

## DEVLET BORÇLARININ İDARESİNDE FAİZ PROBLEMİ

Doç. Dr. Sevim GÖRGÜN  
İktisat Fakültesi

Borç idaresi, merkez bankası, hazine veya diğer bir yetkili organ tarafından alınan ve kişilerin ve kuruluşların elinde mevcut devlet borç senetlerinin miktarında veya çeşitlerinde yapılacak değişikliklerle ilgili kararlardır. Borç idaresinde rasyonelliğin sağlanması için bu kararların borçlanma ile güdülen gayeye uygun olması gerekir. Devlet borçlarının temel gayesi ise ekonomide likiditeyi ve dolayısı ile özel harcamaları azaltmaktır. Devlet, özel harcamaları iki gaye için kısmak ister. Bunlardan birincisi kamu harcamalarını arttırmak arzusudur. Tam istihdamın mevcut olduğu durumlarda iktisadî dengenin bozulmaması için özel harcamaların devletin kullandığı kaynaklarda meydana gelecek artış miktarında kısılması gerekir. Bunu sağlamak için devlet ya vergilerin miktarını arttıracak veya borçlanmaya gidecektir. Özellikle yeni vergilerin iktisadî kararlar veya iktisadî denge üzerinde olumsuz bazı etkiler meydana getireceği tahmin ediliyorsa, meselâ yeni vergilerin özel harcamaların istihlâk ve yatırım arasında dağılımında istihlâk lehine bir değişiklik yapacağı veya ekonomide deflasyonist bir temayül meydana getireceği tahmin ediliyorsa, devlet kamu kesimine yeni kaynak sağlamak için borçlanmayı vergiye tercih eder. Enflasyonun mevcut olduğu bir ekonomide devlet borçlanmayı dengeye getirici maliye politikasının bir aracı olarak kullanır. Bu devletin borçlanmaya gitmesinin ikinci sebebidir. Bu durumda istenilen kamu harcamalarını arttırmak değil özel harcamaları kısarak toplam harcamalarda net bir azalma meydana getirmektir.

Meseleye geniş bir açıdan bakıldığında özel harcamaların kısılması ile sonuçlanan bu iki durum arasında büyük bir fark olmadığı görülür. Kamu harcamalarını arttırmak gerektiği zaman, devlet lüzumlu nakdi kaynağı vergi veya kişi ve müesseselerden borçlanmak yolu ile değil, para basarak veya merkez bankasından borçlanarak sağlaması her zaman mümkündür. Vergi veya borçlanmayı tercih etmesinin sebebi ekonomide mevcut dengeyi muhafaza etmek, diğer bir deyişle enflasyona mani olmaktır.

Borçlanma yolu ile ekonomideki likiditenin azaltılmasının tercih edildiği zaman ödünç alman likiditeye karşılık bir bedel —faiz— demek zorunluluğu vardır. Borç idaresinde karşılaşılan en önemli problemlerden biri bu bedelin —faiz haddinin— tesbitidir, nk etkin borç idaresinin Őartlarından biri belirli bir miktar likiditeyi mümkün olan en ucuz fiatda devralmaktır.

Bu yazıda devlet borçlarının faiz yükü ile ilgili problemleri i borçlar açısından inceliyeceğiz, nk dış borçların likidite ve toplam kaynaklar üzerindeki etkileri farklı olduğu gibi dış borç faizlerinin ortaya koyduğu problemler de değişiktir. Cebri borçlar ve kamu sektörü içinde ve merkez bankasından borçlanmalar da konu dışı bırakılmıştır, nk, faiz haddi cebri borçlanmanın başarısında önemli rol oynamaz. Kamu kesimi içindeki borçlanma özel harcamalara tesir etmez, merkez bankasından borçlanma ise özel harcamaları kısıtlamayıp, arttırır.

**Faiz demelerinin mümkün olan en düşük seviyede tutulmasını gerektiren hususlar :**

Devlet faiz ödemeleri için gerekli kaynakları üç Şekilde temin eder; diğer kamu harcamalarında ödediği faiz miktarına eşit bir kısıntı yapar, aldığı vergileri bu miktarda arttırır, veya faiz demelerine eşit miktarda yeniden borçlanmaya gider. Bu üç kaynaktan herhangi birinden yapılan faiz ödemeleri, eğer yüksek miktarlara ulaşırsa, borçlanmanın gayesi ile çelişen durumlar meydana getireceği gibi ekonomi üzerinde diğer bazı olumsuz etkileri de olur.

Borçlanmanın esas sebebinin devlet hizmetleri için gerekli ilâve kaynak temini olduğu durumlarda, borç faizlerinin diğer kamu giderlerinde yapılacak kısıntı ile ödenmesi borçlanmanın kamu kaynaklarına yaptığı net ilveyi azaltarak, borçlanmanın gayesi ile çelişecektir. Faiz demelerinin kaynağı borçlanma ile temin edilirse, bu borç artışına sebep olarak veya borçların gerektiği zaman azaltılmasına bir engel teşkil ederek, borç yapısının esnekliğini azaltacaktır. Diğer kamu giderlerinde olduğu gibi faiz ödemelerinin de esas kaynağı vergilerdir; ancak borçlanmanın vergiye tercih edilmesinin bir sebebi yüksek vergi oranlarının ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak olduğuna göre, faiz ödemelerinin yüksek miktarlara ulaşması, vergilerde bazı önemli artışlarla sonuçlanarak, borçlanmanın temel gayesi ile çelişecektir. Borçlanma ile temin edilen fonlar ekonominin genel produktivitesini arttıracak harcamalarda kullanıldığı takdirde milli gelir ve buna paralel olarak vergi gelirleri, ye-

ni vergilere veya vergi oranlarında değişikliğe lüzum kalmadan kendiliğinden artabilir. Ancak faiz ödemeleri büyük bir ihtimalle bu gibi bir tesirin meydana gelmesinden çok daha evvel başlayacaktır, çünkü, kamu programlarından bir çoğu, yapıları icabı, belirli bir süre sonunda produktiviteye tesir ederler.

Problemi anti-enflasyonist bir maliye politikası açısından ele alacak olursak, faiz ödemelerinin yüksek miktarlara ulaşmasının borçlanmanın hedefi ile çelişik bir durum meydana getirdiğini görürüz. Borçlanma ile özel kesimden aktarılan likidite, faiz ödemeleri yolu ile tekrar özel kesime transfer edileceğinden faiz ödemelerinin miktarı ne kadar büyük olursa, borçlanmanın meydana getireceği net deflasyonist etki o kadar az olacaktır.

Faiz ödemelerinin ekonomi üzerinde meydana getireceği diğer olumsuz etkilere gelince, bunlardan bir tanesi faiz ödemelerinin gelirler arasındaki farkları arttırıcı yönde bir değişiklik meydana getirmesidir. Borç senetlerine genellikle yüksek gelir gruplarında bulunan kişiler sahip olur, vergi ödemeleri ise, bir çok memleketlerde yapılan vergi yükü dağılımı araştırmalarına göre gelir grupları arasında az çok eş bir oranda dağılmaktadır. Yüksek gelir gruplarına diğer gelir gruplarından faiz ödemeleri yolu ile yapılan transferin gelir farklarını arttırıcı etkisi ödemelerin miktarı arttıkça kuvvetlenecektir.

Borç senetlerinin faizi tesbit edilirken göz önünde bulundurulması gereken diğer bir husus, bunun özel borç senetlerinin faizleri üzerindeki etkisidir. Devlet senetlerini talep eden fonlar özel senetleri talep eden fonlardan tamamen ayrı olmadığı için devletin faiz haddini yüksek tesbit etmesi özel borç senetleri için talep edilen faizin yükselmesine sebep olacaktır. Bu özel yatırımların azalması sonucunu meydana getirebilir.

Yukarda açıklanan mülahazalar borç idaresinde etkinliğini sağlaması için faiz ödemelerinin mümkün olan en düşük seviyede tutulmasının niçin gerekli olduğunu ortaya koymaktadır. Para otoritesini kontrolü altında tuttuğu için devlet para hacmini arttırarak faiz haddinin düşmesini sağlayabilir. Ancak bu çeşit bir genişletici politika, özellikle enflasyonist devrelerde, borçlanma politikasının gayesi ile gelişir. Kaldı ki, para hacminde artışlar belirli bir nokta aşıldıktan sonra, faiz haddinde önemli bir düşme meydana getirmez. Nihayet, biraz evvel de belirttiğimiz gibi, sermaye piyasasında tek alıcı devlet değildir, özel firmalarla rekabet etmek zorundadır ve bu durum onun faiz haddini kontrol etme imkânını kısıtlar.

Bu şartlar altında devletin faiz yükünü optimum bir seviyede tutabilmesi ancak likit fonlara olan talebini sermaye piyasasına ikraz edilen fonların özelliklerine göre ayarlayabilirse mümkün olur. Sermaye piyasasına arz edilen fonlar için talep edilen faiz bu fonların özelliklerine göre değişmektedir. Devlet likit fonlara olan ihtiyacını sermaye piyasasına arz edilen en düşük faizli fonlardan karşılayabildiği ölçüde faiz ödemelerini asgari bir seviyede tutar. Ancak bu hususda göz önünde tutulması gereken bir nokta, devletin borçlanma politikasının gayelerine uygun bazı özellikleri olan fonları talep edeceğidir. En düşük faizli fonların özellikleri bu özelliklere uymuyorsa, devlet bu özelliklere sahip fonlar arasından faizi en düşük olan ile ihtiyacını karşılamak zorundadır. Bu durumda faiz ödemelerinin mümkün olan en düşük seviyede değil, optimum bir seviyede tesbiti bahis konusu olmaktadır. Aşağıda, değişik borç senetleri için talep edilen faizin farklı olmasına sebep olan özellikleri inceliyeceğiz. Ondan sonra, borçlanma politikasının gayesini gerçekleştirip aynı zamanda faiz ödemelerini optimum bir seviyede tutan borç senetleri bileşimini hakkında, dört ayrı ekonomik durumu ele alarak, bazı sonuçlara varmağa çalışacağız.

#### **Faiz farklarının sebepleri :**

Borç senetleri için talep edilen faizi tayin eden en önemli özellik senedin vadesidir. İtfa şartlarında ve tedavül imkânlarında alacaklılara tanınan menfaatler igibi borç senetlerinin diğer farklılaştırıcı özellikleri, gerçekte vade farkını telâfi etmek gayesini güden tedbirlerdir. Uzun vadeli senetlerin faizi kısa vadeli senetlerden daha yüksektir. Bu farkı senetlerin likiditeleri, faiz haddi ile ilgili ileriye ait tahminler, ve kısa ve uzun vadeli fonlara olan talep tayin eder<sup>1</sup>.

Uzun vadeli senetlerin likiditeleri kısa vadeli senetlerden daha azdır ve alacaklı uzun bir süre likiditeden vazgeçmek için daha yüksek bir bedel talep edecektir, çünkü gelecekteki likidite talebini kesinlikle tahmin etmesine çoğu zaman imkân yoktur. Sahip olduğu likit fonları bağladığı sürenin bitmesinden evvel elindeki borç senedini paraya çevirmek ihtiyacını hissedebilir. Tedavül imkânının sağlandığı durumlarda alacaklının bunu yapması da mümkündür, ancak, eğer o süre içinde borç senedinin değerinde bir azalma meydana gelmişse bir sermaye kaybına uğrayacak-

1) Newlyn, W. T. **Theory of Money**, Calderon Press, Oxford 1962. s. 110-118

tır. Uzun vadeli fonları arzedenler, paranın değeri ve likidite ihtiyacı ile ilgili bu rizikoları telafi etmek için, daha yüksek bir faiz talep ederler. Bu durumda faiz riziko primini de içine alır. Borç senedinin değerinin artması ihtimali de bahis konusu olabilir. Fakat devlet tahvillerini satın alanlar genellikle zarara uğramak rizikosuna karşı çok hassas kişilerdir ve geleceğe ait tahminlerinde sermaye kaybı ihtimaline sermaye kazancı ihtimalinden daha fazla ağırlık verirler.

Uzun vadeli borç senetleri ile kısa vadeli borç senetleri arasındaki faiz farkını etkileyen faktör sadece likiditeden daha uzun bir süre vaz geçmenin sebep olduğu riziko değildir. Bunda faiz haddindeki değişikliklerle ilgili ileriye ait tahminler de rol oynar. Bekleyişler yaklaşımına göre, eğer alacaklı ilerde faiz haddinin yükseleceğini tahmin ediyorsa kısa vadeli tahvilleri tercih edecektir, aksi halde yükselen faiz haddinden istifade edemeyeceği için gelir kaybına uğruyacaktır. Faiz haddinin düşeceği tahmin ediliyorsa, uzun vadeli borçlanmayı tercih ederek kendini faizin düşmesinden meydana gelecek gelir kaybına karşı korur. Faiz haddi ile ilgili tahminler borçluları tamamen aksi yönde etkiler. Faiz haddinin düşeceğini tahmin ediyorlarsa kısa vadeli senetleri, yükseleceğini tahmin ediyorlarsa uzun vadeli senetleri, tercih ederler. Netice olarak, faiz haddinin yükselmesi bekleniyorsa uzun senetlere olan talep artar, bunların arzı azalır ve faizi yükselir. Böylece kısa vadeli senetlerle uzun vadeli senetler arasındaki faiz farkı büyümüş olur. Faiz haddinin düşmesi bekleniyorsa kısa vadeli senetlere olan talep artar, bunların arzı azalır ve faizi yükselir. Bu durumda uzun ve kısa vadeli senetlerin faizleri arasında ki fark azalır.

Faiz hadlerine tesir eden diğer bir husus kısa ve uzun vadeli fonlara olan ihtiyaçtır. Genellikle borçlular ihtiyaçlarına uygun vadede fon talep ederler. Eğer kısa vadeli fonlara olan ihtiyaç çok fazla ise bunların faizi bir müddet için uzun vadeli senetlerin faizini aşabilir. Ancak likidite ait tahminlerden dolayı uzun vadeli fonların arzı daha az olduğu için bu durum fazla devam etmez.

Yukarda kısaca izah edilen faktörlerin etkisi sonucu, bazı olagan üstü durumlar hariç kısa vadeli borç senetlerinin faizi uzun vadeli borç senetlerinden daha düşük olmakta, fakat aradaki fark değişik faktörlerin nisbî etkisine göre değişmektedir. Daha evvel işaret ettiğimiz gibi, alacaklılara tanınan bazı imtiyazlarla devlet bu farkı azaltarak, düşük faizli ve uzun vadeli borç senetlerini alacaklı bakımından daha cazip bir hale getirebilir. Meselâ uzun vadeli borç senetlerine tanınan ikrazda itfâ hak-

kı, bu gibi senetlerin vadesine bir esneklik kazandırarak senet sahibine ihtiyaç duyduğu anda, bir sermaye kaybına uğramaksızın senedi paraya çevirme imkânını verir. Aynı imkân, daha hudutlu olmakla beraber, senetlere tedavül imkânı verildiği zamanda sağlanmaktadır. Bu imtiyazlarla uzun vadeli bir senet kısa vadeli bir senet kadar likidite kazanır ve daha düşük bir faizde alıcı bulabilir. Başa başa altından ihraç, primli ve ikramiyeli ihraç gibi diğer bazı menfaatler, alacaklıları para değerinin düşmesi rizikosuna karşı korur ve uzun vadeli senetlerin düşük bir faizde ihraç edilmelerini mümkün kılar.

Bu şartlar altında devlet, kısa vadeli borçlanmaya giderek veya alacaklılara bazı imtiyazlar tanımak yolu ile düşük faizli uzun vadeli bonoları satarak, faiz yükünü asgari bir seviyede tutabilir. Ancak böyle bir politika eğer özel harcamalarda gerekli kısıntının yapılmasına mani oluyorsa borçlanmanın gayesi ile çelişerek borç idaresinin etkinliğini azaltır. Bu durumda gereken, faiz giderlerini en düşük seviyede tutmak değil, özel harcamalarda istenilen kısıntıyı en düşük maliyetde gerçekleştirerek daha evvel de belirttiğimiz gibi optimum bir borç yapısına sahip olmaktır.

#### **Optimum borç yapısının tesbiti :**

Bu bölümde borçlanmanın gayesini gerçekleştiren ve aynı zamanda faiz ödemelerini en düşük seviyede tutan borç yapısının nasıl olabileceği hakkında bazı sonuçlara varmaya çalışacağız. Problemi, farklı borçlanma politikaları gerektiren dört ayrı durumu ele alarak inceliyeceğiz.

1. İlk olarak ekonomide dengenin mevcut olduğu bir durumu ele alalım. Borçlanmanın gayesi devlete yeni kaynak sağlamaktır. Bir süre için fiatlarda bir artış beklenmemektedir. Bu şartlar altında faiz haddinde önemli değişiklikler olmayacağı gerçekçi bir tahmindir. Bu durumda devlet uzun vadeli fonlara olan ihtiyacını devamlı kısa vadeli borçlanmalarla karşılayarak faiz yükünü düşük tutabilir. Belirli bir dönem içinde ekonomide büyük değişiklikler beklenmediği için borcunu aynı şartlarda yenilemesi mümkündür. Sigorta şirketleri, tasarruf sandıkları gibi bazı kuruluşların ellerinde uzun vadeli yatırım imkânları arayan fonlar mevcuttur. Bu gibi kuruluşlar sermaye kaybına karşı çok hassas olduklarından rizikosu az senetleri tercih ederler. İktisadî dengenin mevcut olduğu devrelerde, borç senetlerine talep edildikleri anda nominal değerleri üzerinden itfa imkânı tanınarak rizikoyu azaltmak ve bu kuruluşların ellerindeki fonları düşük faizli uzun vadeli borç senetleri ile devralmak mümkündür.

2. Hafif bir enflasyonist temayül mevcutsa ve ilerde fiatların yükseleceği tahmin ediliyorsa, uzun vadeli fonlara olan ihtiyacını kısa vadeli borçlanmalarla karşılamak, devletin aleyhine olacaktır, çünkü borcu yeniledikçe daha yüksek faiz ödemek zorunda kalacaktır. Kısa vadeli senetlerin faizi uzun vadeli senetlerinkinin seviyesine yükselmese dahi, faiz giderlerinden yapılacak tasarruf borcu yenilemenin külfetini telâfi etmeyebilir.

Bu gibi durumlarda uzun vadeli borçlanmaya gidilmesi yaratacağı anti-enflasyonist etki bakımından gerekli olduğu gibi, faiz haddindeki artışlara karşı da devleti korur. Faiz haddi yükseldiği zaman borç senetlerinin fiati düşeceği için alacaklılar sahip oldukları senetleri itfa tarihinden evvel ellerinden çıkarmak istemeyeceklerdir. Bu da enflasyonu önleyici ilâve bir etki meydana getirecektir. Enflasyonist bir devrenin başlangıcında devletin uzun vadeli borçlanmaya gitmesinin diğer bir faydası da ilerde aktif bir hale gelmesi muhtemel atıl depoları transfer etmesidir. Bu şekilde hem faiz masraflarından tasarruf edilir, hem de anti-enflasyonist bir tesir yaratılır.

3. Enflasyonist devrelerde faiz haddi yüksek olacaktır. Daha yükselmedi bekleniyorsa uzun vadeli senetlerin faizleri ile kısa vadeli senetlerin faizleri arasındaki fark artabilir. Bu gibi durumlarda anti-enflasyonist bir politika devletin uzun vadeli borçlanmaya gitmesini gerektirir. Ancak faiz ödemelerinin devlete büyük bir külfet yüklemeyeceğini söylemek mümkündür çünkü vergi sisteminin gelir esnekliği yüksekse vergi gelirleri de artacaktır. Üzerinde durulması gereken husus, yüksek faiz ödemelerinin borcun net deflasyonist etkisini azaltmasıdır. Faiz haddini düşürmek için alacaklılara tanınarak menfaatlerin bazıları senetlerin likiditesini arttırarak deflasyonist etkiyi azaltır. Faizi düşürmek için itfa tarihinde gerçekleşecek avantajlara, meselâ primli ihraç veya nominal değer fiat endekslerine göre ayarlanması gibi, baş vurmak daha yerinde olur. Bu gibi tetbirler, aynı zamanda, borç senetlerinin itfa tarihinden evvel elden çıkarılmasını da bir dereceye kadar önler. Sonuncu tedbir, enflasyon uzun bir süre devam etmiyecekse özellikle etkili olur, çünkü enflasyon olduğu devrelerde değerleri fiat hareketlerini takip eden hisse senetlerini almına giden fonların bir kısmı, rizikosu daha az olduğu ve değeri fiat artışlarına göre ayarlandığı için devlet tahvillerine kayabilir. Elde bulunan kısa vadeli borç senetlerinin bu şartlar altında konsolidasyonu da aynı neticeyi verecektir.

4. Durgunluk devrelerinde ise borçlanma çok daha az problem meydana getirir<sup>2</sup>. Depresyon devrelerinde yatırım imknlarının hudutlu olmasından ve kişilerin gelecek endişesi ile istihlâk harcamalarında yaptıkları kısıntıdan dolayı uzun ve kısa vadeli atıl fonlar mevcuttur. Eğer devlet başka türlü kullanılmayacak depolardan borçlanırsa, harcamalar üzerinde doğrudan doğruya kısıtlayıcı bir etki meydana gelmiyecektir. Devletin kısa vadeli borçlanmayı tercih etmesi gerek faiz yükü açısından gerek likidite etkisi bakımından yerinde olur. Anti-deflasyonist politika bakımından daha tesirli ve daha ucuz bir yol, merkez bnkasından borlanmaktır.

---

2) Due, J. F. Maliye, Fakülteler Matbaası, İst. 1967. (Tercüme eden S. Grgn, İ. nder) s. 637-8.