının yüksek düzeylerde seyrettiği ve değişkenlik arzettiği bir ortamda kamu kağıtlarına çok yüksek faiz ödemek yerine, **enflasyon oranına, döviz kuru ve altın fiyatlarına endeksli borçlanma uygulamaları mevcut şartlarda daha esnek ve uygun bir strateji olacaktır.**

5) Türkiye'de hükümetler, iç borçlanmayı sınırsız kamu harcaması yapmayı mümkün kılan potansiyel bir kaynak olarak algılamaktadırlar. Bunun sonucu, daha fazla borçlanma imkanı (!) daha fazla harcamayı teşvik etmekte, kamu harcamalarının aşırı boyutlara ulaşmasına yol açmaktadır. Bu yaklaşım son derece yanlıştır. İç borçlanma yöntemi diğer birçok gelişmiş ekonomiler-

de, bir toplam talep yönetim tekniği ve/veya cari bütçe açıklarının karşılanmasında enflasyonist olmayan bir finansman yöntemidir. Kamu bütçesinin sürekli açık verdiği ülkemizde iç borçlanmanın anti-konjonktürel (toplam talep kontrolü) amaçlarla kullanım imkanı mevcut şartlarda hemen hemen imkansızdır. Ancak borçlanmaların uzun vadeli ve mümkün olan en düşük maliyetlerle yapılması, bütçe finansmanından kaynaklanan enflasyonist baskıları azaltacak, enflasyon hızının orta ve uzun vadede sürekli ve tutarlı bir yavaşlama eğilimine girmesine imkan tanıyacaktır.

Özetle; hükümetler iç borçlanmayı daha fazla harcama yapmaya imkan tanıyan hazır ve sınırsız bir kaynak olarak görmemelidir. İç borçlanma tekniği mevcut kamu açıklarının ve iç ve dış borç stokunun finansmanında kullanılmamalıdır. Unutmamak gerekir ki, kredi değeri çok yüksek bir borçlu için bile borçlanma imkanının bir üst sınırı mutlaka vardır ve bu sınıra yaklaştıkça borçlanma daha da zorlaşmakta, ödenen maliyet de artmaktadır.

6) Mevcut kamu borçlanma politikasının hiç bir üretken yönü bulunmamaktadır ve sadece “borcu borçla ödeme” esprisine dayanmaktadır. Bu ise, gelecekte borçlunun borcunu ödeyememe tehlikesini de beraberinde getirmektedir.

Türk ekonomisinde makro dengelerin yeniden tesisi, büyük ölçüde kamu ekonomisinde gelir-gider dengesinin sağlanması ve kamu borçlarının disiplini edilmesine bağlı bulunmaktadır.

Bu bağlamda, içine düşülen kısır döngüyü bir ölçüde kırmaya katkı sağlayabilecek “kısmi bir monetizasyon” alternatifi üzerinde düşünmek uygun olacaktır. Kamu borçlarının kısmi monetizasyonu kısa vadede genel fiyat düzeyini arttıracak, makro dengeler daha yüksek bir genel fiyat düzeyinde oluşacaktır. Kısa vadede enflasyon hızını arttıracak olan bu yöntem, orta ve uzun vadede bugünkü kısa vadeli-yüksek faizli borçlanma senaryosundan daha olumlu sonuçlar verecektir. Zira, mevcut borçlanma senaryosunun, enflasyonu çok kısa vadede bastırma (“gizleme”) avantajı sağlasa bile, uzun vadeli etkileri çok daha vahim olacaktır.

