

## BÜTÇE AÇIKLARI İLE PARASAL BÜYÜME VE ENFLASYON ARASINDAKİ İLİŞKİ: TÜRKİYE İÇİN BİR MODEL DENEMESİ

C. Yenal KESBİÇ<sup>(\*)</sup>  
Ercan BALDEMİR<sup>(\*\*)</sup>  
Esat BAKIMLI<sup>(\*\*\*)</sup>

**Özet:** Bu çalışmanın amacı, bir bütçe finansman aracı olarak iç borçlanmanın enflasyon üzerindeki etkisini ortaya koymaktır. Bu bağlamda, Türkiye’de kalıcı bir durum kazanan enflasyonun mali politikalar ile güçlü ilişkiler taşıdığı ve enflasyonu düşürmek için tercih edilecek yöntemin mutlaka mali düzenlemeler içermesi gerektiği gösterilmektedir. Çalışmada öncelikle, bütçe açıklarının finansmanında kullanılan kısa vadeli avans ve iç borçlanma ile enflasyon arasındaki ilişki teorik olarak ortaya konmuş, daha sonra da durum Türkiye açısından değerlendirilmiştir. Son olarak, iç borçlanma ile enflasyon arasındaki ilişki eşanlı denklem sistemleri yardımıyla ekonometrik olarak analiz edilmiştir. Türkiye’de bütçe açıklarının finansmanında kısa vadeli avans kullanımının söz konusu olduğu dönem analiz edildiğinde para arzının arttığı ve dolayısıyla enflasyonun bir yükseliş trendi içinde olduğu tespit edilmiştir. İç borçlanma ile finansmanın yoğun olarak kullanıldığı 1997 sonrası dönemde ise enflasyonun düşmekte olduğu görülmektedir. Bu durum, bu dönemde iç borçlanmaların, borç servisi ile ortaya çıkan parasal genişleme etkisini ortadan kaldırmasına ve para ikamesine bağlanabilir.

**Anahtar Kelimeler:** Bütçe açığı, parasal büyüme, enflasyon, eşanlı denklem sistemi.

**Abstract:** The aim of this paper is to find an econometric relation between inflation and internal borrowing as an instrument for budget financing, and to assess the impact of a given internal borrowing on inflation. It is mainly argued that budget deficits financed through internal borrowing causes monetary expansion, which results in higher inflation. We want to show that the persistent inflation in Turkey has fiscal roots and any attempt of stopping inflation should imply fiscal adjustments. In this context, firstly, the relation between inflation and the instruments for budget financing (short term advances and internal borrowing) has theoretically been examined, and then, the situation in Turkey has been exhibited for the period 1989 to 2003. Finally, the relation between internal borrowing and inflation has econometrically been analyzed using the Simultaneous Equations System. In order to purify the effect of internal borrowing, two subsamples were processed, one of which includes short term advances from the central bank to the Treasury, and the other one of which does not. It is found that there is a negative relationship between outstanding internal debt and money supply and thereby inflation, except in the first subsample.

**Keywords:** Budget deficit, monetary growth, inflation, simultaneous equations system.

---

<sup>(\*)</sup>Yrd. Doç. Dr. Muğla Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü

<sup>(\*\*)</sup>Yrd. Doç. Dr. Muğla Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü

<sup>(\*\*\*)</sup>Arş. Gör. Muğla Üniversitesi İİBF İktisat Bölümü

### I. Giriş

Kamu harcamaları ile kamu gelirleri arasındaki dengesizlikten kaynaklanan bütçe açıklarının karşılanması için çeşitli finansman yöntemleri bulunmaktadır. Bunlar; para basımı (monetizasyon), vergileme (yeni vergiler konulması veya vergi oranlarının artırılması) ve borçlanmadır (iç ve/veya dış borçlanma). Mevcut ve potansiyel büyüklüğü nedeniyle kamu borçlanma gereğinin söz konusu alternatif yöntemlerle karşılanması ekonomi üzerinde önemli etkiler yaratmaktadır. Kamu finansmanının amacı, tüm makroekonomik ve parasal etkilerinin yanı sıra maliyet ve risk unsurlarını da dikkate alarak finansal kaynakların mobilizasyonunu sağlamaktır (Beaugrand vd., 2002: 3). Borç yönetiminden sorumlu birimler ilk olarak genellikle finansal yükü, yani kamu borcunun doğrudan maliyetini minimize etmeyi amaçlar. Ancak, kamunun borçlanma gereğinin karşılanmasına yönelik çeşitli tercihler arasında yapılacak seçim birçok faktöre dayanmaktadır. Bu, uygulamada, başta hazine ile merkez bankası olmak üzere makroekonomik yönetimden sorumlu birimler arasında güçlü bir koordinasyonu gerektirmektedir.

Para politikasının amacı olarak görülen fiyat istikrarının sağlanabilmesi için parasal büyüklükler ile fiyat düzeyi arasında anlamlı ve istikrarlı bir ilişkinin var olması gerekmektedir. Ancak para politikasının başarılı olabilmesi için de söz konusu parasal büyüklüğün para otoritesinin kontrolü altında olması gerekmektedir. Mevcut maliye politikasının çıkmaza girmesi ve dolayısıyla mali açıkların sürdürülemez hale gelmesi, hükümetin monetizasyona başvurmasına neden olabilir. Böyle bir durumda, etkin bir para politikası uygulamak oldukça güçleşir ki bu da para ve maliye politikaları arasında koordinasyon problemini gündeme getirmektedir (Özatay, 1997: 661-662).

Merkez Bankası, faiz oranlarında istikrar sağlayıcı bir politikaya öncelik verebilir. Bu durumda, bütçe açıklarının faiz oranlarını artırıcı etkisi olduğundan Merkez Bankası faiz oranlarındaki bu artışı önleyebilmek için para stokunu ve dolayısıyla parasal tabanı artırma yoluna gider. Bu da nihai olarak enflasyona zemin hazırlar.

Mali açıkların enflasyonu etkilediği artık bir tartışma konusu olmaktan çıkmıştır. Fakat bu etkinin ne şekilde gerçekleştiği, ele alınan teoriye göre farklılaşmaktadır. Bu teoriler: Monetarist teori ve fiyat düzeyi mali teorisi olarak adlandırılmaktadır. (The Fiscal Theory of the Price Level – FTPL).

Monetarist görüşe göre, bütçe açıklarındaki her artış, para arzında bir artışa ve beraberinde fiyatlar genel düzeyinde bir yükselişe neden olur. Mali şoklar, fiyatlar genel düzeyi tarafından hemen absorbe edildiği için, bütçe açıklarındaki her artış para arzında bir artışa ve dolayısıyla enflasyona neden olur (Serban, 2002: 11-12). Çünkü Monetaristler, iktisadi hayatın temelde parasal değişimlerden etkilendiğini, toplam talebi ve dolayısıyla üretim, istihdam ve fiyatlar genel seviyesini belirleyen temel unsurun para arzında meydana gelen değişimler olduğunu savunurlar. Buna göre enflasyon, parasal bir olay olup para arzındaki artış oranına bağlı olarak artmaktadır. Friedman'a göre para

stokundaki değişme, kısa dönemde reel değişkenleri (istihdam ve reel faiz oranları) değiştirirse de, uzun dönemde hepsi denge değerlerine geri dönecek, değişken sadece nominal değişkenler (fiyatlar) olacaktır (Friedman, 1975: 21).

Friedman'a göre enflasyon, kamu kesimi tarafından, bazı hedeflerini gerçekleştirmek için yaratılmaktadır. Bunlar, beklenmedik bir enflasyon yaratarak devletin bazı gelirler elde etmesi (enflasyon vergisi ve senyoraj) işsizliğin önlenmesi, üretimin ve istihdamın artırılması (Phillips eğrisi) ve enflasyon yoluyla gelir dağılımı değiştirilerek ekonomideki yatırımların teşvik edilmesidir (Yay, 2001). Bu çerçevede enflasyon kamu mali politikalarına bağlanmaktadır.

Bu noktada Sargent ve Wallace'ın (1981), kamu borçlanma süreci ile enflasyon arasındaki ilişkiyi açıkladıkları meşhur çalışmalarına değinmekte yarar vardır. Sargent ve Wallace, sürekli mali açıkların olduğu bir ekonomide para politikasının bu açıkların ve dolayısıyla maliye politikasının baskısı altında olduğunu belirtmektedir. Çünkü açıklar ya borçlanarak ya da parasal genişleme ile kapatılmak zorundadır. Mali açıklar, parasal genişlemeyi ve enflasyonu önlemek için borçlanma ile kapatılabilir. Ancak, borçlanma sürdükçe reel faiz yükselir ve giderek faiz ödemesi bile yeni borçlanma ile yapılır. Sonunda, faiz ödemeleri ve borç stoku öyle büyür ki, hükümet, borcunu ödeyebilmek için para basmak zorunda kalır ve yüksek bir enflasyon ortaya çıkar. Sonuç olarak, borçlanmanın tıkanıdığı noktada basılan para ve ortaya çıkan enflasyon, açıkların baştan para genişlemesi ile kapatıldığı enflasyona göre çok daha yüksek olacaktır.

“Fiyat düzeyi mali teorisi”ne (FTPL) göre bu durum, mali politikanın kredibiliteden yoksun olduğu anlamına gelmektedir. Piyasa, bütçe açıklarındaki cari artışların gelecekteki fazlalar ile karşılanmayacağını bekler ve böylece kamu otoritesinin reel borcu (dar para), fiyatlar genel seviyesindeki artış nedeniyle azalır. Bu kez geçiş kanalı şu şekilde olur: Artan bütçe açıkları, kamu harcamalarındaki artış yoluyla toplam talebi artırır ve bu da yüksek enflasyonla sonuçlanır (Serban, 2002: 11-12). Bu çerçevede Sargent ve Wallace'a paralel olarak teoride Woodford'un (2001) öne sürdüğü argüman, hükümetin, harcamalarını finanse etme şeklinin enflasyon üzerinde belirleyici bir rol oynadığıdır. Buna göre enflasyon para miktarının değil, borç stokunun bir fonksiyonudur. Bu şartlar altında para politikasından ziyade maliye politikasının disipline edilmesi önem kazanmaktadır. Maliye politikalarından bağımsız bir merkez bankası, enflasyon sürecini hızlandıracaktır. Maliye politikaları özellikle faizin belirlenmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Bütçe disiplinin sağlanmaması hem borçlanmayı hem de enflasyonu artırarak, dolayısıyla yüksek faize neden olarak borç-faiz-enflasyon sarmalının ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Bu kapsamda FTPL yaklaşımı, para-mali açık-enflasyon ilişkisi çerçevesinde, bazı varsayımlar altında, uzun dönemde fiyat düzeyini ve enflasyonu para miktarının değil, mali açıklar ve bu açıkların beraberinde

getirdiği kamu borç stokunun belirlediğini ifade etmektedir. Bu durumda enflasyonu kontrol etmek için para politikası ve merkez bankası bağımsızlığı yeterli değildir. Böylece FTPL yaklaşımı, enflasyona ve ilgili politikalara Monetarist yaklaşıma karşıt bir açıklama getirmektedir (Uygur, 2001: 11).

Geçiş kanalları farklı olsa da bütçe açıkları ile parasal büyüme ve dolayısıyla enflasyon arasında direkt bir ilişkinin söz konusu olduğu görülmektedir. Ancak enflasyon ile bütçe açığı arasındaki ilişki incelenirken kısa-uzun dönem ayırımının yapılması büyük önem taşımaktadır. Çünkü, hükümetler bütçe açıklarını geçici olarak borçlanma ile finanse edebildikleri için mali açıklar kısa dönemde monetizasyona yol açmayabilir.

Otoriteler bütçe açıklarını parasal finansman yerine iç borçlanma ile finanse edebilirler. İç borçlanma bankalardan ziyade kişilere, firmalara ve finansman kuruluşlarına tahvil ve bono ihracı ile sağlanabilir. Bu durumda kaynaklar özel kesimden kamuya transfer edildiği için para arzı üzerinde bir etki söz konusu olmamaktadır. Bu nedenle iç borçlanmanın parasal etkileri, kısa dönemde değilse bile, borçların anapara ve faizlerinin ödendiği uzun dönemde kesinlikle ortaya çıkmaktadır.

İç borçlanmanın, bütçe açıklarının finansmanında kullanılması Barro'ya göre uzun dönemde tıpkı vergi artışları gibi etki yaratmaktadır (Barro, 1974). R. Barro tarafından ileri sürülen Ricardo – Barro denkliği, bireylerin cari dönemde borçlanmada ortaya çıkan bir artışın, uzun dönemde borcun geri ödenmesinde vergilerin arttırılması ile kendisinin servet stokunun düşeceğini düşünerek, iç borçlanma döneminde elde ettiği faiz geliri nedeniyle tüketimini değil, tasarrufunu arttıracığı şeklinde açıklanabilir. Burada dikkat edilmesi gereken husus, bireylerin borçlanma senetlerini servetlerinin bir parçası olarak görüp görmedikleridir. Eğer büyüme oranı, faiz oranlarından yüksekse iç borçlanma senetleri servetin bir parçası olarak kabul edilecek; bu durum tüketimin artmasına neden olacaktır. Aksi takdirde, borçların geri ödenmesi sonucu elde edilecek gelirler bir servet artışı olarak algılanmayacak; bu nedenle de uzun dönemde gelecek kuşaklara aktarılabilecek vergilerin karşılanması için tasarruflar arttırılacaktır.

Ekonomik teori, mali açıklar ile enflasyon arasında uzun dönemde nedensel bir ilişkinin varlığına dikkat çekmektedir. Ancak, bu ilişkinin ekonometrik olarak ortaya konulması kolay değildir. Bunun nedenlerinden biri, yüksek enflasyon süreçlerinin karmaşık kısa dönem dinamikleridir. Calvo ve Végh (1999), enflasyonun iki veya üç haneli rakamlara ulaştığı durumlarda temel makroekonomik büyüklükler arasındaki güçlü etkileşimin, ortaya çıkan sonuçlarda hangi büyüklüklerin etkisi olduğunun belirlenmesini oldukça güçleştirdiğini ifade etmektedir. Diğer bir neden de, mali açıklar ile enflasyon arasındaki ilişkinin, mali kontrolü zayıflatan kurumsal düzenlemeler yapan ve dış borçlanma ile monetizasyona yoğun bir şekilde başvuran ülkelerde daha az açık olmasıdır (Catão ve Terrones, 2001: 15).

Büyük bütçe açıklarının ortadan kaldırılması, enflasyonun düşürülmesi için gerekli bir koşuldur. Bu bağlamda, mali düzenlemelerden yoksun ve kısa ömürlü stabilizasyon programları enflasyonun düşürülmesinde başarısız kalmaktadır. Calvo ve Végh'in de (1999) belirttiği gibi, başarılı olmuş programlar çok önemli mali düzenlemeler içeren programlar olmuştur.

Bu çalışmanın amacı, bir bütçe finansman aracı olarak iç borçlanmanın enflasyon üzerindeki etkisini ortaya koymaktır. Bu bağlamda, Türkiye'de kalıcı bir durum kazanan enflasyonun mali politikalar ile güçlü ilişkiler taşıdığı ve enflasyonu düşürmek için tercih edilecek yöntemin mutlaka mali düzenlemeler içermesi gerektiğini vurgulamaktadır.

Çalışmada öncelikle, bütçe açıklarının finansmanında kullanılan kısa vadeli avans ve iç borçlanma yöntemi ile enflasyon arasındaki ilişki teorik olarak ortaya konmuş, daha sonra da durum Türkiye açısından değerlendirilmiştir. Son olarak, iç borçlanma ile enflasyon arasındaki ilişki eşanlı denklem sistemleri yardımıyla ekonometrik olarak analiz edilmiştir.

## II. Bütçe Açıklarının Finansmanında Kısa Vadeli Avans ve İç Borçlanma: Teorik Yaklaşım

Bütçe açığı, kamu harcamalarının kamu gelirlerini aşması durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu durumda, bütçe açığı monetizasyon veya borçlanma yoluyla finanse edilmektedir. Monetizasyon, merkez bankasının parasal tabanındaki artışlar yoluyla sağlanırken, özellikle gelişmekte olan ülkelerde borçlanma yoluyla finansman iç veya dış borçlanma şeklinde ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda kamu finansman dengesi genel olarak aşağıdaki şekilde gösterilebilir:

$$G - (T_T + T_N) + iB_{-1} + i^*EB_{g-1}^* = \Delta L_g + \Delta B + E\Delta B_g^*$$

Burada  $G$  kamu harcamalarını,  $T_T$  vergi gelirlerini,  $T_N$  vergi dışı gelirleri,  $B$  dönem sonu kamu iç borcunu,  $B_g^*$  dönem sonu kamu dış borcunun cari döviz kuru ile ulusal para cinsinden ifadesini,  $E$  nominal döviz kurunu ve  $L_g$  merkez bankası tarafından kamuya açılan kredileri ifade etmektedir (Agénor, 2000: 90).

Eşitliğin sol tarafı bütçe açıklarının unsurlarını içermektedir. Bunlar; mal ve hizmetlere yönelik harcamalar, borç servisi ve net vergilerdir. Eşitliğin sağ tarafı ise kamunun, bütçesini iç borçlanma, dış borçlanma yada merkez bankasından borçlanma ile finanse edebileceğini göstermektedir.

Kamu borcunun sürdürülebilirliğinin, bütçe açıklarının boyutunun yanı sıra bunun finansman şekline de bağlı olması nedeniyle, mali açıkların merkez bankası kaynaklarıyla ve iç borçlanma yolu ile finanse edilmesinin doğuracağı etkileri incelemek büyük önem taşımaktadır.

Bütçe açıklarının var olması halinde devletin bankalardan borçlanma hacmi, özel kesimin bankalara olan kredi taleplerine bağlı olmaktadır. Belli bir faiz oranında bankacılık sistemi, bütçe açığının özel tasarruflar tarafından finanse edilemeyen kısmını kapatmak durumundadır. Merkez Bankası faiz oranlarını veya bankaların kredi genişleme tavanlarını yeniden tespit edene kadar bankalar hem kamu borçlanma gereğindeki artışı hem de özel kesim kredi taleplerini karşılayacaklardır.

Sonuç olarak parasal büyümenin kontrolü açısından bütçe açıklarının finansmanı iki ayrı sistem altında incelenebilir (Gönül, 1998: 86).

1-Bu tip sistemlerde bütçe açıklarının finansmanında merkez bankası otomatik olarak devreye girmektedir. Parasal büyümenin kontrolü, maliye politikasından bağımsız olarak işlemektedir. Para piyasası işlemleri ve bankalara açılan krediler ile Merkez Bankası, bankaların nakit rezerv hareketlerini etkilemekte, bu anlamda parasal kontrol söz konusu olmaktadır. Bu durumda faiz oranları, kredi ve para piyasasındaki arz ve talebi eşitleyecek şekilde uyum sağlamaktadır. Bunun sonucu olarak mali otoriteler prensipte hem parasal hedeflerle enflasyonun kontrolünü, hem de tahvil ve bono ile finanse edilen açık bütçe politikaları ile ekonomik faaliyetleri desteklemektedirler.

Merkez bankası düzenlemelerinin olmadığı bir ekonomide bütçe açıklarındaki herhangi bir artış faiz oranlarını yükseltecektir. Çünkü kamu kesiminin kredi talebi artacak buna karşılık bankaların kredi arzı değişmeyecektir. Diğer bir deyişle, kamu borçlanmalarındaki artış para arzını değil, faiz oranlarını etkileyecektir. Mali otoriteler bütçe açıklarının parasal büyüme üzerindeki etkisini ortadan kaldırmak için faiz oranlarını arttırma yolunu seçmektedir. Enflasyonun kontrolü açısından böyle bir uygulama oldukça önem taşımaktadır. Bu sistemde otoriteler bankacılık kesimi dışında özel kesim davranışları üzerinde de etkili olmaktadır.

Bütçe açıkları eğer özel kesimden borçlanılarak finanse ediliyorsa bu durum parasal büyümeye neden olmamaktadır. Ancak, uzun süre devam eden açıklar gittikçe artan bir borç stoku oluşturmaktadır. Böylece, anapara ve faiz ödemelerini vergilerle veya daha fazla borçlanmayla finanse etmek güçleşmektedir. Bu durumda, belirli bir noktadan sonra kamu kesiminde ödemeleri karşılamak için emisyon artışı kaçınılmaz olmaktadır. Eğer para arzındaki artış hızı nominal milli gelir artış hızından fazla ise aşırı parasal finansman aşırı toplam talep ile sonuçlanır ki bu da, bir çok piyasada enflasyonist baskı yaratacak ve nihai mallar ile portföy fiyatlarında artışlar yaşanacaktır. Dolayısıyla bütçe açığının parasallaşması para arzının büyümesine katkıda bulunarak nominal milli gelire göre daha hızlı artmasına ve sonuçta enflasyona neden olacaktır.

Buna karşılık, bütçe açıklarının parasal finansmanı ile enflasyon arasındaki ilişki, özellikle kısa dönemde direkt ve doğrusal değildir. Bu ilişkinin istikrarsız yapısı genel olarak birkaç faktöre bağlanmaktadır: (i) enflasyon beklentilerindeki değişikliklerin bir sonucu olarak özel tasarruflar değişebilir;

(ii) bütçe finansmanının kompozisyonu zamanla değişebilir; (iii) para talebi bazen istikrarsız olabilir; ve (iv) beklentiler, hükümetin gelecek politikalarını şekillendiriyor olabilir (Sargent ve Wallace, 1981).

Belli koşullar altında, özellikle ekonomik birimler bütçe politikalarının gelecekteki yansımalarını önceden tahmin ettiklerinde, para basımı aracılığı ile finansman banka dışı borçlanmadan daha az enflasyonist etki yaratabilir. Kamu borçlanma gereğinin iç borçlanmaya baş vurularak karşılanması, sırasıyla, faiz ödemelerinin yükselmesine, daha yüksek bütçe açıklarına ve daha ağır bir borç yüküne neden olur. Sonuçta, yerel fonların mobilizasyonundaki güçlük, otoritelerin emisyonu başvurmak zorunda kalmasına neden olur. O zaman enflasyonist etkiler, yüksek borç stoku nedeniyle başlangıçta para yaratımının seçilmiş olması durumundan daha güçlü olacaktır (Beaugrand vd., 2002: 8).

### **III. Türkiye’de Bütçe Açığı Finansman Aracı Olarak Kısa Vadeli Avans ve İç Borçlanma**

Konuya Türkiye açısından bakıldığında, yukarıdaki teorik çerçeve Türkiye için de geçerli olmakta; farklı bir durum ortaya çıkmamaktadır. 1985’den sonra iç borçlanma ile finansman yolunun açılması ile birlikte kamu açıklarının finansmanı ağırlıklı olarak bu şekilde finanse edilmeye başlanmış, bu tarihte %29 seviyesinde olan kısa vadeli avans (KVA) kullanımının bütçe açığı finansmanındaki payı azalarak 1990 yılında %2’lere kadar gerilemiştir. Bu ortamın oluşmasında parasal genişlemenin, borçlanma ile finansmandan daha enflasyonist olduğu, parasal genişleme söz konusu olmazsa borçlanma ile finansmanın enflasyon yaratmayacağı şeklindeki görüşün etkisi olmuştur. Buna karşılık, 1991’den 1997’ye kadarki dönemde KVA kullanımı önemli derecede artmış, 1997 yılından sonra ise kısa vadeli avans kullanımı olanağının kaldırılması ile iç borçlanma daha da büyük önem kazanmıştır.

Tablo 1’den görülebileceği gibi, KVA kullanımı 1989-90 yıllarında bütçe açığının finansmanında sırasıyla %5.6 ve %2.4’lük paya sahip iken 1991 yılında büyük bir artışla %32.1’e yükselmiştir. Burada dikkat edilmesi gereken nokta, KVA’daki bu artışa paralel olarak iç borçlanmanın payının azaldığıdır. Ancak 1994 krizi ile birlikte yabancı sermayenin ülkeyi terk etmesi sonucu Türkiye net dış borç ödeyici konuma düşmüş, 5 Nisan kararları çerçevesinde KVA kullanımının azalma sürecine girmesi ile de iç borçlanma önemli artışlar göstermiştir. Öyle ki, KVA kullanımının sona erdiği 1997 yılından sonra, negatif dış borçlanmanın da etkisi ile iç borçlanmanın payı %100’leri aşmış, yani bütçe açığının üzerinde bir iç borçlanma yapılarak artık borcun borç ile finansmanının söz konusu olduğu bir döneme girilmiştir.

Tablo 1: Türkiye’de Konsolide Bütçe Açığı ve Finansmanı

Yıllar	Bütçe Nakit Dengesi (Milyar TL)	Finansman*							
		Dış Borçlanma (Net)		İç Borçlanma (Net)		Kısa Vadeli Avans (Net)		Diğer	
		(Milyar TL)	(%)	(Milyar TL)	(%)	(Milyar TL)	(%)	(Milyar TL)	(%)
1989	-8141	-404	-4,9	6977	85,7	457	5,6	1111	13,6
1990	-13688	41	0,3	9874	72,1	331	2,4	3442	25,1
1991	-33426	1921	5,7	15069	45,1	10719	32,1	5718	17,1
1992	-59439	4038	6,8	39386	66,3	17394	29,3	-1380	-2,3
1993	-126103	21062	16,7	52377	41,5	53010	42,0	-345	-0,3
1994	-151926	-67174	-44,2	173878	114,4	51857	34,1	-6635	-4,4
1995	-294495	-79560	-27,0	282875	96,1	94723	32,2	-3544	-1,2
1996	-1267734	-134411	-10,6	1066229	84,1	228954	18,1	106962	8,4
1997	-2220430	-447085	-20,1	2505517	112,8	0	0,0	161998	7,3
1998	-3809490	-1035566	-27,2	4590178	120,5	0	0,0	254879	6,7
1999	-9096733	459693	5,1	9740450	107,1	0	0,0	-1103410	-12,1
2000	-12751571	2676734	21,0	9350855	73,3	0	0,0	723983	5,7
2001	-32116854	-4448179	-13,8	23542321	73,3	0	0,0	13022712	40,5
2002	-34387603	16570479	48,2	17474459	50,8	0	0,0	342664	1,0
2003	-41902250	2684308	6,4	42884258	102,3	0	0,0	-3666315	-8,7

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi.

\* Bütçe finansman ihtiyacı, bütçe nakit dengesine bağlı olarak ortaya çıkmaktadır.

Bütçe Dengesi = Bütçe Gelirleri-Bütçe Giderleri

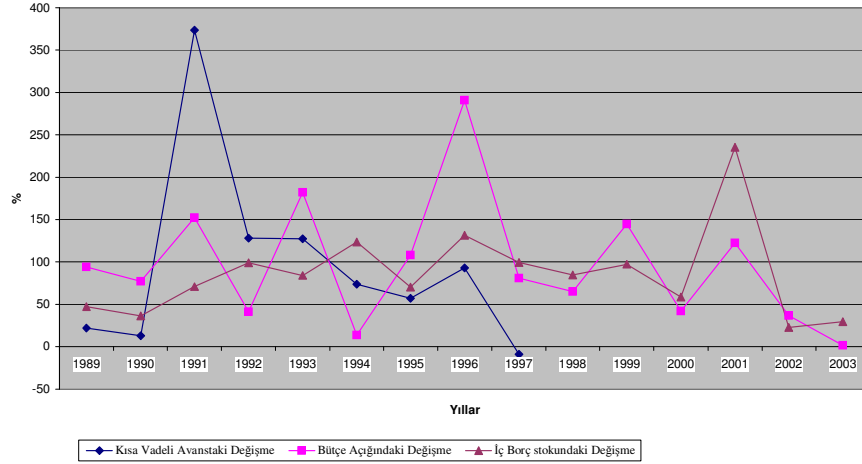
Bütçe Nakit Dengesi = Bütçe Dengesi – Bütçe Emanetleri + Avanslar

Bütçe Finansman İhtiyacı = Bütçe Nakit Dengesi + İç Borç Anapara Ödemeleri + Dış Borç Anapara Ödemeleri

Gelişmiş ülkelerde iç borçlanma, toplam talebi kontrol etmek amacıyla kullanılan bir politika aracıdır. Ayrıca, bilinçli bir borçlanma politikasında, ödünç alınan fonların karlı yatırımlara dönüştürülmesi önem taşımaktadır. Borçlanma yoluyla elde edilen fonlar, üretken yatırımlarda; en azından istihdam ve sosyal fayda yaratacak alanlarda kullanılmalıdır. Böylece, neden olduğu talep artışlarını ekonomide arzı artırarak karşılayabilecektir. Oysa Türkiye’de iç borçlanma, bir politika aracı olarak değil, bütçe açığının kapatılmasında kullanılan bir finansman yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır. Türkiye’de borçlanmanın üretken amaçlara yönelik olduğunu ileri sürmek zordur. Alınan borçlar, üretken yatırım harcamalarının finansmanında kullanılmadığı için söz konusu borçların gelecekte ödenmesi de güçleşmektedir. Bu durumda iç borçlanmanın para basma yolu ile ödenmesi gündeme gelmektedir ki bunun da enflasyonist etkileri olduğu açıktır. Grafik 1’de Türkiye’de bütçe açıklarının artışına paralel olarak merkez bankasından kısa vadeli avans kullanımı ile iç borçlanmanın gelişimi gösterilmiştir.



Grafik 1: Bütçe Açığının Finansmanında Kısa Vadeli Avans ve İç Borç Stoku Yıllık Değişim Oranları (%)



Grafik 1'den de anlaşılacağı gibi, bütçe açıkları ile hem kısa vadeli avans kullanımı hem de iç borç stoku arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Bunu ekonometrik olarak da desteklemek mümkündür. Tartışma konusu olan makroekonomik büyüklükler arasındaki ilişkinin boyutunun daha iyi anlaşılabilmesi için aşağıdaki korelasyon matrislerine bakmak yeterli olacaktır.

Tablo 2: 1989:01 – 1997:06 Dönemi İçin Korelasyon Matrisi

	BA	IBS	M2	TUFE	KVA
BA	1.000000	0.852400	0.847422	0.836335	0.728674
IBS	0.852400	1.000000	0.997075	0.994098	0.942961
M2	0.847422	0.997075	1.000000	0.993434	0.951127
TUFE	0.836335	0.994098	0.993434	1.000000	0.954540
KVA	0.728674	0.942961	0.951127	0.954540	1.000000

BA: Bütçe Açığı

M2: Para Arzı

KVA: Kısa Vadeli Avans

IBS: İç Borç Stoku (KVA hariç)

TUFE: Tüketici Fiyat Endeksi (1987=100)

Tablo 3: 1997:07 – 2003:12 Dönemi İçin Korelasyon Matrisi

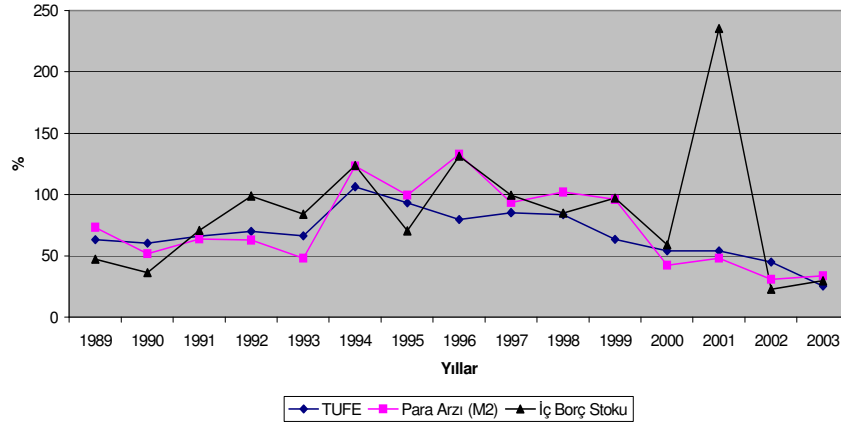
	BA	IBS	M2	TUFE
BA	1.000000	0.832646	0.835245	0.824819
IBS	0.832646	1.000000	0.977604	0.989306
M2	0.835245	0.977604	1.000000	0.993402
TUFE	0.824819	0.989306	0.993402	1.000000

Gerek KVA kullanımının söz konusu olduğu döneme ilişkin verilere dayanan Tablo 2'den, gerekse bu uygulamanın kalkmış olduğu 1997 sonrası dönemi kapsayan Tablo 3'den, analiz konusu olan makroekonomik değişkenler arasında pozitif ve yüksek dereceli bir ilişki olduğu açıkça görülebilmektedir. Dolayısıyla grafiksel gözlemlerde ilk bakışta göze çarpan bulguların bizi yanıltmadığını söyleyebiliriz.

Bütçe açıklarının finansmanında kısa vadeli avans kullanımının söz konusu olduğu dönem incelendiğinde para arzının arttığı ve dolayısıyla enflasyonun bir yükseliş trendi içinde olduğu rahatlıkla izlenebilir (bkz. Grafik 2). 1994 yılı sonrasında enflasyonda görülen düşüşün, bu tarihte ortaya çıkan kriz ile birlikte, aşırı yükselen enflasyonun gerek doğal olarak normal seyrine dönüşü, gerekse 5 Nisan istikrar paketi ile ortaya konulan tedbirler ile sağlandığı söylenebilir. İç borçlanma ile finansmanın yoğun olarak kullanıldığı 1997 sonrası dönemde, bu finansman şeklinin para arzı ve dolayısıyla enflasyon üzerindeki etkilerine yönelik tartışmalar göz önünde bulundurularak şu çıkarımlar yapılabilir: Bilindiği gibi iç borçlanma, başlangıçta ekonomideki likiditeyi azaltıcı bir etki yaratır. Çünkü kamunun ihraç ettiği borç senetleri karşılığında piyasadan fon çekilmektedir. Borç olarak temin edilen bu fonlar da “kamu mevduatı” olarak TCMB'ye aktarılmaktadır. Bu nedenle iç borçlanmanın ilk etapta enflasyonu düşürücü bir etki yarattığı ifade edilebilir.<sup>(6)</sup> Buna karşılık, borcun, faizi ile birlikte geri ödenmesi söz konusu olduğunda ise borç servisinin likiditede bir genişlemeye yol açarak yukarıda tanımlanan aktarım mekanizmaları çerçevesinde enflasyonist bir baskı yaratacağı söylenebilir. Hatta Türkiye'de olduğu gibi borçların daha çok kısa vadeli olmasının, bu etkiyi daha da güçlendirmesi beklenebilir. Buna karşılık, Grafik 2 incelendiğinde Türkiye'de 1997 sonrası dönemde enflasyon oranının düşmekte olduğu görülmektedir.

<sup>(6)</sup>Bu noktada akla, kısa vadeli avansların geri ödenmesi durumunda da para arzında daraltıcı bir etkinin ortaya çıkacağı söylenebilir. Kısa vadeli avansın vadesi bütçe yılı ile sınırlıdır. Yıl içinde gelirlerin giderleri aştığı aylarda avansın merkez bankasına ödenmesi gerekir. Dolayısıyla, bu borçlanma hesabının yıl sonunda sıfır artık vereceği kabul edilir. Ancak çoğu kez buna olanak bulunamaz ve merkez bankasından alınan kısa vadeli avans yıl içinde kapatılmayarak uzun vadeli borca dönüştürülür. Düşük faiz ve uzun vade ilkelerine dayalı bu konsolidasyon, aşırı fiyat artışları dikkate alınrsa, borcun zaman içinde silinmesi demektir (Bakımlı, 2004: 58-59). Dolayısıyla söz konusu etkinin ortaya çıkmayacağını, çıksa bile oldukça sınırlı bir seviyede olacağını söylemek yanlış olmayacaktır.

Grafik 2: İç Borç Stoku, Para Arzı (M2) ve Enflasyondaki Yıllık Değişme Oranları



Bu durum, bu dönemde iç borçlanmaların, borç servisi ile ortaya çıkan parasal genişleme etkisini ortadan kaldırdığını göstermektedir. Tablo 4'deki 1989 – 2003 dönemine ait borç ödemelerinin toplam borçlanmaya oranını gösteren değerlerin birden küçük olması bu durumu ifade etmektedir. Çalışmada ortaya konulan model de bu sonucu desteklemektedir.

Tablo 4: Toplam İç Borçlanma ve İç Borç Geri Ödemeleri (Milyar TL)

Yıllar	Toplam Borçlanma	Borç Geri Ödemeleri	Borç Ödemesi/Toplam Borçlanma
1989	34.746	21.270	0,61
1990	47.008	32.418	0,69
1991	114.593	74.908	0,65
1992	282.333	187.336	0,66
1993	599.873	438.460	0,73
1994	1.303.548	861.585	0,66
1995	1.833.102	1.271.404	0,69
1996	5.345.792	3.585.986	0,67
1997	6.370.002	3.287.422	0,52
1998	14.254.324	8.844.833	0,62
1999	26.886.405	15.579.145	0,58
2000	32.468.545	18.968.070	0,58
2001	209.613.234	123.876.596	0,59
2002	125.303.125	97.590.694	0,78
2003	158.238.383	113.721.373	0,72

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı, www.hazine.gov.tr. (18.04.2004)

İç borç geri ödemeleri ile piyasaya çıkacak paranın tekrar iç borçlanma ile emilmesi bir yana, özel sektör tarafından dış borçlanma ile temin edilen kaynakların da özellikle kamu kağıtları alımında kullanılması da borçlanma ile birlikte artması gereken para arzının azalmasına neden olmaktadır.

Bunun yanı sıra, bu dönemde para arzı artışının giderek azalması Türkiye’de oldukça yaygın olan para ikamesine bağlanabilir. Bilindiği üzere, 1983 yılı sonunda kambiyo rejimi serbestleştirilerek dövizle işlem yapabilme hakkı getirilmiş ve Türk vatandaşlarının bankalarda yabancı para cinsinden mevduat hesabı açmalarına izin verilmiştir. Bu nedenle 1984 yılı ve sonrası Türkiye’de anlamlı düzeyde para ikamesi olayı da yaşanmıştır. O tarihten bu yana döviz cinsinden mevduatların GSMH’ye oranında görülen sürekli artış, Türkiye’de artan para ikamesinin temel bir göstergesidir. 1989 Nisan ayında çıkarılan kararname ile İMKB’de yabancılara Türklerle aynı haklar sağlanarak sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasının da bu gelişmeye katkıda bulunduğu söylenebilir. Tablo 5’den de görüleceği üzere 1989-2003 döneminde M2/M2Y oranı %77’den %54’e düşerken, döviz tevdiat hesaplarının M2Y içindeki payı %23’den %45’e çıkmıştır. Benzer şekilde DTH/GSMH oranı da %6’dan 2001 yılında %33’e ulaşmış, 2003 yılında ise %19 olarak gerçekleşmiştir. DTH/GSMH oranında 2001 yılında gözlemlenen %33.6’lık artış ise bankaların açık döviz pozisyonlarını kapatma çabalarından kaynaklanan yüksek döviz talebinin bir sonucudur. Genel olarak bakıldığında DTH/GSMH oranında görülen bu artışlar Türkiye’de yüksek bir para ikamesinin olduğunu açık bir şekilde göstermektedir.

Tablo 5: Para Arzı ve Para İkamesi

Yıllar	M2	M2Y	DTH	M2/M2Y	DTH/M2Y	DTH/GSMH
	(Milyar TL)			(%)		
1989	47.139	61.274	14.135	76,9	23,1	6,1
1990	71.570	93.363	21.793	76,7	23,3	5,5
1991	117.118	168.054	50.936	69,7	30,3	8,0
1992	190.736	293.970	103.234	64,9	35,1	9,4
1993	282.442	473.059	190.617	59,7	40,3	9,5
1994	630.348	1.195.353	565.005	52,7	47,3	14,5
1995	1.256.632	2.414.597	1.157.966	52,0	48,0	14,7
1996	2.924.893	5.373.709	2.448.816	54,4	45,6	16,3
1997	5.658.800	10.664.059	5.005.258	53,1	46,9	17,0
1998	11.423.198	20.212.650	8.789.452	56,5	43,5	16,4
1999	22.401.817	40.562.720	18.160.903	55,2	44,8	23,2
2000	31.912.095	56.849.061	24.936.966	56,1	43,9	19,9
2001	47.241.075	106.566.525	59.325.451	44,3	55,7	33,6
2002	61.879.759	133.664.544	71.784.786	46,3	53,7	26,3
2003	82.712.966	151.001.010	68.288.043	54,7	45,3	19,2

Kaynak: TCMB, www.tcmb.gov.tr. (18.04.2004)

Sonuç olarak, 1997 yılı sonrasında, kısa vadeli avans kullanımının sona erdirilmesinin yanı sıra, borçlanmanın borç servisinden fazla miktarda gerçekleşmesi ve Türkiye’de gittikçe artan para ikamesi nedenleriyle para arzındaki artış oranlarının giderek azaldığı; buna paralel olarak da enflasyonun düşüş trendine girdiği belirtilebilir.

#### IV. Ekonometrik Analiz

Analiz 1989-2003 dönemini kapsamakta ve Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH), Enflasyon oranı (TUFİ), İç Borç Stoku (İBS), Kamu Harcamaları (KH), Para Arzı (M2) ve İç Borç Faizi (R) değişkenlerine ilişkin aylık veriler ile yapılmıştır. Değerler logaritmik bazda modele alınmıştır. Değişkenlere ilişkin durağanlık testi sonuçları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 6: ADF Durağanlık Testi Sonuçları

Değişkenler	I(0)	I(1)	I(2)	
GSMH	-2,878	-3,117	-9,006	%1 anlamlılık düzeyi: -4.0131
İBS	-3,015	-2,841	-5,890	%5 anlamlılık düzeyi: -3.4363
KH	0,535	-4,841	-6,798	%10 anlamlılık düzeyi: -3.1420
M2	-1,391	-2,333	-6,425	
TUFİ	-0,021	-6,262	-9,112	
R	-2,375	-3,575	-9,277	

Yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi, bütün değişkenler I(2) seviyesinde %1 anlamlılık seviyesinde durağandır. Dolayısıyla, yapılan analizde bu durağanlık seviyesi dikkate alınmıştır.

Kamu açıklarının enflasyon üzerindeki etkileri, kamu açıklarının iç borçlanma ile finanse edildiği varsayımına dayalı olarak yapılmaktadır. Bu yaklaşımda enflasyon ve kamu açıkları arasındaki ilişkiyi açıklamak için çeşitli modeller kullanılmaktadır. Burada, para arzı ile iç borç stoku arasındaki ilişkinin çift yönlü olduğu varsayımı altında, Keyder’in (1998) çalışmasındaki para talebi denkleminde dayanarak aşağıdaki eşanlı denklem sistemi oluşturulmuştur.

$$M2 = a_1 + a_2GSMH + a_3TUFİ + a_4İBS + e_1 \quad (1)$$

$$İBS = b_1 + b_2KH + b_3R + b_4M2 + e_2$$

1 nolu yapısal modelin daraltılmış biçimi olan 2 nolu denklem sistemi elde edilmiştir.

$$M2 = \pi_1 + \pi_2GSMH + \pi_3TUFİ + \pi_4KH + \pi_5R + v_1 \quad (2)$$

$$İBS = \pi_6 + \pi_7GSMH + \pi_8TUFİ + \pi_9KH + \pi_{10}R + v_2$$

Öncelikle denklemin belirlenme durumu araştırılmış ve boy şartına göre her iki denklemin de aşırı belirlenmiş olduğu görülmüştür. Rank şartına göre de

her iki denklem için ikişer adet, sıfırdan farklı determinant bulunmuş ve denklem sisteminin aşırı belirlenmiş olduğuna karar verilmiştir.

İkinci olarak, denklem sisteminin eşanlı olup olmadığını belirlemek için Hausman model kurma testi (Gujarati, 1999: 671) yapılmıştır. Buna göre, birinci

daraltılmış denklemden elde edilen  $\hat{M}2$  ve  $\hat{v}_1$  değerleri, ikinci yapısal denklemde  $M2$  yerine yazılmış ve yapılan regresyon sonucu  $\hat{M}2$  ve  $\hat{v}_1$  değerlerinin katsayılarının sırasıyla 0,0932 ve 0,0002 olasılık değerleri ile %10 anlamlılık seviyesinde sıfırdan farklı olduğu görülmüştür. Bu da denklem sisteminin eşanlı olduğunu göstermektedir.

Ayrıca eşanlı denklem sistemini belirlemek için Hausman testinin yanı sıra Granger nedensellik sınaması da yapılmış olup  $M2$  ve  $IBS$  değişkenlerinin çift yönlü bir etkiye sahip olduğu görülmüştür. Sonuçlar aşağıdaki gibidir.

	Gözlem	F-İstatistiği	Olasılık
$M2$ , NIBS'nin Granger nedeni değildir	178	16.8125	2.1E-07
NIBS, $M2$ 'nin Granger nedeni değildir		4.90016	0.00851

Dışsallık sınaması için Hausman dışsallık testi yapılmıştır. Bunun için de yine daraltılmış kalıptan elde edilen  $\hat{M}2$  değeri, ikinci yapısal denklemde  $M2$  yerine yazılmış ve regresyon sonucunda  $\hat{M}2$  katsayısının olasılık değerinin 0,0001 olduğu görülmüştür. Dolayısıyla  $M2$  ve  $IBS$  değişkenlerinin içsel değişkenler olduğu sonucuna varılmıştır. Benzer sonuçlar yine Granger nedensellik testi ve Tablo 2 ve 3'deki korelasyon matrisleri ile desteklenmektedir.

Eşanlı denklem sistemi aşırı belirlenmiş olduğu için iki aşamalı en küçük kareler yöntemi kullanılmış ve Eviews 3.1 paket programında aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

$$M2 = 0,3998 + 0,6023GSMH + 0,0226TUFE + 0,4699IBS \quad (3)$$

$$(0,0001) \quad (0,0632) \quad (0,0047) \quad (0,0000)$$

$$R^2 = 0,2642 \quad F = 18,19 \quad (0,0000)$$

$$IBS = 0,3250 + 0,2177KH + 0,1067R + 0,2979M2 \quad (4)$$

$$(0,1290) \quad (0,0626) \quad (0,0452) \quad (0,0002)$$

$$R^2 = 0,2351 \quad F = 18,2421 \quad (0,0000)$$

Sonuçlardan görüldüğü gibi, birinci modelde bütün değişkenlerin katsayıları  $\alpha = 0,10$  önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.  $R^2$  değeri 0,2642 gibi bir değerde iken modelin anlamlılığını gösteren F değeri de yine 0,0000 olasılıkla anlamlı bulunmuştur.

İkinci model içinde sabit katsayı dışındaki değişkenler  $\alpha = 0,10$  seviyesinde anlamlı bulunmuştur. Bu modelde de  $R^2$  değeri 0,2351 gibi bir değerde iken F değeri de yine 0,0000 gibi bir olasılığa sahiptir.

Yukarıda elde edilen eşanlı denklem modelini iktisadi açıdan yorumlarsak; birinci modelde, GSMH'deki %1'lik artış para arzında %0,6'lık bir artışa yol açmaktadır. TUFÉ'deki %1'lik artışın para arzında %0,02'lik bir artışa neden olduğu görülmektedir. IBS'deki %1'lik artışın ise para arzında %0,47'lik bir artışa neden olmaktadır. Ancak kamu açıklarının finansmanında kısa vadeli avans kullanımının 1997'de sona erdirildiğini dikkate alarak analiz 1989-1997 ve 1997-2003 alt dönemleri için ayrı ayrı yapıldığında IBS ile para arzı arasındaki ilişkinin derecesinin önemli farklılık gösterdiği görülmüştür. KVA kullanımının geçerli olduğu döneme ilişkin model bulguları aşağıdaki gibidir.

$$M2 = -4,0641 + 1,1922GSMH + 0,5616TUFÉ + 3,2204IBS \quad (5)$$

$$(0,3193) \quad (0,0042) \quad (0,2432) \quad (0,0000)$$

$$R^2 = 0,6822 \quad F = 57,257 \quad (0,0000)$$

Görüldüğü gibi, kamu açıklarının emisyon artışı ile finanse edildiği bu dönemde iç borç stokundaki %1'lik artış, para arzında %3,22 gibi önemli bir artışa neden olmaktadır. Buradan çıkan sonuç, iç borç stokundaki değişmelerin para arzını önemli oranda arttırdığı, dolayısıyla bu dönemde kamu açıklarının para arzı baskısı yoluyla enflasyona neden olduğudur. Bu durum ise, Merkez Bankasının, enflasyonu önlemek için kısa vadeli avans kullanımını sonlandırma kararının doğru bir politika olduğunu göstermektedir. Nitekim, gerek bütün örnekleme içeren 3 nolu denklemde, gerekse 1997-2003 alt dönemi dikkate alınarak yapılan analizde (6 nolu denklem) iç borç stoku ile para arzı arasındaki ilişkinin ilk döneme göre oldukça zayıf olduğu ortaya konulmuştur. Bunun yanı sıra bu dönemde enflasyon ile para arzı arasında negatif bir ilişkinin varlığı göze çarpmaktadır. Yine tüm örnekleme kıyasla, 5 nolu denklemde görüldüğü gibi GSMH'nin para arzı üzerindeki etkisinin de ilk dönemde daha yüksek olduğu görülmüştür. İkinci alt döneme bakıldığında ise GSMH ile para arzı arasında negatif bir ilişkinin varlığı dikkat çekmektedir (6 nolu denklem). Bu da, para ikamesinin yine özellikle 1997 sonrası döneme ilişkin bir olgu olduğuna işaret etmektedir (Bkz. Tablo 5).

$$M2 = 9,8419 - 1,3552GSMH - 0,4785TUFÉ + 0,5229IBS \quad (6)$$

$$(0,0000) \quad (0,0000) \quad (0,0000) \quad (0,0000)$$

$$R^2 = 0,8716 \quad F = 174,85 \quad (0,0000)$$

İkinci modelde (4 nolu denklem) ise KH, R ve M2'nin IBS üzerindeki etkisine bakıldığında KH, R ve M2'deki %1'lik artışın iç borç stokunda sırasıyla %0,21, %0,11 ve %0,29 bir artışa yol açtığı görülmektedir.

### V. Sonuç

Bütçe açığına yönelik çeşitli finansman yöntemlerinin avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır. Bu noktada önemli olan, seçilecek finansman yöntemlerinin bilinçli olarak kullanılmasıdır. Günümüzde, ülkelerin kamu açıklarını finanse etmek amacıyla borçlanmaları yadırganmamakta, ancak devletin hangi amaçla borçlanmaya başvurduğu ve bu borcu geri ödeme kapasitesinin var olup olmadığı önem taşımaktadır.

Çalışmada, Türkiye’de bütçe açıklarının finansmanında kısa vadeli avans kullanımının söz konusu olduğu dönem analiz edildiğinde para arzının arttığı ve dolayısıyla enflasyonun bir yükseliş trendi içinde olduğu tespit edilmiştir. 1997 yılı sonrası dönemde ise enflasyonun düşmekte olduğu görülmektedir. Bu durum, bu dönemde iç borçlanmaların, borç servisi ile ortaya çıkan parasal genişleme etkisini ortadan kaldırmasına ve para ikamesine bağlanabilir. Bu ise, bireylerin iç borçlanma sürecinde elde ettikleri gelirleri tasarruf ettikleri anlamına gelmektedir.

Hangi finansman metodu uygulanırsa uygulansın, bütçe açıklarının parasal büyüme üzerindeki etkisi temelde mali otoritelerin tutumuna bağlıdır. Mali otoriteler bütçe açığındaki artışlara, para arzındaki genişlemeye izin vererek veya vermeyerek uyum sağlama yoluna gidebilirler. Kamu borç yönetiminin temel hedefi, kamu borçlanma gereğinin karşılanmasını ve ortaya çıkan yükümlülüklerin orta ve uzun vadede en düşük maliyetle karşılanabilmesini sağlamaktır. Orta ve uzun vadeli riskleri dikkate almaksızın kısa dönem maliyetlere odaklanmak tehlikeli bir stratejidir. Maliyetsiz gibi görünen işlemler Hazine’nin ve dolayısıyla hükümetin uzun dönemde borç ödeme gücüne yönelik büyük riskler doğurabilir.

Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik bağımsız bir para politikası uygulaması, maliye politikasının sürdürülemez olduğu durumlarda oldukça güçleşmektedir. Bir dezenflasyon programı, döviz kuru ve/veya parasal büyüklükler gibi nominal çapalar kullanmak yerine (ki, Calvo ve Vegh (1999: 10-19) bunların başarısızlıkla sonuçlandıklarını göstermiştir) açıkların kalıcı olarak kesileceğine dair bir taahhütte bulunmalıdır. Bu da bizi, ana hedefi fiyat istikrarını sağlamak olan bağımsız bir merkez bankasının düşük bir enflasyona sahip olmak için yeterli olduğu sonucuna götürür. Nitekim, kısa vadeli avans uygulamasının sona erdirildiği 1997 yılından sonraki dönemde ve özellikle mali disiplinin sağlanmasına büyük önem verildiği 2000’li yıllarda enflasyon bir düşüş trendine girmiştir. Analiz sonuçlarında da, kısa vadeli avans uygulamasına sıkça başvuru olan 1989-1997 döneminde iç borç stoku ile para arzı arasında pozitif ve yüksek dereceli bir ilişki bulunmuş, buna karşılık uygulamanın sona erdirildiği 1997 yılı sonrası dönemde bu ilişkinin zayıfladığı ortaya konulmuştur.

Bu konudaki sonuç kanaatimiz, Türkiye’de enflasyon olgusunun önlenmesi, başta yüksek ve sürekli kamu finansman açıkları olmak üzere, iç



ekonomik dengesizliklerin giderilmesi yolundaki istikrar politikası uygulamalarından sonuç alınmasına bağlıdır.

### Kaynaklar

- Agénor, Pierre-Richard, (2000), *The Economics of Adjustment and Growth*, Academic Press, San Diego, CA.
- Akkaya, Şahin, Halil Altıntaş (2004), “Para Arzının Enflasyona Etkisi: Türkiye Uygulaması: 1988-1997”, [www.econturk.com/sahin.pdf](http://www.econturk.com/sahin.pdf)
- Beaugrand, Philippe, Boileau Loko, and Montfort Mlachila, (2002) “The Choice Between External and Domestic Debt in Financing Budget Deficits: The case of Central and West African Countries”, *IMF Working Paper*, No: 02/79.
- Bakımlı, Esat, (2004) “İktisatta Belirsizlik Kavramı ve Enflasyon Belirsizliğinin İç Borçlanma Faizlerindeki Risk Primine Etkisi: Türkiye Örneği (1990-2003)”, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Muğla.
- Barro, Robert, (1974) “Are Government Bonds Net Wealth?”, *Journal of Political Economy*, Vol. 81.
- Calvo, Guillermo A. and Carlos A. Végh, (1999) “Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries”, *NBER Working Paper*, No: 6925.
- Catão, Luis and Marco Terrones, (2001) “Fiscal Deficits and Inflation: A New Look at the Emerging Market Evidence”, *IMF Working Paper*, No: 01/74.
- Friedman, M., (1975) Unemployment versus Inflation? An Evolution of Phillips Curve, IEA Lecture, No: 2.
- Gönül, Ayşenur, (1998), Bütçe Açıklarının Finansmanı ve Ekonomik Etkileri, DPT, Yayın No: 2490.
- Gujarati, Damodar N., (1999), Temel Ekonometri, Çev: Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen, Literatür Yayıncılık, Birinci Basım, İstanbul.
- Hazine Müsteşarlığı, [www.hazine.gov.tr](http://www.hazine.gov.tr). [18.04.2004].
- Keyder, Nur, (1998) “ The Behaviour of Velocity and Its Policy Relevance in Turkey”, *METU Studies in Development*, 25(3).
- Kibritçioğlu, Aykut, (2001) “Causes of Inflation in Turkey: A Literature Survey with Special Reference to Theories of Inflation”, University of Illinois, College of Commerce and Business Administration, Office of research, Working Paper No: 01 – 0115.
- Özatay, Fatih, (1997) “Sustainability of Fiscal Deficits, Monetary Policy, and Inflation Stabilization: The Case of Turkey”, *Journal of Policy Modeling* 19(6).
- Sargent, Thomas J., and Neil Wallace, (1981) “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* (Fall).

- Serban, Marius, (2002) “Budget Deficit and Inflation”, Academy of Economic Studies, Doctoral School of Finance and Banking, Bucharest.  
TCMB, [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr). [18.04.2004].
- Uygur, Ercan, (2001) “Enflasyon, Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık”, *İktisat İşletme ve Finans*, Yıl: 16, Sayı: 189.
- Woodford, Michael, (2001) “Fiscal Requirements for Price Stability”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 33, Issue 3, August.
- Yay, Gülsüm Gürkan, (2001) “Chicago Okulu: Milton Friedman ve Monetarizm”, II. Uluslararası Liberal İktisatçılar Kongresi’nde sunulan makale, *Liberal Düşünce Topluluğu Dergisi*, Sayı 24, [www.liberal-dt.org.tr/dergiler/ldsai24/2415.htm](http://www.liberal-dt.org.tr/dergiler/ldsai24/2415.htm).