

PAPER DETAILS

TITLE: Türkiye Ekonomisinde İç Borçlanmanın Dislama Etkisinin Analizi (1980-1995)

AUTHORS: Ali O BALKANLI

PAGES: 0-0

ORIGINAL PDF URL: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/5644>

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE İÇBORÇLANMANIN DIŞLAMA ETKİSİNİN ANALİZİ (1980-1995)

Dr.Ali O.BALKANLI*

1.Ekonomik Gelişmişlik Seviyesi ile Kamu Finansmanı Arasında İlişki

Gerek gelişmiş, gerekse gelişmekte olan ülke adını alsın piyasa ekonomisinin geçerli olduğu ülkelerde, kamunun harcamalarını finanse etmek için genel olarak vergi, borçlanma ve emisyon yöntemlerine başvurdukları görülür. Ancak Klasik iktisatçılardan beri bilinen bir kural ise kamunun harcamalarının finansmanında asli geliri olarak kabul edilen vergilemeyi kullanması gerektiğidir. Çoğu ekonomilerde sıkça görülebilen bir gerçek ise kamu harcamaları hızla artarken, normal gelirlerin (vergiler) bu artışa uyum gösterememesidir. İşte kamu harcamalarında bu artışa karşın, kamu gelirlerinin bu artışı karşılayamadığı noktada karşımıza bütçe açığı sorunu çıkar.

Esas olarak harcamaların gelirlerden fazla olmasını ifade eden bütçe açığını etkileyen yapısal faktörler ise 5 başlık altında incelenebilir.

- a.Ekonomilerin gelişmişlik seviyesi
- b.Kamu gelirlerinin büyüme oranı ve kamu gelirlerinin büyümesine karşı kamu harcamalarının büyüme oranı
- c.Kamu gelirlerinin istikrarlı olup, olmaması
- d.Kamu harcamaları üzerinde hükümetlerin belirleyicilik-değiştiricilik gücü ve denetimi
- e.Ekonomide kamu kesiminin ve müdahalesinin büyüklüğü

Gelişmiş ülkelerde devlet borçlanmaları için mali piyasaların genel karakteristiği geniş, likiditeyi haiz ve iyi-bilgilenmenin olduğu piyasalar olmasıdır. Oysa aynı nokta gelişmekte olan ülkelerde mali piyasalar için geçerli değildir. Bu ülkelerde mali piyasalar ülkeden ülkeye değişebilir ölçülerde olmakla birlikte küçük, gelişmemiş ve likiditeyi tam haiz olmayan piyasalardır. Gelişmiş ülkelerde hükümetin yüksek düzeyde kredi değeri var iken, gelişmekte olan ülkelerde hükümetin büyük ölçüde borçlanma imkanı bulunamaz. Diğer taraftan, gelişmiş piyasa ekonomilerinde siyasal sisteme ve siyasal iktidarlara verilen toplumsal itibarın bir gizil-sonucu olarak döviz alım-satımı özgür bırakılmış ve bankacılık sistemi ülkeden ülkeye değişen ölçülerde olmakla birlikte liberalize edilmiştir. Diğer taraftan banka karşılık oranlarında ise düşük rezerv izin verilmiştir. Bu çerçevede mali kurumlar yatırım kararlarında özgürlüğe sahiptirler. Gelişmekte olan ülkelerde ise devletin büyük ölçüde borçlanma imkanının olmaması nedeniyle döviz denetimi uygulanır, bankalar için liberal düzenlemeler yerine tersine kamu müdahalesine konu olur, kanuni karşılık oranları yüksek düzeydedir. Mali kurumların kamu borçlanmasına yönlendirilmesi sözkonusu olur; enflasyon ise bir vergi aracı olarak kullanılır.¹

1. Cf., S. Singh, "Development Economics, Theory and Findings", Heath Pub., Lexington, Massachusetts, 1972; L.Landau, "Savings Functions for Latin America", (İçinde) H. Chenery, "Studies in Development Planning", (Cambridge, 1971), s. 299-321; Devletin kamu harcamalarında ve gelirlerinde gerçekleştirdiği değişiklikler sonuçta, ekonomik aktivite üzerinde etkili olabilmektedir. Bu noktada da çoğu gelişmekte olan ülkede devlet vergi politikası ile ulusal tasarruflar ve bu yolla yatırımlar düzeyini artış yönünde etkilemek ister. Ancak yapılan araştırmalar göstermiştir ki, özel tasarruf oranları ülkelerin ekonomik gelişmişlik seviyeleri ile pozitif ilişkiye sahiptir ve ekonomik büyümeyi beslemede bir vergi sisteminin yeteneği üç ayrı koşulda sözkonusu olur. Bunlar; i. Tasarrufların vergi teşviklerine yanıt verebilirliği; ii. Ekonominin tasarrufları yatırımlara dönüştürebilme yeteneği; iii. Gelir artışı üzerinde artan yatırımın etkisine bağlıdır.

*İ. Ü., Siyasal Bilgiler Fakültesi, İktisat Bölümü, Araştırma Görevlisi.

Gelişmiş ülkelerde gelişmekte olan ülkelere göre Kamu Borcu/GSMH oranı sermayenin bol bir faktör olabilmesi nedeniyle yüksek olabilir. Bu nedenle de (ceteris paribus) bu gibi ülkelerde muhtemel bir bütçe açığını kapatmada emisyonu gitme yöntemine başvurmak zorunlulukları olmadığından enflasyon da düşüktür. Oysa gelişmekte olan ülkelerde durum tam tersinedir. Çünkü bu tür ülkelerde istinaller olsa da, genel olarak tasarrufların nisbeten az oluşu kamunun gelir-borç oranının düşük olmasına neden olabilir. Bu durumda ise yeterince borçlanma imkanına sahip olmayan devlet bütçe açığını kapatmak için bir vergiyi ikame aracı olan enflasyonist genişlemeye gidebilir, bu da sonuçta yüksek enflasyon oranlarını doğurur.

Bütçe açıkları ekonominin yapısına ve gelişmişliğine bağlı olarak özel kesimin tüketim, tasarruf, yatırım kararları gibi, temel iktisadi kararları üzerinde değişik etkilere sahiptir. Burada belirtmek gerekir ki, bütçe açıklarının tasarruf ve yatırım üzerindeki etkisi sadece ekonominin yapısına bağlı değildir. Ayrıca ekonominin değişik kesimlerinde dolaylı olarak ortaya çıkan davranışsal yanıtlar da (özellikle fiyat ve ücretlerin belirlenmesinde) bütçe açıklarının tasarruflar ve yatırımlar üzerinde etkisini ortaya koymada önemlidir. Bütçe açıklarının özel kesimi etkilemede diğer bir önemi de kamunun bütçe açıklarını kapatmak amacıyla yoğun olarak para ve sermaye piyasalarına başvurmasıyla da ilgili olarak ortaya çıkar². İşte bu noktada ise dışlama kavramı kendisini gösterecektir.

2. Dışlama Kavramı (Crowding Out) ve İç Borçlanma-Borç Yönetimi İlişkisi

2.1. Dışlama Kavramı

Her ne kadar iktisat düşüncesinde nüvelerini bulsak da bir kavram olarak modern biçimiyle dışlama düşüncesi parasalcı yazarlar Karl Brunner ve Allan Meltzer tarafından 1970'lerde geliştirilmiştir. Kavram kabaca kamu kesiminin büyümesi sonucunda özel kesimin piyasadan çekilmesini anlatır. Dışlama etkisi iki temel ayrıma tabidir. Bunlardan birincisi fiziksel dışlama olup, ikincisi ise mali dışlama etkisidir. Fiziksel ya da doğrudan dışlama insangücü ve maddi kaynaklar gibi reel kaynaklar alanında

geçerlidir³ ve reel dışlama olarak da tanımlanır. Parasalcı yazarlar dışlama etkisini reel kesim-mali kesim olarak ayırırlar, ancak bunda da temkinlidirler. Çünkü mali dışlama etkisi sadece faizler üzerinde değildir. Ek olarak kamu harcaması yüksek düzeyde borçlanmayla finanse edilirse, faiz oranları yükselir. Yüksek faiz oranları iki temel etkiye sahip olacaktır: İlk olarak faize-duyarlı özel harcamalar düşecektir. İkinci olarak yüksek yurtiçi faiz oranları "sıcak para" şeklindeki yabancı sermaye girişini teşvik edecektir. Bu ise ulusal paranın yabancı paralar karşısında değerini yukarı doğru itecektir. Bu süreç ithalatla rekabet eden sanayileri ve ihracat sanayilerini dumura uğratacaktır. Sonuçta bu durum dış dengenin yapısal bozukluğundan beslenen bir krizi gündeme getirebilecektir. Eğer yüksek düzeydeki kamu harcamaları para arzının artırılmasıyla finanse edilirse, bu enflasyon beklentisi doğurarak hanehalkının reel dengelerinin değişmesine neden olacaktır⁴.

Prensip olarak, bütün hükümet harcamaları finansman kaynağı mevcut olmalıdır. Bu bağlamda harcamalar ya vergileme ile ya da kamu menkul kıymetleri satılarak sağlanmaya çalışılır. Bu eşitlikten bütçe sınırlama eşitliği geliştirilmiştir.

$$G=T+DB \quad (T:\text{Vergi}, B:\text{Borç})$$

Maliye politikası gösterir ki, vergide bir liralık değişimin gelir üzerindeki ve bono üzerinde bir liralık değişikliğin gelir üzerinde ortaya çıkardığı etkisinden farklıdır. Bu nedenle kamu harcamasının finansman yönteminde değişiklik bu nedenle önem taşır. Vergide bir değişiklik özel harcama üzerinde vergi çarpanı bağlamında değişikliğe neden olacaktır. Tahvil arzında bir değişiklik tahvilin gerçekleştirilmiş tasarrufların plase edilmesi ile satın alınacağı ve bunun da adı üzerine tasarruf olduğu cihetle harcama üzerinde küçük bir etkiye sahip olacağı düşünülür. Oysa düşünülenin tam tersine, kamu harcaması vergi ile değil tahvil satışı ile finanse edildiğinde, bu yöntem daha çok genişleyici bir politikayı içerecektir. Çünkü harcanmayacak olan tasarruflar devletçe harcama akımına sokulmaktadır. Bunun gibi, vergilerde bir düşüş olmaksızın kamu harcamalarında bir düşüş bütçe fazlasını doğuracak ve satılan tahvillerin geri satın alınması gündeme gelecektir. Bu ise vergi indirimleri ile gelecek harcama düşüşünden daha fazla kısıtlayıcı olacaktır.

Nihayetinde, öyle ya da böyle, gerek vergi artışı ve gerekse borçlanma sonuçta parasal

²Cf., İbid., Davranışsal varsayımlar mali piyasalar üzerinde de daha az can alıcı önem sahiptir denemez. Mali varlıklar üzerinde yüksek bir gelir, (eğer sadece ikame etkisi, gelir etkisini bastırırsa) özel tasarrufları arttıracaktır. Bunun yanısıra bütçe açığının özel portföy üzerinde etkisini görmede tahmin için portföy tercihleri hakkında bazı bilgileri bilmek gerekir.

³ Zikreden D. Heald, "Public Expenditure", Başıl Blackwell, (Oxford, 1987), s. s. 39.

⁴İbid., s. 40.

kaynakların özel kesimden kamu kesimine aktarılmasını ifade edecektir. Borçlanma yoluyla finansmanda diğer taraftan devlet özel kesim ile yarışacak ve faiz oranlarının yükselmesine neden olacaktır. Bu ise özel yatırım harcamalarını düşürecektir. Bu durumda ise kamu harcaması özel harcamayı devre dışı bırakmış, dışlamış (crowding out) olacaktır. M. Friedman, kamu harcamasının borç ile finansmanının ekonomide reel gelirde bir azalmaya neden olacağını ileri sürer. Çünkü ona göre borçlanma özel yatırımları düşürdüğünden varlıkların fiziki tutarını indirecektir⁵.

Dışlama olgusunun açıklanmasında Klasik ve Keynesyen teorilerin yaklaşımları dikkate değer niteliktedir. Klasik iktisatçılara göre tam istihdamın olduğu ekonomide, özel sektör için geçerli olan kaynakları kamuya aktararak kaynakların kullanım yönünü saptırır⁶. Dışlama etkisi noktasında ikinci açıklama Keynesyen iktisatçılardan gelir. Keynesyen teori, yatırımlar ile faiz oranı arasında ters ilişkinin varolduğu ileri sürer. Keynesyenlere göre borç ile finanse edilmiş kamu harcaması ilk olarak ekonomide gelir seviyesini artırır. Gelir seviyesinin artışı ile para talebi doğrudan artar. Para talebinin artması ise veri para arzı karşısında, faiz oranlarında bir artışa neden olur. Sonuçta ise faiz oranındaki artış ekonomide özel kesim yatırım etkinliğini azaltır⁷.

Ekonomide en büyük karar birimi olarak yer alan devletin verdiği kararlar arasında yer alan iç borçlanma kararı ve uygulamasının, sonuçta özel kesimin kararlarını ve genel olarak da ekonomiyi etkileyeceği beklenir. Devletin ister içborçlanmayı müdahale aracı olarak, isterse kamu kesimi finansman açığını kapatmak üzere kullanılsın, iç borçlanma, etkileri itibarıyla mal ve finans piyasalarını (fiyatlar ve büyüklükleri) etkiler*. Fonların kıt

olduğu bir ekonomide bu etkiler kendisini özellikle özel kesimin fon imkanlarında daralma yoluyla gösterir. Dışlama etkisi daha çok finansal dışlama çerçevesinde tartışıldığı görülmektedir. İç borçlanmaya dışlama kavramı altında bakarsak, bu noktada içborçlanma kamu kesiminin özel kesime rakip olarak doğrudan fon piyasalarına girerek ek finansman ihtiyacını gidermesini ifade eder. Bu anlamda da özel kesimin finansal dışlanması etkisi en net olarak iç borçlanmada görülür⁸. Finansal dışlamanın göstergelerinin neler olabileceği sorusuna cevap ise kamu borçlanması sonucu faiz oranlarının yükselmesi ve özel kesime göre kamunun fon hacmi olabilir. Çünkü kaynakların kıt olduğu bir ortamda bir kesimin fonların büyük bir kısmına sahip olması diğer kesimin piyasadan dışlanmasına bir göstergedir ve fonların kılığında kamunun fon talebinin faiz hadlerini yukarı doğru itmesi özel kesimin mutlak ya da nisbi olarak finans piyasalarından dışlanmasına neden olacaktır.

Kamu kesimi doğrudan doğruya borçlanma araçları çıkarak (Hazine Bonosu, Hazine Tahvili v.d.) finansal piyasalardan fon talep edebileceği gibi, para (bankalar) piyasasından özellikle K.I.T.'ler aracılığı ile kısa vadeli borçlanmaya gidebilir. Özellikle mali piyasalar açısından sermaye piyasası özel kesim araçları olan özel kesim şirket hisse senetleri ve tahvilleri devletin çıkardığı mali araçlarla rekabet etmek durumundadır. Ancak burada dikkat edilmesi gereken olgu özel kuruluşların devlet ile fonların transferi noktasında "devletin sınırsız borçlanabilme ve bunu ödeyebilme gücü" nedeniyle ve verdiği güvence nedeniyle rekabet edebilmelerinin pek mümkün olmadığıdır. Bu durumda da devletin borçlanmaya gittiği ve bunu yüksek düzeylerde sürdürdüğü ortamda ortaya çıkan faiz hadlerinde yükselme sonucunda özel kesimin fon talebinin faiz esnekliğinin yüksek olması halinde özel kesimin mali piyasalardan dışlanması ile karşılaşılacaktır. Finansal Dışlama kendisini ince bir noktada da özelleştirme ile gösterir. Çünkü özelleştirme ile reelde devlet ekonomik hayattan çekilmektedir. Ancak özelleştirme ile özel kesimin fonların

⁵ Zikreden, q. v., S. Gopalakrishnan, "Effect of Government Borrowing on Private Investment In India", *Indian Economic Journal*, Vol. 35, No. 2, s. 49. j

⁶ Cf., R. J. Cebula, "Federal Budget Deficits", Lexington Books, (Massachusetts), s. 85-87

⁷ Ibid., s. 8; Dışlama etkisinin en bilineni ise işlemler dışlama etkisi olup, bunun yanısıra Mali Dışlama etkisi, Portföy Dışlama etkisi, diğer dışlama türlerini ifade eder. q. v., R. Cebula, "An Empirical Analysis of The "Crowding Out" Effect of Fiscal Policy in the United States and Canada", KYKLOS, Vol. 31, Fasc. 3, 1978, s. 424-436, s. 435; Cebula, Op. cit., s. 94-95.

* Kamu iç borçlarının ekonomi üzerine nihai etkilerinin tespit edilebilmesinde borcun alındığı, kullanıldığı ve ödemelerinin yapıldığı dönemlerde ekonomi üzerinde meydana getirdiği etkilerin

mutlak etkileri ve differansiyel etkileri bağlamında değerlendirilmesi gerekir. Mutlak etkilerin incelenmesinde belli tutardaki kamu harcamasını gerçekleştirilebilmek için gelir türleri: vergi, para basma ve borçlanma içinde sadece borçlanma göze alınmakta ve bunun ekonomik etkileri ele alınmaktadır. Diferansiyel etkilerin incelenmesinde ise kamu harcamaları veri olarak kabul edilmekte ve alternatif finansal araçların etkileri karşılaştırılarak incelenmektedir.

⁸ Cf., Berksoy T. & Doğruel, S., "Kamu İçborçlanmasının Kamu Dışı Kesimler İçin Kullanılabilir Kaynaklar Üzerindeki Etkisi", İ. T. O., (İstanbul, 1989), s. 22.

kamu kesimine aktarılması söz konusudur. Bu şekli ile özelleştirme ile özel tasarrufların kamu kesimine aktarılması özelleştirmelerin büyüklüğüne bağlı olarak piyasa faiz oranlarını yukarı doğru çekebilecektir. Bu ise sonuçta özel kesimin finansman maliyetlerinde artışı ifade edebilir.

2.2. İç borçlanma ve Borç Yönetimi

Reel hayata bakıldığında, görünen gerçek odur ki, hükümetler (seçmenlerinin vergiden çekindiği cihetle) bütçe açıklarını kapatmak yolunda ya emisyonu gidecekler ya da emisyonun da mümkün olmadığı durumda (zorunlu olarak) borçlanmaya gideceklerdir. Hükümetin borçlanma talebi, diğer faktörler bir yana, esas olarak bütçenin fazla veya açık vermesine ve bu açığın düzeyine bağlıdır. Hükümet bütçe harcamalarını bütçe gelirleri ile (vergiler) ile finanse edemez ise (açık finansmana başvurmuyorsa) dışardan finansman yoluna, yani borçlanmaya gider. Diğer borçlanıcılarla karşılaştırıldığında devlet için borçlanmanın maliyeti diğer fon talep edenlere göre önemli değildir. Çünkü devlet faiz oranlarını nominal olarak taahhüt ettiği çerçevede reel değerini minimize edebileceği ve nihayetinde herşeyden önce borçlanmanın maliyetinden çok, devletin harcamalarının finanse edilmesinde sorumluluk taşıması nedeniyle bu durumu ortaya çıkar.

Makalemizde iç borçlanma yoluyla ödünç verilebilir fonların nisbeten bol olduğu bir piyasa ekonomisinde değil de, ödünç verilebilir fonların nisbeten kısıtlı olduğu gelişmekte olan bir piyasa ekonomisi incelenmektedir. Bu çerçevede, denilebilir ki, kamu borçlarının artışında çeşitli faktörlerin rol oynar. Ülkeden ülkeye, dönemden döneme değişen bu etkenler ise aşağıdaki gibi tasnif edilebilir⁹.

- i. Cari Harcamaların Finansmanı
- ii. İktisadi Gelişmenin Finansmanı
- iii. Ucuz Kredinin Varlığı
- iv. Devletin Piyasa Gücü
- v. Özel Sektör Borcunun Kamu Üstüne Alınması
- vi. Savaşın Finansmanı.

Hazinenin borç yönetimi mali piyasalara katılanlar için iki nedenle önemlidir. İlk olarak, yeni çıkarılan kamu menkul kıymetleri cazip fiyatlarla çıkarılır ve bunun için

⁹Cf., Tanzi T. & Blejers, M. I., "Public Debt and Fiscal Policy in Developing Countries", "The Economics of Public Debt", Edited by K. J. Arrow & M. J. Boskin, Mac Millan, (London, 1991, s. 231-232.

yatırımcılarına kârlı yatırım olanakları önerir. İkinci olarak borcun kısa veya uzun olması kamu ve özel menkul kıymetler piyasasında faiz oranlarının düzenini değiştirir.

Sanayileşme yolundaki gelişmekte olan ülkelerde kamu otoriteleri yurtiçi piyasalarda kamu borçlanma senetleri satarak yurtiçi tasarrufu kendine çekebilmeleri muhtemel olmakla birlikte, aslında bu imkan esas olarak çok sınırlıdır ve ancak bir kısım gelişmekte olan ülkede yurtiçi borçlanmada artışla harcamalarının geniş bir oranını finanse etmektedirler. Bu alanda daha fazla gelişmiş ülkeler başarılıdır. Gelişmekte olan ülkelerde bu olumsuzluğun nedenleri ise aşağıdaki gibidir. (i) Yurtiçi sermaye piyasasının küçük bir boyuta sahip olması, (ii) Potansiyel satın alıcıları tarafından hissedilecek siyasal riskler ve büyük yanlışlıklar, (iii) Oranların belirlenmesinde serbest piyasaya sınırlama getiren bu ülkeler tarafından bazen reel negatif getiri oranı ile sonuçlanan faiz oranları politikalarının sık sık değiştirilmesi ve bundan dolayı, yurtiçi mali yatırımlar için cezbediciliğin azalması (iv) Varolan küçük çaplı mali piyasadan özel sektörün dışlanmasını sınırlama talebi, (v) Yabancı döviz varlıklarını toplamak için döviz kurunun aşırı değerlendirilmesinin varlığı¹⁰.

Kamu bütçesi açıkları eğer Merkez Bankası kaynaklarından borçlanma ile finanse edilirse, ödemeler dengesi açığı ve para arzı artacaktır. Eğer açıklar, yurtiçi borçlanma ile finanse edilirse, özel yatırımlar için olası fonların varlığını azaltır. Eğer açıklar dış borçla finanse edilirse, borç servisine ilave olarak ağır yük yüklenir. Ancak yurtiçinde fonlar üzerinde kamunun payı azaldığından, para ve sermaye piyasalarında faiz oranları buna bağlı olarak yükselmez. Bu da dış borçlanmanın mali dışlamayı (financial crowding-out) engellemesi anlamına gelir. Kamu harcamalarının iç borçlanmayla finanse edilmesi halinde, işlem güdüsüyle para talebi artacak ve tahvil satışları faiz oranlarını yükseltecektir. Bu noktada, tasarruf sahipleri özel sektör tahvilleri yerine çeşitli avantajlar sunan devlet tahvillerini alacaklardır. Bu durumda ise özel yatırımlar düşerken, kamu harcamaları artacaktır¹¹.

¹⁰Ibid., s. 234.

¹¹Cf., W. P. Orzechowski, "Monetary Aspects of Supply-Side Economics", "Essays in Supply Side Economics", [Ed. D. G. Raboy], (Washington D. C., 1982), s. 428-429. Vergi oranı-vergi hasılası ilişkisinde politika önermeleri getiren Arz-yönlü iktisatçıların çoğu bütçe açığı ile enflasyon arasında doğrudan bir bağlantı öngörmeyen Monetarist iktisatçıların aksine bütçe açığı ile enflasyon arasında ilişkinin var olduğunu teslim ederler. Arz-yönlü iktisatçıları bunları

Öte taraftan belirtmek gerekir ki, 'Kamu Borcu/GSMH Oranı', bütçe açığına ve reel faiz oranı ile büyüme oranı arasındaki ilişkiye bağlıdır. Örneğin, pozitif bir ulusal borç içerisinde büyüme oranını aşan reel faiz ödemeleri yapılırsa, bundan dolayı faiz ödemeleri GSMH'den daha fazla büyüyecektir ve diğer şeyler sabit iken, bu eğilimin sürmesi sonuçta bütçe gelirlerinden artan oranda payın faiz ödemelerine gitmesi anlamına gelecektir. Yine faiz oranı büyüme oranını aşarsa, sonuçta Kamu Borcu/GSMH oranı artacaktır. Bu durum ise aslında böylesi bir durumda olan bir ülke maliyesinin bir kısır döngüye girmekte olduğunun habercisi olacaktır. Burada daha önemli olan nokta, artan faizlerin ekonomik hayattaki etkileridir. Dışlamanın olduğu ortamda yükselen faiz oranları bir yanda kamu menkul kıymetlerine yatırım yapmış olan tasarruf sahiplerine ilave gelir sağlarken, bunların tüketimlerini ülke içinde gerçekleştirdikleri davranışsal varsayımı altında artan faiz geliri, mal piyasalarında bu kesimin marjinal tüketim meyline bağlı olarak talep artışını besleyebilecektir. Yani, sonuçta, kamu kesimine sunulan fonların özel kesimin müstakbel üretim artırıcı yatırımlarını dışlama etkisi ile daralttıkları ve kamu kesiminin bu fonları doğrudan harcamaya (özellikle de cari ve transfer harcamalarına) sevkettikleri cihetle ekonomide toplam talebi artırıcı nitelikte belirgin bir etkiye sahip olabilecektir; arzın buna uyum gösteremediği ortamda bu durum enflasyonist bir süreci besleyebilecektir.

İçborçlanmanın hacmi ekonomik hayati etkilemekle birlikte, ayrıca ekonomik aktiviteyi etkilemede bir diğer politika türü de içborçlanmanın süreç ve bileşimini belirleyen borç-yönetimi politikasıdır. Hazine ve Merkez Bankasının borç yönetimi politikası kamu tarafından gerçekleştirilmiş borçların bileşimini etkiler. Hazine bütçe açıkları oluştuğunda, fon temin etmek üzere menkul kıymet çıkarır. Merkez Bankası çıkarılan bu menkul kıymetleri bir kamu ajanı olarak açık piyasa işlemleri yoluyla satışa çıkarır ya da vadesi dolan ya da tedavülde olup satışa çıkarılan kamu menkul kıymetlerini satın alır. Bu şekilde kamu portföyü muhasebe cetveli şeklinde düşünüldüğünde, bu işlemler hem kamunun yükümlülüklerini arttırıp-azaltırlar ve hem de portföy bileşimini değiştirirler.

Borç yönetimi ise borcun vade yapısının belirlenmesiyle ilgilidir. Kamu tahvillerinin arzında, ortalama vadenin

değişmesi, (borcun miktarı veri iken bile) likiditeyi değiştirecek, bu da ekonomide özel yatırımcıların kararlarını etkileyecektir. Kamunun borç yönetimi ile mali araçlar arasında karşılıklı bir ilişki vardır. Özel olarak borç yönetimi işlemleri sonuçta mali araçların yatırım kararını etkilerken, araçların portföy davranışı da kesin olarak borç politikasının etki derecesini etkiler¹². Örneğin, çoğu mali aracı devlet tahvillerinin vade niteliklerine bakarak tercihlerini belirliyorsa ve ekonominin diğer karakteristiklerinin değişmediğini düşünüyorsa, bir borç yönetimi işlemi diğer yönlerinden ziyade (portföy yatırımlarının) oran yapısında daha geniş bir değişime yaratacaktır.

Az gelişmiş ekonomilerde, esas olarak, kamu borçlanması salt hükümet hazinesinin cari dönemine göre yapılmaz. Kamu borcu, elbette, hükümetin cari açıklarını karşılamak için yapılabilir¹³. Öyle ki bazı durumlarda hükümet programlanmış yatırım harcamalarını finanse edebilmek için borçlanmaya da gidebilir. Esas olarak, az gelişmiş ekonomilerde kamu borcunun rolü, bunlardan daha çok, yeterli girişimcinin ekonomide yokluğu nedeniyle sağlanamayan reel sermaye birikimini gerçekleştirmek üzere yaptığı yatırımları borçlanma ile finanse etmesi ile ilgilidir¹⁴. Diğer taraftan belirtilmelidir ki, mali kurumların tam bir gelişme gösteremediği gelişmekte olan ülkelerde kamu borçlanmasında devlet için en önemli kurumlar ticari bankalar olmak durumundadır. Örneğin Pakistan için yapılan bir araştırmaya göre görülen odur ki, Pakistanda Federal ve eyalet menkul kıymetlerinin %90'ına yakını ticari bankalar tarafından toplanmıştır. Buna karşın mali gelişmişliğin belli bir düzeye sahip olduğu A.B.D.'de ise kamunun pazarlanabilir menkul kıymetlerinin sadece %40'ının ticari bankaların elinde olduğu görülür. Pakistan yönetiminin, bankacılık sistemi tarafından toplanmayan borçları ise (%10 gibi bir oranını) sigortacılık kesimince massedilir. Bankaların bu menkul kıymetlere yönelmesinin ardında bir yanda menkul kıymetlerin oldukça düşük riske sahip olması ve pazarlamadaki kolaylığı nedeniyle likiditeyi içermesi yer alırken, diğer tarafta yüksek oranlarda (%20'ler civarında) seyreden ve hazine menkul kıymeti ile karşılanabilen kanuni

¹²W. Şilber, "The Financial Sector and Fiscal and Debt Management Policies", [Edit. by M. E. Polakoff], "Financial Institutions and Markets", (Boston, 1970)s. 534.

¹³C. f., R. . Porter, "Narrow Security Markets and Monetary Policy: Lessons From Pakistan", **Economic Development and Cultural Change**, Oct., 1965, ; Vol:16, No. 1, s. 49.

¹⁴Cf., E. Nevin, "Capital Fund in Underdeveloped Countries", (New York, 1961), s. 95-96 .

söylerlerken, diğer tarafta bu savlarının devamı olarak da çoğu Monetarist'in dediği gibi vergi oranı artırımlarının bütçe açığını kapatacağı savına da katılmazlar. .

karşılık oranları bankaları bu yöntemle itmektedir.

Öte taraftan içborçların yatırımlar üzerinde etkilerine bakıldığında, büyük hacimli devlet borçlarının, yatırımı doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki yönde uyardığı görülür. Doğrudan bir etki portfolio nedeniyle olabilir. Firmalar dönem içinde karlılıklarına bağlı olarak kazandıkları reel varlıklar nedeniyle reel varlıklar-finansal varlıklar dengesinde, dengeyi sağlamak için kamu menkul kıymetleri alımı biçiminde zenginliklerini daha da arttırabilirler. İçborçların dolaylı etkisi ise kamunun borçlanması ve bunları doğrudan harcamaya yöneltmesi sonucu tüketim mallarının arzında bir artışın sermaye talebini arttırması ile ilgilidir¹⁵. Nihayet kamu açıkları kamu tasarruflarını çözücü bir niteliğe sahip olup, özel tasarrufları da absorbe eder. Ve bu nedenle de, eğer özel tasarruf sabit ise özel yatırımı indirir¹⁶.

Sonuç olarak belirtmek gerekirse, bütçe açıkları ve yavaş parasal büyüme ortamında finansal dışlamanın olabileceği söylenmekle birlikte, özel yatırımın dışlanmasının zorunlu bir sonuç olacağı da her koşul ve durumda söylenemez. Reel dışlama etkisinin tespitinde özel yatırımların gelişimi anahtar rol oynayabilir. Ancak her halükarda nihai vadede prensip olarak denilebilir ki, (ceteris paribus) kamu kesiminin içborçlanmaya başvurması ile ortaya çıkan fon temini rekabeti ile faizlerin yükselmesi sonuçta bir maliyettir ve özel kesim girişim yeteneği üzerinde potansiyel bir sınırlayıcı etkiye sahiptir.

3.İÇBORÇLANMA SONUCUNDA DİŞLAMA ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ (1980-1995)

1.1980-1995 Döneminde Türkiye'de Bütçe Dengesi ve İçborçların Gelişimi

Veriler değerlendirildiğinde, Türkiye'de, 1980 sonrasında kamu kesiminde görülen en trajik olay kamunun asli gelirlerinden daha fazla harcama yapar hale gelmesi olmuştur. Bu durum yıllar itibariyle istisnası olsa da genel bir kronik hastalığı ifade eder. Örneğin Ek-Tablo 1'den de görüleceği gibi 1980 yılında uygulamaya konan istikrar tedbirlerinin etkisiyle konsolide bütçe gelirleri artarken, konsolide bütçe harcamaları da düşüş göstermiş ve bunun sonucunda konsolide

bütçe açığı da GSMH'nin yüzdesi olarak 1980'den 1983'e düşüş göstermiştir. Ancak 1984 yılında konsolide bütçe gelirlerinin konsolide bütçe harcamalarından daha hızlı düşmesi nedeniyle konsolide bütçe açığı %2.7'den %5.3'e, bu boyutuyla %100'e yakın bir artış göstermiştir. Bu açık ise 1984 yılında hükümetin devlet tahvili ve hazine bonusu şeklinde iç borçlanmaya gitmesinde önemli bir etken olmuştur. 1984 yılında yaşanan bu kamu açığı karşısında ortaya çıkan borçlanma zorunluluğu 1980 sonrası döneme damgasını vuracak olan borç kısır döngüsünün de güçlü bir başlangıç noktasını oluşturmuştur.

Konsolide bütçe gelirlerinin 1980 sonrasında ortaya koyduğu düşüş eğiliminde, esas etken bu gelirler içerisinde yer alan vergi gelirlerinde düşüş olmuştur. Öyle ki toplam vergi gelirleri içerisinde Konsolide bütçe vergi gelirlerinin payı 1980 yılında %84.5 iken, 1981-83 arasında düşüş göstererek %81 dolaylarında seyretmiş, 1984 yılında ise keskin bir düşüş ile %68.6'ya düşmüş, 1987 yılında da %59 ile minimal düzeylere inen bu oran, daha sonraki yıllarda artış eğilimine girmiştir. Öyle ki, 1988 yılında %59.1 olan bu oran, 1989 yılında %61.4'e, 1990 yılında da %61.5'e yükselmiştir. Konsolide bütçe vergi gelirlerindeki bu gelişmeye karşın, Konsolide bütçe gelirlerinin GSMH'ya oranı ise 1980 yılında %16.9 iken, 1984 yılında %12.9'a düşmüştür. Kritik yıl olan 1984 yılındaki vergi gelirlerinde yaşanan düşüş kendisini 1985 yılında da göstermiş, %13.8 olmuştur. 1986 yılında %15.2'ye yükselen oran, 1988 yılında %14.1'e düşmüş, ancak 1990 yılına gelindiğinde ise %15.8 olmuştur. Öte taraftan var olan fonların gelirlerinin GSMH'ya oranı ise 1984 yılında %17.6 iken, yıllar içinde artış göstermiş ve 1990 yılına gelindiğinde %25.7'ye ulaşmıştır¹⁷. 1980-1990 döneminde vergi gelirlerinde yaşanan bu düşüşün ardında yatan etkenler değişik görüşlere dayandırılabilirle birlikte¹⁸, bize göre Türkiye'nin somut koşullarında ekonomi-siyaset ilişkisi ve bürokratik yozlaşma yer almıştır. Ekonomi-siyaset ilişkisinde, denilebilir ki, seçmen desteğinin sürekli değişkenlik taşıdığı bir ortamda, siyasal iktidarlar vergi gelirlerini artırıcı düzenlemelere gitmekle isteksiz davranırken, vergi bürokrasisinin aksaklıkları da bu olumsuzlukta etken olarak yer almıştır.

¹⁷ Cf., M. ve G. Bakanlığı, "Yıllık Bütçe Gerekçeleri, 1983-1990; Oyan, Aydın, Konukman, İbid., s. 33.

¹⁸ Cf., O. Oyan&A. Rıza Aydın, "Maliye ve Fon Politikaları", Adım Yayıncılık, (Ankara, 1991), s. 8.

¹⁵ Cf., R. Eisner&P. J. Piepeer, "Deficits, Monetary Policy and Real Economic Activity", "The Economics of Public Debt", Edited by K. J. Arrow ve M. J. Boskin, (London, 1991), s. 5.

¹⁶ Cf., İbid., s. 20.

Genel olarak kamunun harcamalarda her hangi bir düşüş olmaksızın, vergi gelirlerinde yaşanan düşüşe karşı, tahvil ve bono arzı yoluyla açıkların finanse edilmesi söz konusu olmuştur. Bunun sonucunda ise bunların ana para geri ödemeleri bütçe yükünü kabartırken, Ek-Tablo 2'de de görüldüğü üzere, faiz ödemeleri konsolide bütçe harcamaları içerisinde transfer harcamalarının payında artışa neden olmuştur. Bir yanda vergi gelirlerini harcamaları kadar artıramayan ya da harcamalarını vergi gelirlerine paralel yönlendiremeyen kamu ekonomisi yönetimi, dönem içerisinde yıldan yıla artan oranda içborçlanmaya yönelmiştir. Artan içborçlanma ise bütçe içerisinde transfer harcamaları ana kaleminde artan faiz ödemelerini ortaya koymuştur. Bu ise dönem sonuna gelindiğinde bütçenin bir borçlanma ve borç faizi ödeme bütçesi bütçe görüntüsü sergiler haline gelmesine neden olmuştur. Bu bağlamda bunun göstergesi olan dönem içi verilere bakıldığında, 1980 yılında cari harcamalar toplam kamu harcamalarının %41 iken, 1984 yılında %40 olduğu, 1989 yılında da %34'e düştüğü, 1990-1993 arasında yükseldiği, 1994 yılında ise yüzde 39'a, 1995 yılında da %37'ye düştüğü görülecektir. Yatırım harcamaları ise 1980'de %22 iken, 1989 yılında da %16'ya düştüğü, bu düşüşün 1995 yılına kadar istisnasız olarak sürdüğü, 1994 yılında yüzde 8,5'a, 1995'de %5,4'e düştüğü görülecektir. Ancak yine bütçe içerisinde transfer harcamalarının payı ise yıldan yıla dönem başından sonuna çok ciddi artışlar yaşanmıştır.

Burada 1980 yılında yatırım harcamaların %22'den 1995'de %5,4'e düşüşünde yer alan etkenler arasında 'kaba bir gözlem ile' ilk bakışta 1980 sonrasında kamunun ekonomideki ağırlığının azaltılması bir etken olarak yer almıştır gibi görülebilir. Ancak yatırım harcamalarının toplam harcamalar içerisindeki bu trajik düşüşünün bir ideolojik tercihten ziyade -mecburi bir sonuç olarak- transfer harcamalarında artıştan kaynaklandığı daha fazla düşünülebilir. Çünkü kamunun ekonomide ağırlığının azaltılmasının bir sonucu olarak öncelikle harcamalar içerisinde kalemler arasında ağırlık değiştirmeden ziyade, toplam harcamaların artış oranının düşürülmesi beklenirdi. Ancak dönem içerisinde tersine bir artış yaşanmıştır. Harcama kalemleri arasında transfer harcamalarına bakıldığında, transfer harcamalarının toplam harcamalar içindeki payının 1980 yılında %37 iken, 1984 yılında %40'a ulaşmış ve bu artış devam ederek, 1989 yılında %50'ye ulaştığı, (1990-1995 yıllarında cari harcamaların payı toplam harcamalar içinde yükselirken transfer harcamalarının payının düştüğü, ancak) 1994 yılında ise %53'e, 1995'de %57'ye yükseldiği görülür. Sonuçta, verilerin aydınlığında, kamu kesimi bütçesinin başta da değinildiği gibi, bir 'faaliyet (etkinlik) bütçesi'

değil, borç ödeme bütçesi söylenebilir. Transfer harcamaları içerisinde 1983 yılında %17 olan faiz ödemeleri payının, 1995'de ulaştığı %62'lik pay yaşanan gelişmeyi net olarak ortaya koyar.

İlgili dönemde dikkati çeken bir değişim ise borçların vade bileşiminde değişim ile ilgili olmuştur. 1980'de toplam borçlar içerisinde %48'lik payı olan Kısa vadeli borçlar 1990 yılına gelindiğinde %18.3'e düşmüş, ancak 1991 yılında %39'a, 1992'de de %40.8'e yükselmiştir. 1994'de ise %53 olmuştur. Buna karşın Uzun vadeli borçlar ise toplam içinde 1980'de %51.8 iken, 1990 yılına gelindiğinde %81.7'ye yükselmiş, buna karşın 1991 yılı ile birlikte düşüş göstermiş; 1991'de %61'e, 1992'de %59.2'ye¹⁹, 1994 yılına gelindiğinde %47'ye düşmüştür. Bu durum ise borçlanma politikalarında 1980'den 1990'a kısa vadeli borçlardan Uzun vadeli borçlara; 1990 sonrasında ise uzun vadeli borçlardan kısa vadeli borçlara doğru bir yönelişin olduğunu göstermektedir.

1980 sonrasında Ek-Tablo 3'den de görüleceği gibi diğer borçlanma araçlarına göre bono, tahvil borçlanmalarında olağan-dışı borçlanma artışı yaşanmıştır. Özellikle 1984 yılı ve sonrasında ivme kazanan borçlanmada bono ve tahvil türünde borçlanmada ciddi artışların yaşandığı görülmektedir. 1984 yılının borçlanma açısından kritik-belirleyici bir yıl olduğu söylenebilir. Burada dikkat çekilmesi gereken nokta, 1984 sonrasında bono borç stok yükünün borçlanma yükünün altında kalması, yani bono borç stokundan daha fazla borçlanmaya gidilmesidir. 1984 sonrasında bono borç stoku/GSMH oranı yaklaşık olarak ortalama %2.5 olurken, borçlanma/GSMH oranı ise %5.2 oranının da gerçekleşmiş olup²⁰, bu nokta borcun borçla ödendiği gibi bir savın doğruluğunu güçlendirmektedir.

1980 sonrasında dikkati çeken nokta, Kısa Vadeli avansların GSMH içindeki payının 1980 yılında %2.3 iken, 1990 yılına gelindiğinde %0.1'e düşmesi, buna karşın, 1993 yılı ile birlikte de yükselmesidir. 1992 yılında %1.6 iken, 1993'de %12.1'e yükselmiş, 1994 yılında da %8.4'olmuştur. 1995 yılında ise %1'e düşmüştür. 1993 ve 1994 yılında Kısa vadeli avansların GSMH içindeki payında artışta 1994 kriz koşullarını aramak daha doğru olacaktır. Öte yandan aynı noktaya bir başka bakışla bakarsak, toplam iç borç stoku içerisinde de TC Merkez Bankasından kullanılan avansların payı 1980 yılında %27 iken, 1990 yılında %5 düzeylerine

19 Cf. H. D. T. M, "Hazine Göstergeleri-1989, Aralık", Ankara, s. 13; "Hazine Göstergeleri-Aralık, 1992", s. 7; "Başlıca Ekonomik Göstergeler, 1992-Haziran", s. 95-98.

20 Ibid.

inmiştir. Ancak 1992 yılına gelindiğinde ise tekrar yükselerek %11.5 olmuştur. Bu artışın nedeni sağlıklı, kararlı ve ilkeli bir maliye politikası değil; Merkez Bankası'ndan alınan avansların zamanında ödenmeyerek, borçların hesabi olarak konsolide borçlar içine kaydırılması olmuştur²¹. Bu çerçevede de, toplam iç borç stoku içinde, konsolide borç payı yükselirken, kısa süreli kullanımları ifade eden avansların payı gerilemiştir. Böylelikle ise kamu otoritesinin borçlanmada uzun vadeli kaynaklara başvurduğu izlenimi yaratılmıştır. 1991 yılı ile birlikte ise bu uygulamadan vazgeçildiği görülmektedir. Esas olarak Kamu'nun Merkez Bankası kaynaklarını kullanarak açığı finanse etmesi yöntemini 1980'den 1990'a yıllar içinde istisnalar yaşanmakla birlikte daha az kullandığı gözlenmektedir. Ancak 1991 yılı birlikte Merkez bankası kaynakları açıkların finansmanında önem taşımaya başlamıştır. 1991 yılında açığın finansmanında %16 olan pay, 1993'de %42'ye yükselmiş, 1994'de %35, 1995'de de %33 olmuştur.

Kısa vadeli avanslar konusunda sonuç olarak söylemek gerekirse, görülen odur ki, Merkez Bankası kanunu ile Hazineye açılacak olan Kısa Vadeli avanslarda bir sınırlama getirilmek istenmesine rağmen, mali yılbaşında tespit edilen ödenek toplamı bütçe kanunun Maliye Bakanlığı'na verdiği yetki ya da ilgili mali yıl içerisinde çıkarılan özel kanunları ile arttırıldığında, avans miktarı da arttırılmak durumunda kalmaktadır. Gelirlerinin giderlerinden düşük olması halinin yapısal olduğu bir konumda da bu uygulama süreğenlik taşımaktadır. Ancak görülen odur ki, bütçe açığının finansmanında bir yöntem olan kısa vadeli avans kullanımı, 1980-1990 döneminde oldukça düşük düzeyde gerçekleşmiştir. 1991 ve sonrasında ise iç borçlanmanın ulaştığı yüksek düzeylere bağlı olarak ve bir politika tercihi olarak yükselme eğilimi göstermiştir²².

2.1980-1995 Döneminde Türkiye'de İçborçlanma Sonucunda Finansal Dışlamanın Boyutları

İç borçlanmanın finans kesimindeki etkilerini incelemeye önce iç borçlanmaların GSMH üzerindeki boyutuna bakmak daha doğru

olacaktır. İç borçların GSMH üzerindeki yükünden bahsedilirken burada kısa vadeli ve uzun vadeli iç borç stokunun GSMH'ya oranı ve toplam borç stokunun GSMH oranı değerlendirilecektir. İç borç stokunun GSMH içindeki payının yıllar içerisindeki gelişimi borçların milli gelir içindeki yerinin değişimini ve ekonomi üzerindeki ağırlığını göstermesi açısından önemli olacaktır. Bu bağlamda görülen odur ki, kısa vadeli borçların GSMH içindeki payı 1980 yılında %11.4 iken, bu oranın 1985 yılında olağan dışı düşüş ve 1987 yılındaki artış dışında turtulursa, 1990'da %3.4'e varan sürekli bir düşüş eğilimi yaşanmış olduğu, 1991 yılı ile birlikte ise eğilim tersine dönmüş ve 1992 yılında %10.3'e yükselmiştir. Bu durum devletin 1991 sonrasında daha önce alınan borçların ödenmesi zorunluluğun da içinde olduğu bir ortamda finansman darboğazına girdiğini göstermektedir. Buna karşın uzun vadeli borçların GSMH içindeki payı ise 1980 yılında %12.1 iken, 1985 yılına kadar %26.2'ye ulaşmış, 1986 yılı ile birlikte düşüş eğilimi başgöstermiş, %23.2 olmuş, 1990 yılında da %17.4'e düşmüştür. 1993 yılına gelindiğinde ise oran %14.9 olmuştur. 1994 yılında yaşanan kriz ile birlikte kamunun uzun vadeli iç borçlanma imkanları iyice daralmış, aksine kısa vadeli borçlanma (daha çok 3 aylık ihale olarak borçlanma şeklinde) borçlanma içerisinde önem kazanmaya başlamıştır. Toplam iç borç stokunun GSMH oranına bakıldığında ise 1980 yılında %23.5 olan bu oran, dönem içinde bazı yıllar %34'lere ulaşan yükselmeler dışında bir düşüş eğilimi görülmüştür, ancak ilgili dönemde, 1980-1984 arasında düşüş eğilimi görülmekle birlikte esas olarak, 1985 yılı ile birlikte başlayan 1994 yılına dek süren ciddi bir yükseliş eğilimi yaşanmıştır²³.

Kamunun sermaye ve para piyasalarından borçlanması tasarrufların kit olduğu ortamda özel kesimin kullanabileceği kaynakları kendisine çekmesini ifade etmiştir. Kamunun kıt kaynak olan tasarrufları kendine çekmek durumunda olduğundan, özel kesim kendisine kaynak temin edebilmek üzere borçlanmada yüksek faiz önermek zorunda kalmıştır. Bu durumun ise önemli olumsuzluklara yol açtığı söylenebilir²⁴. Genel olarak, devletin 'ısrarlı borçlanıcı' olması nedeniyle faiz oranlarını yükselttiği ve borç verilebilir fonları büyük ölçüde kendisine çektiği çerçevede, özel kesimin çekilmesi ya da yetersiz olması nedeniyle yatırımların düştüğü yada artış

²¹Cf., A. Erol, "Borçlanmanın Türk Ekonomisine Etkileri", *Finans*, 1992, Ağustos, s. 58.

²²Cf., T. C. M. B., "1990 Yılı Yıllık Raporu", Ankara, s. 23. (İlgili düzenleme ise 1211 sayılı Merkez Bankası Kanunu madde 61'de yer alır.); E. Pakdemirli, "Türkiye'nin İç ve Dış Borçları", Maliye Araştırma Merkezi Konferansları Seri:29, İstanbul, 1983-1984, s. 35.

²³ Veriler için q. v., T. C. M. ve G. Bakanlığı Yıllık Raporları TCMB Yıllık Raporları (1980-1995).

²⁴Cf., T. Çiller & M. Kaymaz, "Kamu Kesimi Açıkları ve Enflasyon", İ. T. O., (İstanbul, 1989), s. 5.

oranının azaldığı, ya da alternatif olası yatırım imkanlarının daraldığı bir ortamda, devletin ele geçirdiği bu fonlar ile muhtemelen yatırımları yapabileceği söylenebilir. Ancak bu durum Türkiye için 1980'li ve 1990'lı yıllarda görülememiştir. Devletin iç borçlanma sonucunda elde ettiği fonların büyük bölümü ile yatırım yapmaması ve aksine transfer harcamalarını karşılamaya da yönelmesi söz konusu olmuştur. Bu nedenle, devletin borçlanma ile sağladığı kaynakların ve alternatif kullanım şeklinin ne olduğu iç borçlanmada dışlama etkisinin sonuçlarının incelenmesinde esaslı bir unsur olarak yer alır²⁵.

Olayın diğer bir boyutu da kamunun borçlanmasının kamu ekonomisi üzerinde oluşturduğu borç yüküdür. Bu bağlamda Ek-Tablo 5'den de görüleceği gibi, 1980-1995 döneminde kamunun toplam borç ödemelerinde 1985 ile birlikte yüksek düzeylerde olmak üzere sürekli artışlar yaşanmıştır. Benzer şekilde faiz ödemeleri ve anapara ödemeleri de bu gelişmeyi izlemiştir. Bu artış bu yıldan sonra artarak devam etmiştir. Faiz ödemelerinde yaşanan bu artış kendisini bütçe giderleri içerisinde de göstermiştir. Öyle ki 1983 yılında toplam transfer harcamaları içerisinde faiz ödemelerinin payı %17 iken, bu oran 1995 yılında %62'ye yükselmiştir.

Faiz ödemelerinin toplam ödemeler içindeki payına baktığımızda 1980 yılında %44 olan bu pay, o dönemde uygulanan istikrar politikalarının da etkisiyle 1982 yılında %12'ye kadar düşmüş, 1983-1984 yıllarında yükseliş göstermiş, 1985 yılı ile birlikte büyük bir düşüş kaydetmiş ancak bu yıldan sonra bir artış eğilimine (1995: %29) girmiştir. Ancak burada şu söylenmelidir ki, faiz ödemelerinin payında dönem başından dönem ortalarına doğru düşme eğilimine girmesi borçlanmanın sonucunda anapara ödemelerinin ağırlığının artması ile ilgilidir. Yoksa faiz yükünün azalması anlamına gelmez. 1985 sonrasında iç borçlanmada hızlı bir artış eğilimine girilirken, faiz ödemelerinin payı da bu dönem ile birlikte önemli bir artış göstermiştir. Bu bağlamda denilebilir ki, 1984 sonrasında görüldüğü gibi, ekonomik canlanmanın sebepleri arasında yer alan kamu harcamalarında artışın yanı sıra, bir transfer ödemesi olan faiz ödemelerinde artışın ve anapara ödemelerinin bu canlanmada payının olduğu söylenebilir.

²⁵Örneğin ekonomide atıl duran tasarrufların kamu iç borçlanmasına kaynaklık etmesi sonucunda bunların kamunun eline geçmesi durumunda atıl para aktif paraya dönüşmüş olacak ve dolayısıyla para arzı artmış gibi olacaktır. q. v., Y. Büyükerşen, "İç Devlet Borçlarının Enflasyonist Etkileri", E. İ. T. İ. A., (Eskişehir, 1966), s. 28.

Mali dışlama olgusunu görmede ekonomide özel menkul kıymetlerin toplam menkul kıymet ihracı içerisindeki yeri önem taşır. Bu bağlamda Türkiye'de 1980-1994 döneminde ihraç edilen menkul kıymetler içerisinde kamu ve özel menkul kıymetlerin toplam ihraç edilen menkul kıymetler içerisindeki yerine bakıldığında 1980 yılında toplam menkul kıymet ihracatı 115.7 milyar TL iken, kamu menkul kıymet ihracı 75.8 milyar TL, özel menkul kıymetler ihracı ise 39.9 milyar TL olmuş, buna göre toplam menkul kıymet ihracı içinde kamu kesiminin payı %65.5 iken, özel kesimin payı ise %34.5 olarak gerçekleşmiştir. Dönem içerisinde kamunun sahip olduğu bu pay 1982-1983 yılları hariç sürekli yüksek düzeylere sahip olmuştur. Öyle ki, 1991 yılında toplam menkul kıymet ihracı içerisinde 47.319 milyar ile kamu menkul kıymetleri toplam içerisinde %87,5'lik paya, özel kesim menkul kıymetleri ise %22,5'lik paya sahip olmuştur. 1994 yılına gelindiğinde ise özel menkul kıymetler ihracının toplam menkul kıymet ihracı içindeki payı %9,6 olurken, kamu menkul kıymetlerinin payı ise %90,4 olmuştur. 1995 yılında kamu menkul kıymetleri ihracının toplam menkul kıymetler içindeki payı ağırlığını koruyarak %90 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu dönem belirtmek gerekir ki, kamu harcamalarının arttığı ve bütçe açığının hızlandığı bir dönem olmaktadır. Bu da göstermektedir ki, iç borçlanmaların ardında yatan nedenlerin başında bütçe açıkları gelmektedir.

Türkiye'de iç borçlanmaya bağlı dışlama etkisini inceleyebilmek için ise öncelikle devletin iç borçlanmasına kimlerin ya da hangi kurumların kaynaklık ettiğine bakmak doğru olacaktır. Aslında kamunun borçlanma kaynaklarının kimler/hangi kurumlar olduğunun belirlenmesi, borçların ekonomiye etkilerinin ne şekilde olacağının bilinmesine de imkan tanıyacağı çerçevede önemli bir noktadır. Kamunun borçlarını satın alanlara bakıldığında, genel olarak bunların bireyler, özel kuruluşlar, Resmi kurumlar, bankalar olduğu görülür. Ancak Türkiye'de görülen odur ki, hazine bonolarının büyük küpurları ihtiyaç etmesi dolayısıyla bireylerin hazine bonolarından ziyade devlet tahvillerine yönelmeleri söz konusudur. Hazine bonoları yapısı itibarıyla likiditesi yüksek menkul kıymetler olduğundan dolayı bireylerin her ne kadar devlet tahvillerine de yatırım yaptıkları görüle de ağırlıklı olarak kısa vadeli nakit fazlalığında olan özel kuruluşlarca daha fazla talep edilmektedir.

İç borçlanmaya kaynaklık eden kurumların bir diğeri de bireylerin sosyal güvenlik primlerini toplayan sosyal güvenlik kuruluşlarıdır. Bunlar bireylerden topladıkları bu

primleri hazine bonosuna, devlet tahviline, gelir ortaklığı senetlerine olmak üzere kamu menkul kıymetlerine yatırılır. Ancak bunlardan daha önemlisi kamunun iç borçlanmasına kaynaklık eden kuruluşlar arasında bankalar yer alır. Bunun nedenleri arasında bankaların sahip oldukları hazine bonoları karşılığında Merkez bankasından borç alabilmeleri ve hatta vadesinin bitmesine üç ay kala Merkez Bankasına reeskonta verebilmelerinin de yer aldığını belirtmek gerekir. Ancak bankaların kamu menkul kıymetleri karşılığında Merkez Bankasından borçlanabilmeleri ve reeskonta sunabilmeleri sonuçta ekonomide para arzını artırma yolunda etki yapabilir.

Öte yandan bundan da önce alıcıların neden iç borçlanma senetlerini özel menkul kıymetlere tercih ettiği sorusunun cevabını aramak gerekir. Nedenlerin başında iç borçlanma senetlerinin disonibilitiyi haiz olması gelir. Mevduat toplayan bankalar karşılığa tabi mevduatların %25'lik bölümünü Devlet iç borçlanma senedi olarak tutmak zorundadırlar. Diğer bir neden ise bu senetlerin bir yatırım aracı olması ve yatırımı yapana vergisel avantajlar sağlamasıdır. Örneğin bir bankanın kârı devlet iç borçlanma senetlerinden sağlanabiliyorsa, bu kâr Kurumlar vergisinden muaf tutulmuştur²⁶. Diğer yandan iç borçlanma senetleri çıkarının devlet olması nedeniyle bir güven unsurunu içerirler ve bu bağlamda likidite yetenekleri oldukça yüksektir.

1980'den 1995'e hazine tarafından çıkarılan ve hazinenin kefaleti ile ihraç edilen borç senetlerinin alıcılarına bakıldığında özel kesimden mevduat bankalarına doğru bir değişim yaşandığı görülür²⁷. Ancak borçlanmada 1993 ve özellikle 1994'de bireylerin payında önemli artışlar yaşanmıştır. Genel olarak 1987'den 1991'e kamu menkul kıymetleri arasında yer alan Hazine bonosu ve tahvillerinin esas alıcılarının bankalar olduğu bunu sosyal güvenlik kuruluşlarının başta olmak üzere resmi kurumların izlediği, özel kuruluşların ise ardından geldiğini ve nihayet hazine bonolarında yok sayılabilecek düzeyde küçük, ancak buna karşın tahvillerde dikkate değer bir düzeyde olmak üzere bireylerin alıcı olduğu görülür. Ek-Tablo 7'den de görüldüğü gibi, 1980 yılında mevduat bankaların toplam borç senetleri içerisindeki payı %14.1 iken, şirketler ve hanehalkından oluşan özel kesimin payı %85.4

olmuştur. Ancak zaman içinde bu ağırlık mevduat bankalarına doğru (1984'de 69.4 iken, 1988'de %71.6) kaymıştır²⁸. Ancak 1994 Finansal krize girildiğinde, bankaların kamuya borç vermemeleri, Hazine'yi halka yöneltmiştir ve yüksek faizin cazibesinde bono halka arzına başlanılmıştır. Krizin etkilerinin azalmaya başladığı 1994 altıncı ayı ve sonrasında Hazine'nin borçlanmasında bankaların yeniden ağırlık kazanmaya başladıkları görülmüştür.

Türkiye'de devlet borçlanmasında mevduat bankaları genelde görüldüğü üzere ağırlıklı, temel bir yere sahiptir. Bu bağlamda mevduat bankaları tahvil alımının yanı sıra kamu kesimine kredi de açarlar. Mevduat bankalarının kamu kesimine açtığı kredilerde 1980-1992 döneminde özellikle 1985 yılı ile birlikte yüksek düzeyli artışlar yaşanmıştır.

4. Türkiye'de İçborçlanma ve Özel-Kamu Yatırım İlişkisinde Reel Dışlama Etkisi

Türkiye'de içborçlanmanın artışı ile birlikte reel bazda dışlamanın gerçekleştiği olup olmadığını ortaya koymadan önce, Türkiye'de gelire göre tasarruf-tüketim-yatırım oranlarının seyrini ve bu seyrinde kamu ve özel kesim davranışlarının karakteristiğini ve var ise karakteristik değişimi ortaya koymak 'soruya cevap aramak açısından temel bir öneme sahip olacaktır. Genel olarak bakıldığında Türkiye'de Toplam tasarrufların GSMH'ya oranının 1963'den 1995'e sıçramayı ifade etmeyecek ölçüde ve hatta düşük sayılabilecek oranda %19'dan %22'ye istikrarlı bir gelişme gösterdiği görülür. Tasarrufun bu düzeyinin Kamu kesimi-Özel kesim ayrımında değerlendirdiğimizde, kamu kesiminde tasarrufun GSMH'ya oranı 1963-1980 arasında %8'ler düzeyinde seyrederken, 1980 sonrasında tasarruf oranında dalgalanmaların görüldüğü, 1988 yılı ve sonrasında ise kamu tasarruf oranının düşüş gösterdiği görülmektedir. Buna karşın özel tasarrufların GSMH'ya oranı ise 1980-1987 döneminde %9,74 iken, bu tarihten sonra "sanki

²⁶Cf., E. Arslan, 'Devlet İçborçlanması', İşletme, İktisat, Finans Dergisi, Ocak, 1992, Sayı:70, s. 33.

²⁷İ. T. O., İstanbul, 1989, s. 35; HDTM, "Hazine Aylık Göstergeleri", Haziran, 1993, s. 23; T. C. M. B., Aylık Raporlar, TCMB, "Aylık İstatistik Bülteni", Temmuz-1993.

²⁸Cf. Berksoy&Doğruel, Op. cit., s. 36. Ancak burada şunu da belirtmek gerekir ki, mevduat bankalarının kamu menkul kıymetlerine bu yoğunlukta kaynaklık etmelerinin altında yasal v. b. zorunluluklar değil, sahip oldukları fonları karlı ve risksiz yönetebilme ile ilgilidir. Çünkü mevduat bankalarının elinde bulundurdıkları tahvil tutarlarına baktığımızda, örneğin 1980'de yasal karşılık gereği elde tutulan tahvillerin toplam elde tutulan tahviller içindeki yeri % 5. 5 iken, bu payın dönem içinde ortalama %4 dolayında gerçekleştiği, buna karşın yasal karşılık dışında tahvil tutuluma düzeyi 1980'de %94. 5 iken, 1990'da %95. 7 olduğu, dönem içinde de bu oranının değişmediği görülür. Ayrıntı için bkz. T. C. M. B., "Üç Aylık Bülten", IV, Ekim-Aralık 1991, s. 156.

kamunun tasarruf edememezliğine/tüketiminin artışına karşılık gelmek üzere” önemli artışlar gösterdiği görülmektedir. Burada “sanki” deyimini ile ifade edilmek istenen kamu tüketimi-özel tüketimi değerlerinden de tespit edilebilen özel kesimin kamu kesimi tasarruf açığını kapatıcı yönde tasarrufunun artması, tüketiminin nisbi olarak azalmasıdır. Aslında burada içborçlanma ile birlikte kamu’nun özel kesime sunduğu reel tasarruf getirilerinin özel kesimden kamu kesimine bir fon kaynağı transferine teşvik ettiği rahatlıkla söylenebilir. Ek-Tablo 13’den de görüldüğü üzere kamu kesiminin içborçlanmada verdiği yüksek faizler özel kesimde kamu’ya borç verme isteğini kamçılarken, yarattığı ‘saadet zinciri(?)’ ile ekonomide rantiyer bir kesimin de yaratılmasına ve/veya beslenmesine önyak olmuştur.

Aslında 1980-1995 dönemi kamu kesiminde tasarruf-tüketim ilişkisinin yaşadığı değişim itibariyle bakıldığında, (ki verilerin ardında yatan karakteri tanımlayabilmek için bu gereklidir) spesifik olarak iki alt döneme ayrılabilir. 1980-1987 ve 1988-1995 dönemi. 1980-1987 alt-döneminde tasarruf ve tüketimin GSMH’ya oranlarının istikrarlı bir seyre sahip olduğu, kamu tasarruf-yatırım açığında GSMH’nin %5’ine yakın oranlarda bir istikrarlılığa sahip olduğu görülür. Ancak 1988 yılı ve sonrasında bu oranların dikkat çekici ölçülerde karakteristik bir değişime uğradığı görülmektedir. Seçim psikozunun yaşandığı bir yılı ifade eden 1987 ve sonrası dönemin temel görüntüsü artık kamu tüketimi-tasarrufu ilişkisinde kamunun tüketiminin tasarrufları da ‘kemirerek’ artış göstermesi olmuştur. Bu dönemde kamu kesimin artan bir biçimde yatırımını değil, ancak artan tüketimini karşılamak üzere gerek sıcak para politikası ile dışborçlanma ile ve gerekse faiz oranlarını yükseltmek bahasına içborçlanma ile aşırı şekilde borçlanmaya başlaması söz konusu olmuştur.

Kamu kesiminin gösterdiği bu panoramaya karşın, özel kesimin de bir bakıma değişim gösteren kamuya ters yönde uyum gösterdiği görülmektedir. Burada ‘ters yönde uyum göstermek’ deyimini önemlidir. Özel kesimin gelire tüketim-tasarruf oranları ters yönde değişim göstermiştir. Çünkü dönem başı itibariyle karşılaştırıldığında özel kesimin tüketim eğilimi yıllar itibariyle dönem sonuna kadar azalmakta ve buna karşın tasarruf eğilimi artmaktadır. Özel kesim kamu kesiminin karakterine uyum göstermiştir. Çünkü artan tasarruflarını artan oranda reel yatırımlara aktarmamış, (aktarmaya doğal olarak gerek duymamış) kamunun verdiği yüksek faizler karşısında ‘uyum göstererek’ artan ölçüde kamu tüketiminin finansmanına yöneltmiştir.

Diğer taraftan belirtmek gerekir ki, kamu kesiminin iç borçlanması sonucunda kamunun üretime dönük yatırımları artar ise bu sonuçta üretimi arttıracığından arzın genişlemesini doğurur. Bu ideolojik/politik bir tasnifin dışında söylenirse, üretim büyümesini anlatacağından ülke ekonomisinin makro bakış ile gelişme gösterdiğini söylemek anlamına gelebilecektir. Oysa 1980 sonrasında içborçlanmada artışlar önemli boyutlara ulaşırken, kamu yatırımlarına bakıldığında, yatırımlar da bir artış yaşanmadığı görülür. Aksine, dönem içerisinde yatırımlarda bir düşüş yaşanmıştır. Öte yandan yapılan yatırımlar ise (telekomünikasyon yatırımları ve ulaştırma yatırımları hariç tutulursa) büyük ölçüde daha önceki dönemlerden yarım kalmış yatırımların tamamlanmasına dönük olmuş ya da doğrudan üretimi arttırıcı olmayan altyapı yatırımları (örneğin GAP ve Karayolları yapımı) olmuştur. Devlet ilgili dönemde kamu bütçe gerçekleştirmelerinden de görüldüğü üzere, bir yanda iç borçlanma yoluyla özel kesimin kullanabileceği fonlara faiz oranlarında yükselme bedeliyle el koyarken, diğer tarafta bu fonları yatırıma sevk etmemiştir/sevkedememiştir. Çünkü kamu kesimi elde ettiği ‘fon imkanlarını yatırıma değil, tüketime yönlendirmiştir. Bu noktada dönem içerisinde kamu bütçelerine bakıldığında da görülür ki, bütçede yatırım harcamalarının dışında diğer kalemlerde özellikle transfer harcamalarının bütçe içindeki payında önemli artışlar yaşanmıştır.

Piyasa faiz oranlarının belirlenmesinde, fon talep edenler ile arz edenlerin hacmi ve ısrarı önemli rol oynadığı cihetle, Türkiye’de harcamalarını finanse etme ve bu bağlamda bütçe açıklarını kapatma yolunda kamunun yüksek hacimli ve ısrarlı borçlanma talebinin piyasa faiz oranlarını yukarı ittiği açıktır. Ancak burada artan faiz oranlarının özel kesimin borçlanma talebini daraltabileceği öngörü olmakla birlikte, verilerin ışığında değerlendirme yaptığımızda bunun pek öyle olmadığı görülmektedir. Reel dışlama etkisinin tespitinde en önemli nokta faizlerin yüksek düzeyine rağmen, öze ve kamu kesimi sabit sermaye yatırımları ayrımında, kamu kesiminde yatırımların seyrini dikkate alarak, özel yatırımların ve burada da sabit sermaye yatırımlarının ne yönde değişim gösterdiğidir. 1980 sonrasında sabit sermaye yatırımlarının seyrine bakıldığında, genel düşünüşün aksine özel kesim yatırımlarında 1980’den 1995’e içborçlanmanın arttığı ortamda yatırımların artış gösterdiği görülür. Sabit sermaye yatırımlarının GSMH’ya oranı (If/Y) 1963-67 döneminde %15,3, 1968-1972 döneminde %17,8, 1978-82 döneminde 19,9’dur. Bu verilere karşın If/Y oranı 1985’de %20, 1988’de %24, 1995’de de %23 olmuştur. Ek-Tablo 8’de de görüldüğü gibi, 1980 öncesi ve sonrası genel

değerlendirildiğinde sabit sermaye yatırımlarında değişim belirgin olarak pozitifdir. Ancak 1988 yılı sonrasında bir artış performansının yaşanmadığı, deyim yerinde ise mevcut oranların ancak korunabildiği görülür. Burada bu dönemin içborçlanmanın artış gösterdiği bir dönemi ifade ettiği düşünülürse, ya da diğer ifade ile 'bu dönem devletin fon imkanlarını yatırımdan imtina ederek, tüketime sevkettiği bir dönem olarak düşünülürse' sabit sermaye yatırımı/GSMH oranının bu seviyelerini koruyabilmesi bile, (eğer dışlama etkisini kamunun fonlara el koyarak özel kesimin yatırım kapasitesi ve etkinliğini daraltmak anlamında düşünüyorsa) kamudan özel kesime finansal dışlama olmakla birlikte, reel dışlamanın olmadığı, özel kesimin kamu kesiminin yatırım açığını (rakamsal/orsalsal olarak) ikame ettiği söylenebilir. Aslında burada dışlamanın finansal ya da reel olmasına bağlı olarak çok ince bir ayırımın geçerli olduğu söylenmelidir.

Reel dışlama etkisinin tespitinde, özel yatırımların gelişiminin izlenmesi ile de bu durum tespit edilmektedir. İçborçlanmaların ağırlık taşımaya başladığı 1987 yılı sonrasında döneminde özel yatırımlardaki artış, düşünülenin aksine dikkate değer ölçüde olmuştur. 1987 yılında özel yatırımlar düzeyi 100 olarak kabul edilirse, özel yatırımların 1990-1991 ve 1994 dönemi hariç önemli artışlar gösterdiği görülmektedir. Yatırımların seyrinin incelenmesinde yıllık bazda yatırım artış hızı da önemli bir gösterge olarak yer alacaktır. Bu noktada verilere bakıldığında, 1988 yılında gayrisafi özel kesim yatırımı yıllık artış oranı %12 iken, 1995'de %14.9 olmuştur. Burada görülen odur ki, 1988-1995 yılları arasında özel kesim yatırımlarının artış oranında önemli dalgalanmalar yaşanmıştır. Ve hatta 1994 yılında %9.1 lik gerileme yaşanırken, 1991 yılında %0.9'luk artış yaşanabilmiştir.

Burada verilerin aydınlığında söylenebilecek şey, gerek sabit sermaye yatırımlarının GSMH'ya oranından, gerekse özel kesim yatırım indeksinde ve özel yatırımların yıllık artış oranlarının gösterdiği, içborçlanma ile yatırımların seyri arasında doğrudan bir dışsalılık etkisinin varolduğunun söylenemeyeceğidir. Çünkü ilgili dönemde yıldan yıla içborçlanmada artışların yaşanması sözkonusu olmuştur. İçborçlanmada bu artış yaşanırken, piyasa faiz oranlarında yükselişi ile finansal dışlama kendisini göstermiştir. Ancak özel kesim yatırımları açısından tam olarak dışlama etkisinin olduğundan söz etmek mümkün gözükmemektedir. Burada anahtar unsurun Keynesyen yatırım fonksiyonunun reel açıklamasını görmekteyiz. Çünkü Keynesyen yatırım fonksiyonu yatırım kararının verilmesinde girişimci beklentilerine özel bir

önem verir. Piyasa faiz oranları ise ikincil bir öneme sahiptir. Bu noktada Türkiye'de faiz oranlarının yüksek olmasına rağmen, özel kesimin yatırımlarında artış yaşanması özellikle gerçekleştirilen yatırımların getiri beklentisi ile ilgili olsa gerektir²⁹. Beklenti faktörünün önemi her halde 1994 kriz koşullarında, hem içborçlanmanın düşük düzeyde gerçekleşmesi ve hemde yatırımların negatif düzeylerde olması ile ortaya konabilir. Çünkü kriz koşullarında hem fon arzedener fon arzını kısararak, içborçlanmanın sınırlandırılmasına yol açarlarken, ekonomide yaşanan kriz ortamı girişimcilerin yatırım kararlarını da negatif etkilemiş olsa gerektir.

Yatırımlarda görünen bu artış eğilimine rağmen dışlama etkisinin tam anlamı ile olmadığı da söylenememesi gerektir. Nedenlerine gelince, birinci olarak, kamu kesiminin gerçekleştirdiği yüksek oranlı içborçlanma ile alternatif olarak özel kesimin kullanabileceği fonları kendisine çekmiştir³⁰.

29 Burada haklı olarak özel yatırımlarda artışı yabancı sermaye girişi mi destekledi (?) sorusu sorulabilir. Bu nokta doğrudan yabancı sermaye girişine bakıldığında bu soruya olumsuz cevap vermek daha doğrudur. Çünkü 1990 yılında 700 milyon ABD Doları olan doğrudan yabancı sermaye girişi 1994 yılında 550 milyon dolardır. Ancak burada dışborçlanmaya baktığımızda, dışborçlanmada özel kesim dışborçlanmasının 1986'dan 1994'e çok ciddi artış gösterdiği görülmektedir. Örneğin 1986 yılında özel kesim dışborç stoku 951 milyon ABD Doları iken, bu tutar 1995 yılına gelindiğinde 7.336 milyon ABD Dolarına yükseldiği görülmektedir. İşte bu noktada bu dışborçlanmanın içeriği incelenmelidir. Bu haliyle söylenebilecek şey, Türkiye'de 1980 sonrasında finansal dışlama gerçekleşmiştir; (ancak yine araştırılması gereken spesifik bir olgu olduğunu teslim ederek söyleyebiliriz ki) mevcut verilerin aydınlığında ile finansal dışlama sonucunda özel kesim yüksek getiri marjı olan yatırım alanlarına yönelmiştir. Bunu sağlarken de bir yanda grup olma (banka sahiplerinin sanayi şirketinin de sahibi olması hali) avantajını kullanma sözkonusu olurken, bir miktar da (her ne kadar ana giriş sıcak para politikası sonucu olduğu kabul edilse de) dış kaynaklara da yönelerek yatırımları gerçekleştirdiği söylenebilir. Ancak yine belirtmek gerekir ki, kamu kesiminin yatırımları daralttığı ortamda özel kesimin yatırımlarını sürdürmesinin ardında yüksek getiri marjı yatar. Veriler için, q. v., TC Maliye Bakanlığı, '1995 Yıllık Ekonomik Rapor, (Ankara, 1996)., s. 113/190.

30 Kamu borçlanmasının mali piyasalardan, özellikle sermaye piyasasından yapılması zaten kıt olan fonlara sahip olan piyasada özel kesimin etkinliği azaltılmış olmaktadır. Bu bağlamda da esasen sanayi yatırımlarının ekonomik maddi alt yapısının önemli bir erozyon içine sokulduğu söylenebilir q. v., Ş. Ertan, "1980 Sonrasında Sanayi Politikaları ve Yüksek Faizin Sanayi

Bu noktada hesaplanabilirliği mümkün olmamakla birlikte, kamunun içborçlanma hacminin büyüklüğü nedeniyle özel kesimin alternatif olası yatırım fırsatları kısıtlanmış olmaktadır. İkinci olarak kamunun yüksek borçlanma düzeyinin ortaya çıkardığı yüksek faizler, özel kesimde kar marjı hesaplarını yükselterek* sonuçta hem yeni girişimcileri yatırımdan caydırırken, fiyatlar yluyla enflasyonist bir süreci desteklediği de söylenbilir.

zerindeki Olumsuz Etkisi", **Türkiye İktisat**, Sayı 10, Ağustos 1991, s. 18.

* Yatırım kararını belirleyen Sermayenin marjinal verimi-Faiz oranı ilişkisinde, piyasa faiz oranının yükselmesi yatırım yapabilmek için sermayenin marjinal verimliliğinin de (faiz oranına göre) yüksek olmasını gerektirecektir. Bu noktada denilebilir ki, kural olarak kamunun içborçlanma ile piyasa faizlerini yükseltmesi bir çok sektörde sermayenin marjinal getirisinin faiz oranının altında olmasını doğuracak, bu da yeni yatırımlar üzerinde önemli bir engelleyici olarak yer alacaktır. İşte bu çerçevede de içborçlanma sonucu yükselen faizler alternatif yatırım imkanlarını daraltacaklardır. Burada hesaplamak zor olsa da bir bakıma dışlamanın gizli sonucu ortaya çıkar. Türkiye'de 1988-1995 döneminde toplam sabit şermaye yatırımlarının olumlu bir performans gösterememesi/dönem içerisinde sadece kamu kesimi sabit sermaye yatırım açığını ikame eder görünmesinde bu etkeni görmek daha doğru olacaktır.

EK-TABLolar

Ek-Tablo 1

1980-1993 Döneminde Konsolide Bütçe Gelir-Harcama ve Açıkları
(GSMH % Olarak)

Kalemler	1980	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	93	94	95
Kon.Büt. Gelirl.	21	21	17	20	15	17	18	18	18	18	20	16	18	19	18
Kon.Büt.Harca.	24	23	18	23	21	19	22	22	21	23	24	21	11	23	23
Kon.Bütçe Açığı	4	2	2	3	5	6	4	4	4	4	4	5	7	4	4
TCMB/Açık Finans.	22	12	9	10	11	27	14	20	16	4	1	16	42	35	33
İçborç/Açık Finans.	50	26	35	73	35	71	28	36	41	81	87	80	42	215	180

Kaynak: HDTM, "1980-1992 Yılları Hazine Dış Ticaret Müsteşarlığı Göstergeleri", HDTM, Ankara,T.C.M.ve G.B., "1992 Yıllık Ekonomik Rapor", 1993, Ankara, s.57,T.C. Başbakanlık,Dış Ticaret Müsteşarlığı, 1995 Temmuz Başlıca Ekonomik Göstergeler', s.86; İ.S.O., '1996 Yılı Başında Türkiye Ekonomisi', (İstanbul,1996).

Ek-Tablo 2

Kamu Harcamalarının Alt-Kalemler İtibariyle İç Dağılım Yüzdesi Olarak
1980-1994 Dönemi Dağılımı

Harcamalar	1980	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95
Cari Hrc.	41	42	43	42	40	42	41	37	34	34	43	46	51	42	39	37
Yatırım Hrc.	22	25	26	21	20	21	21	19	18	16	15	13	14	12	9	6
Transfer Hrc.	37	33	31	37	40	37	38	44	48	50	42	40	35	46	53	57
Faiz Öd./ Trans. Hrc.	-	-	-	17	23	31	38	39	48	50	56	46	52	51	63	62

Kaynak:Hazine Dış Ticaret Müsteşarlığı, "Yıllık Raporlar", 1985-1994; "Hazine Aylık Göstergeleri", Haziran,1993, s.7; Dış Ticaret Müsteşarlığı, '1995 Temmuz Başlıca Ekonomik Göstergeler', s.86.

Ek-Tablo 3

Hazine Bonosu, Devlet Tahvili İhraçları ve Kısa Vadeli Avans Tutarları ile GSMH'ya Oranları
(Cari Fiyatlarla, Milyar TL)

Yıllar	BONO			TAHVİL		KISAV VADELİ AVANS		
	GSMH (I)	Bono Borç (II)	II/I (%)	Tahvil Borç(III)	III/I (%)	K.V.Avans Borç (IV)	IV/I (%)	II+III+IV /I (%)*
1980	4.435.2	60.0	1.4	50.0	1.1	103.2	2.3	4.8
1981	6.553.6	165.9	2.5	27.9	0.4	38.6	0.6	3.5
1982	8.735.1	257.6	2.9	59.2	0.7	32.3	0.4	4.0
1983	11.551.9	78.2	0.7	199.9	1.7	72.2	0.6	3.0
1984	18.374.8	495.1	2.7	199.4	1.1	189.8	1.0	4.8
1985	27.789.4	1.217.6	4.4	673.0	2.4	266.2	1.0	7.8
1986	39.309.6	1.787.9	4.5	1.269.4	3.2	257.0	0.7	8.4
1987	58.390.0	3.954.5	6.8	2.045.4	3.5	355.1	0.6	10.9
1988	100.153.9	5.114.9	5.1	3.816.2	3.8	675.3	0.7	9.6
1989	170.633.0	7.634.3	4.5	8.983.4	5.3	457.0	0.3	10.1
1990	287.254.2	8.442.7	2.9	12.458.4	4.3	331.3	0.1	7.3
1991	452.425	34.277.3	7.5	11.510.4	2.5	10.719	1.7	11.7
1992	779.076	75.926.0	9.8	57.845.5	7.4	17.411	1.6	18.8
1993	1.997.323	179.151	9.0	150.882	7.6	242.498	12.1	28.7
1994	3.887.903	635.175	16.0	209.628	5.4	325.329	8.4	29.8
1995**	7.644.206	1.244.586	16.3	352.891	4.6	83.395	1.0	21.9

* Cari Borçlanmanın Cari GSMH'ya Oranı,**1995,Ocak-Kasım dönemidir.

Kaynak: Hazine Göstergeleri, H.D.T.M., 1989, Aralık, Ankara, s.13; Hazine Göstergeleri, H.D.T.M., 1991, Aralık, Ankara, s.13; Hazine Göstergeleri, H.D.T.M., 1992, Aralık, Ankara, s.7; TOBB; "Ekonomik Rapor", s.64, T.C.Başbakanlık, Dış Ticaret Müsteşarlığı, '1995 Temmuz, Başlıca Ekonomik Göstergeler', s.90.,TC, Maliye Bakanlığı, '1995 Yıllık Ekonomik Rapor', (1996, Ankara), s.110.

Ek-Tablo 4

1986-1995 Dönemi Faiz Oranları

Yıllar	Özel Kesim Tahvili	Devlet Tahvili	1 Yıllık Mevduat
1986	55.29	51.81	51.50
1987	53.65	46.45	46.96
1988	74.60	63.09	68.62
1989	72.02	58.44	65.83
1990	61.99	51.60	59.65
1991	76.79	72.99	72.70
1992	80.57	77.83	74.22
1993	84.90	94.00	72.70
1994	117.3	224.7	95.5
1995	95.79	99.83	91.3

Kaynak: Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Göstergeleri, T.C.M.B. 'Aylık ve Yıllık Raporlar', DPT, Ağustos, 1995 Temel Ekonomik Göstergeler, s.100-101; S.P.K., 'Aylık Bülten, Temmuz, 1995', s.22.

Ek-Tablo 5

Toplam Borç Ödemeleri ve Bunun İçinde Faiz Ödemeleri ve Anapara Ödemeleri ve Payları
(Cari Fiyatlarla, Milyar TL)

Toplam Ödemeler (I)			Faiz Ödemeleri (II)			Anapara Ödemeleri (III)					
	Bono	Tahvil	Toplam	Bono	Tahvil	Toplam	III/I	Bono	Tahvil	Toplam	III/I
1980	22	24.2	46	1.8	28.5	20.3	44	20.4	5.7	26.1	56.2
1981	133	42.1	175	6.0	33.0	30.9	18	126.6	9.1	135.7	82.3
1982	201	56.6	258	8.3	23.4	31.7	12	193.1	33.2	226.3	87.7
1983	202	74.4	276	27.4	48.8	76.2	28	174.5	25.6	200.1	72.4
1984	253	139.7	392	41.1	110.9	152.0	39	211.4	28.8	240.2	61.2
1985	1.069	340.2	1.409	82.2	168.2	250.4	18	986.3	172.0	1.158.3	82.2
1986	1.456	719	2.820	246.8	398.7	645.5	23	1.455.7	719.3	2.175.0	77
1987	2.854	1.150	5.296	490.4	805.5	1.295.9	25	2.853.7	1.149.5	4.000.3	76
1988	4.496	1.343	8.254	1.142.5	1.271.9	2.414.4	29	4.496.3	1.343.1	5.839.4	71
1989	6.639	3.001	14.341	1.612.0	3.088.7	4.700.7	33	6.638.9	3.000.9	9.639.8	67
1990	6.511	4.520	19.080	1.745.8	6.301.7	8.047.5	42	6.511.4	4.520.0	11.032	58
1991	21.488	6.415	43.077	4.953	10.221	15.174	35	21.488	6.415	27.903	65
1992	51.937	23.580	102.410	15.033	15.898	30.931	30	51.937	19.542	71.479	70
1993	156.909	69.795	292.303	41.612	42.319	83.931	29	159.909	48.463	208.372	71
1994	398.737	157.245	782.065	114.017	112.467	226.484	29	395.433	160.148	555.581	71
1995*	937.028	89.688	1.621.716	290.058	87.563	595.000	37	937.028	89.688	1.026.716	63

Kaynak: H.D.T.M., "1980-1993 Arası Aylık Göstergeler", Aralık, 1989, Ankara, s.13.; 1989-1990 Arası Hazine Aylık Göstergeleri", Aralık 1991, Ankara, 1991, s.13.; T.C.Başbakanlık, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Temmuz 1995 Başlıca Ekonomik Göstergeler' s.90; İ.S.O., 1996 Yılı Başında Türkiye Ekonomisi', (İstanbul,1996); TC Maliye Bakanlığı, '195 Yıllık Ekonomik Rapor', (Ankara,1996), s.110. *1995, Ocak-Kasım dönemi verisidir.

Ek-Tablo 6

Kamu ve Özel Kesim Menkul Kıymet İhraçlarında Değişmeler
(Cari Fiyatlarla, Milyar TL)

Yıllar	Kamu Menkul Kıymet İhraçları (I)	Özel Menkul Kıymet İhracı Milyar TL(II)	Toplam Menkul Kıymet İhracı Milyar TL(III)	I/III (%)	II/III (%)
1980	75.8	39.9	115.7	65.5	34.5
1981	135	41.3	176.3	76.6	23.4
1982	74.7	122.8	197.5	37.8	62.2
1983	249	112.2	361.3	68.9	31.1
1984	704.4	75.6	780.0	90.3	9.7
1985	2036.6	133.1	2.163	93.8	6.2
1986	3.277.3	274.3	3.551.6	92.3	7.7
1987	6.508.9	682.5	7.191.4	90.5	9.5
1988	8.931.1	1.137.6	10.068.7	88.7	11.3
1989	17.095.3	2.298.2	19.293.5	88.1	11.9
1990	21.501	6.273	27.774	77.4	22.6
1991	47.319	6.730	54.049	87.5	12.5
1992	175.573	22.529	198.103	88.6	11.4
1993	334.597	71.993	406.590	82.3	17.7
1994	799.000	84.728	883.728	90.4	9.6
1995	1.439.637	165.963	1.605.600	89.7	10.3

*Kamu Menkul Kıymetleri, Devlet Tahvili, Hazine Bonosu, Gelir Ortaklığı Senetlerinden, Özel Kamu Menkul Kıymetleri ise Hisse senedi, Tahvil, Banka Bonosu, Finansman Bonosu, Kar-Zarar Ortaklığı Belgesi ve Katılma Belgelerinden oluşmaktadır.

Kaynak:D.P.T., "1980'den 1990'a Makro Ekonomik Politikalar", Ankara, 1990, s.63 (Ek-Tablo 55); T.C.M. ve G.B., "1992 Yıllık Ekonomik Rapor", Ankara, 1993, s.98, ; "Üç Aylık Bülten, 1996, II", s.222., Dış Ticaret Müsteşarlığı, Temmuz,1995, Başlıca Ekonomik Göstergeler', s.90,DPT,Temel Ekonomik Göstergeler, Ağustos, 1995', s.99.

Ek-Tablo 7

Hazine Bonosu ve Hazine Tahvillerinin Alıcılara Stok Miktarları İtibariyle Dağılımı
(Cari Fiyatlarla, Milyar TL)

Yıllar	Bono Stok	Bankalar	%Banka Payı	Bireyler	%Birey Payı	Tahvil Stok	Banka	%Banka Payı	Bireyler	%Birey Payı
1987	1.923	1.638	85.1	2	0.1	2.407	1.979	82.2	31	1.3
1988	2.542	2.376	93.5	0	0	4.880	4.412	90.4	28	0.6
1989	3.537	3.156	89.2	0	0	10.940	10.054	91.9	25	0.1
1990	8.422	7.877	93.3	0	0	18.879	16.136	85.5	25	0.1
1991	34.278	31.400	91.6	0	0	24.697	20.566	83.3	24	0.1
1992	75.927	65.480	86.3	4.390	5.8	73.960	49.176	66.5	90	0.1
1993	179.151	129.266	72.2	42.945	24.0	172.215	148.984	86.5	1.265	0.7
1994	638.678	437.538	68.5	134.610	21.1	206.124	167.272	81.2	347	0.2
1995*	980.180	838.607	85.6	62.614	6.4	343.064	272.243	79.4	0	0

Kaynak: İ.T.O., İstanbul, 1989, s.35; HDTM, "Hazine Aylık Göstergeleri", Haziran, 1993, s.23; T.C.M.B., Aylık Raporlar; H.D.T.M., 1992-Şubat Aylık Göstergeler", (Ankara, 1992), s.24; TC Maliye Bakanlığı, 1995 Yıllık Ekonomik Rapor', (Ankara,1996), s.112.* 1995, Ocak-Kasım dönemi verileridir.

Ek-Tablo 8

GSMH Büyüme Hızı ve Tasarruf-Tüketim-S.S.Yatırım/GSMH Oranları ve Kamu-Özel Sektör Payları
(Cari fiyatlarla, GSMH Yüzdesi Olarak Payları)

Yıllar	S/Y	Sg/Y	Sp/Y	Cp/Y	Cg/Y	If/Y	Ifg/TI	Ifp/TI
1963-67	0,175	0,071	0,085	-	-	0,153	-	-
1968-72	0,196	0,086	0,098	-	-	0,178	52	48
1973-77	0,216	0,079	0,101	-	-	0,198	50	50
1978-82	0,225	0,064	0,121	-	-	0,199	-	-
1980	0,213	0,052	0,106	-	-	0,194	56	44
1981	0,219	0,086	0,098	69	11	0,191	61	39
1982	0,204	0,089	0,098	69	11	0,189	62	39
1983	0,195	0,083	0,077	72	10	0,192	57	43
1984	0,196	0,076	0,092	74	9	0,182	54	46
1985	0,205	0,092	0,094	74	9	0,200	58	42
1986	0,209	0,103	0,117	69	9	0,232	58	42
1987	0,214	0,082	0,160	67	9	0,242	54	46
1988	0,221	0,075	0,181	65	9	0,240	48	52
1989	0,215	0,087	0,174	67	11	0,224	44	56
1990	0,236	0,064	0,171	69	11	0,229	32	68
1991	0,224	0,065	0,217	68	12	0,234	32	68
1992	0,220	-	-	67	13	0,229	32	68
1993	0,224	-	-	67	13	0,252	37	73
1994	0,229	-	-	66	12	0,243	21	79
1995	0,214	-	-	69	11	0,234	16	84

(1)Özel Kesim Sabit Sermaye Yatırım Yıllık Değişim Oranları

(2)Kamu Kesimi " " " " " "

(3)Toplam Sabit Sermaye

Veriler için kaynaklar: TC Maliye Bakanlığı, '1979 Yıllık Ekonomik Rapor', s.6-8; İ.S.O., '1996 Yılı Başında Türkiye Ekonomisi', (İstanbul,1996), s.54; TUSIAD, 'The Turkish Economy 1988', (İstanbul,1988), s.9; TOBB, 'Planlı Dönemde Rakamlarla Türkiye Ekonomisi', (Ankara,1990), s.18;TOBB, 'İktisadi Rapor, 1990', s.15; DİE, 'Türkiye Ekonomisi, İstatistik ve Yorumlar Mayıs-Haziran,1996', (Ankara,1996), s.9.; İTO, 'Ekonomik Raporlar, 1985-1992).

Ek-Tablo 9

Yatırımların Sektörel Dağılımı (% Olarak Paylar)

	1975	1978	1987	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Kamu Kesimi Yatırım	49.5	48.2	41.7	31.9	32.1	32.1	36.6	20.6	15.8
Özel Kesim Yatırım	50.5	51.8	58.3	68.1	67.9	67.9	73.4	79.4	84.2
Gayrisafi Yatırımlar	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Kaynak: T.C.Maliye Bakanlığı, '1979 Yıllık Ekonomik Rapor', s.6-8; İSO, '1996 Yılı Başında Türkiye Ekonomisi', İstanbul, 1996., s.54.

Ek-Tablo 10

Gayrisafi Sabit Sermaye Yatırımlarının Yıllık Değişimi (Bir önceki yıla göre Değişim)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Kamu Kesimi Yatırım	-20.2	3.1	8.9	1.8	4.3	3.4	-34.8	-16.9
Özel Kesim Yatırım	12.6	1.7	19.4	0.9	4.3	4.3	- 9.1	14.9
Toplam Yatırımlar	- 1.0	2.2	15.9	1.2	4.3	4.3	-15.9	8.3

Kaynak:İSO,'1996 Yılı Başında Türkiye Ekonomisi', İstanbul, 1996., s.54.

Ek-Tablo 11

Gayrisafi Sabit Sermaye Yatırımlarının Sabit Fiyatlarla Endeksi (1987:100)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Kamu Yatırım	100	79,8	82,3	89,7	91,3	95,3	98,6	64,3	53,4
Özel Yatırım	100	112,6	114,6	136,9	138,1	144,1	194,5	176,9	203,3
Toplam	100	99,0	101,1	117,2	118,6	123,8	154,5	129,9	140,7

Kaynak. İSO,'1996 Yılı Başında Türkiye Ekonomisi', İstanbul, 1996., s.54.

Ek-Tablo 12

1983-1995 Döneminde Yatırım Araçlarının Reel Getiri oranları

Yıllar	Vadeli Mevd.1 Yıl	Devlet Tahvili	Hazine Bonosu	Hisse senedi	Altın	ABD \$	T.E.F. Enflasyon Oranı
1983	-4.4	-5.1	-	84.0	-11.9	8.1	30.7
1984	-8.5	-6.9	5.1	-59.2	-24.5	3.0	50.3
1985	1.7	8.4	18.4	1.8	-1.8	-6.2	44.8
1986	20.1	17	13.5	23.8	27.9	3.4	30.7
1987	-4.0	1.9	7.3	-13.7	25.3	-3.1	32.8
1988	-12.8	29.6	-5.37	-77.2	-13	-14.2	70.5
1989	7.9	-5.6	-2.4	429.1	-38.3	-29.5	63.9
1990	2.7	-0.3	-3.95	-5.5	-28.9	4.4	52.3
1991	-3.8	10	9.28	-21	-4.2	12	55.4
1992	2.2	17	10.64	-70.5	-5.1	-2.8	62.1
1993	13.8	86.4	18.2	350	-4.9	2.5	58.9
1994	-25.54	-2.3	-3	-89	39.4	45	121
1995	+2	+11	+11	-42	-33	-36	89

Kaynak: TÜSİAD, "1993 Yılına Girerken Türk Ekonomisi", 1993, İstanbul, s.74/78; T.C.M.B., "Aylık İstatistik Bülteni, Temmuz-1993", s.43/36; T.C.Başbakanlık, D.T.M., "1995-Temmuz Başlıca Ekonomik Göstergeler", s.124/128.