



**T.C.  
GAZİ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**YÜKSEK  
LİSANS  
TEZİ**

**TÜRKİYE'DE İÇ BORÇLANMANIN  
BANKACILIK KESİMİNE ETKİLERİ:  
1980 SONRASI DÖNEMSEL BİR  
ANALİZ**

**GONCA DADALI**

**MALİYE ANABİLİM DALI  
MALİYE BİLİM DALI**

**HAZİRAN 2015**



**TÜRKİYE'DE İÇ BORÇLANMANIN BANKACILIK KESİMİNE ETKİLERİ:  
1980 SONRASI DÖNEMSEL BİR ANALİZ**

**Gonca DADALI**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ  
MALİYE ANABİLİM DALI**

**GAZİ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**HAZİRAN 2015**

Gonca DADALI tarafından hazırlanan "Türkiye'de İç Borçlanmanın Bankacılık Kesimine Etkileri: 1980 Sonrası Dönemsel Bir Analiz" adlı tez çalışması aşağıdaki jüri tarafından OY BİRLİĞİ ile Gazi Üniversitesi Maliye Anabilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

**Danışman:** Yrd. Doç. Dr. İsmail ENGİN

Maliye Anabilim Dalı, Gazi Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu .....  
onaylıyorum/~~onaylamıyorum~~

**Başkan :** Prof. Dr. Ali Rıza ÖZDEMİR

Maliye Anabilim Dalı, Gazi Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu .....  
onaylıyorum/~~onaylamıyorum~~

**Üye :** Prof. Dr. Jülide YILDIRIM ÖCAL

Ekonomi Anabilim Dalı, TED Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu .....  
onaylıyorum/~~onaylamıyorum~~

TezSavunmaTarihi: 30/06/2015

Jüri tarafından kabul edilen bu tezin Yüksek Lisans Tezi olması için gerekli şartları yerine getirdiğini onaylıyorum.

Prof. Dr. Suna BAŞAK

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

## ETİK BEYAN

Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada;

- Tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- Tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
- Tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi,
- Kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı,
- Bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu,

bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.

Gonca DADALI

30/06/2015

# TÜRKİYE'DE İÇ BORÇLANMANIN BANKACILIK KESİMİNE ETKİLERİ: 1980 SONRASI DÖNEMSEL BİR ANALİZ

(Yüksek Lisans Tezi)

Gonca DADALI

GAZİ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Haziran 2015

## ÖZET

Çalışmanın amacı, 1980 sonrasında Türkiye’de iç borçlanma politikasının özel sektör üzerinde yaratacağı etkileri tespit etmektir. Çalışmada, iç borçlanmanın etkileri literatür ve Türkiye açısından incelenmiştir. İç borçlanmanın iktisadi etkileri üzerinde durulmuş özellikle dışlama etkisine odaklanılmıştır. İç borçlanmanın özel sektör üzerinde yaratacağı etkiler, bankacılık sektörü ile ilişkilendirilmiştir. Bu etkinin incelenmesinde küreselleşme ile hızlanan finansal sermaye hareketleri göz önünde bulundurulmuştur. 1980 sonrası dönemde iç borçlanma politikası ve bankacılık sektörü arasındaki ilişki çeşitli istatistiki veriler ile incelenmeye çalışılmıştır. Türkiye’de 1980 sonrasında iç borçlanmanın özel sektör üzerinde yaratacağı dışlama etkisinin varlığının sınanmasında ekonometrik analizden yararlanılmıştır. Ekonometrik analiz için Johansen Eşbütünleşme Testi’nden yararlanılarak 1989.Q1-2014.Q3 döneminde iç borç stokunun GSYH içindeki payı, iç borçlanma bileşik faiz oranları ve iç borçlanmanın vadesinin bankalarca açılan net kredi hacminin GSYH içindeki payı üzerindeki uzun dönemli etkileri sınanmıştır. Bu sınama, yapılmış olan ampirik çalışmalar göz önünde bulundurulurken Türkiye için uyarlanmaya çalışılmıştır. Ampirik bulgular, iç borç stokunun GSYH içindeki payı, iç borçlanma bileşik faiz oranları ve iç borçlanmanın vadesinin bankalarca açılan net kredi hacminin GSYH içindeki payı üzerinde uzun dönemde negatif etkiye sahip olduklarını göstermiştir. Dolayısıyla bu ampirik bulgular literatürdeki kamu sektörü iç borçlanmasının özel sektör üzerindeki dışlama etkisini doğrular niteliktedir.

Bilim Kodu : 1120.2.083

Anahtar Kelimeler : İç borçlanma, iç borç stoku, dışlama etkisi, bankacılık sektörü net kredi hacmi

Sayfa Adedi : 159

Tez Danışmanı : Yrd. Doç. Dr. İsmail ENGİN

# THE EFFECTS OF DOMESTIC BORROWING ON BANKING SECTOR IN TURKEY: A POST 1980 ERA ANALYSIS

(M.S. Thesis)

Gonca DADALI

GAZİ UNIVERSITY

GRADUATE SCHOOL OF EDUCATIONAL SCIENCES

June 2015

## ABSTRACT

The aim of a study is to fix the effects of the political of domestic borrowing on private sector. In this study the effects of the domestic borrowing are investigated in literature and Turkey. The economic effects of the domestic borrowing are dwelled on especially be focus on crowding-out effect. The effects of the domestic borrowing on the private sector are related on the banking sector. The accelarating financial capital flows with the globalisation are kept in view to investigate these effects. The relation between the political of the domestic borrowing and the banking sector is tried to investigate with the various statistical data for a post 1980 era. The testing of the crowding-out effect of the domestic borrowing on private sector for the post 1980 era is advantaged from the econometric analyze. In 1989.Q1-2014.Q3 period the long period effects of the domestic debt stock in GDP, the domestic borrowing compound rates and the date of the domestic borrowing over the net credit capacity is given from banks are tested with The Johansen Co-Integration Test for econometric analyze. The testing is tried to adapt for Turkey with keeping in view the ampirical studies. Ampirical results indicate that the domestic debt stock in GDP, the domestic borrowing compound rates and the date of the domestic borrowing have a negative effect over a long period on the net credit capacity is given from banks so this ampirical results confirm to the crowding-out effect of the public sector domestic borrowing on the private sector in literature.

Bilim Kodu : 1120.2.083  
Anahtar : Domestic borrowing, domesstic debt stock, crowding out  
Kelimeler : effect, the net credit capacity of banking sector  
Sayfa Adedi : 159  
Tez Danışmanı : Yrd. Doç. Dr. İsmail ENGİN

## TEŞEKKÜR

Tez çalışmalarımın her safhasında sabırla, özenle ve titizlikle beni yönlendiren, eğiten ve akademik ilkeleri öğreten saygıdeğer Hocam, tez danışmanım Yrd. Doç. Dr. İsmail ENGİN'e sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Tez çalışmalarımı yürütürken mezun olduğum Ekonometri Bölümü ve Maliye Bölümü'nde aldığım akademik temelin gücünü üzerimde hissettiren benim için değerli bazı Hocalarıma özellikle Doç. Dr. Atilla GÖKÇE'ye; bana gerekli yönlendirmeleri yapan ve manevi anlamda destek olan, beni akademik eğitim ve öğretim konusunda bilinçlendiren değerli Hocam Arş. Gör. Serdar ŞAHİN'e; çalışmalarım ile ilgili bazı konularda fikir desteğini esirgemeyen Hocam Arş. Gör. Anıl ERALP'e ve her zaman arkamda manevi bir güç olarak duran sevgili Anneme teşekkürlerimi sunarım.

## İÇİNDEKİLER

	<b>Sayfa</b>
ÖZET .....	iv
ABSTRACT .....	v
TEŞEKKÜR .....	vi
İÇİNDEKİLER .....	vii
ÇİZELGELERİN LİSTESİ .....	x
ŞEKİLLERİN LİSTESİ .....	xi
SİMGELER VE KISALTMALAR .....	xiii
GİRİŞ.....	1

### 1. BÖLÜM

#### İÇ BORÇLANMA POLİTİKASININ KURAMSAL PERSPEKTİFTE KAYNAKLARI İTİBARIYLA ETKİLERİ VE BANKACILIK SEKTÖRÜ İLİŞKİSİ

1.1. Giriş .....	3
1.2. İç Borçlanmanın Etkileri .....	4
1.2.1. İktisadi etkiler .....	5
1.2.1.1. Fiyat istikrarı açısından etkiler .....	5
1.2.1.1.1. Enflasyonist etkiler .....	6
1.2.1.1.2. Deflasyonist etkiler.....	13
1.2.1.2. Yatırımlar açısından etkiler: Dışlama etkisi .....	14
1.2.1.3. Tasarruflar açısından etkiler .....	20
1.2.1.4. Ödemeler dengesi açısından etkiler .....	22
1.2.2. Sosyal etkiler .....	27
1.2.3. Siyasal etkiler.....	28
1.3. Finansal Piyasalar ve Borçlanma .....	30
1.3.1. Küreselleşme olgusu ve borçlanma .....	31

1.3.2. Sermaye piyasaları ve borçlanma.....	34
1.3.3. Para piyasaları ve borçlanma .....	35
1.3.3.1. Ulusal ve uluslararası piyasalarda bankacılık kesiminin işlevi.....	36
1.3.3.2. Bankacılık sektörü ve iç borçlanma politikası ilişkisi .....	38
1.3.4. Mali derinlik ve mali baskınlık ölçütleri açısından bankacılık kesimi üzerinde iç borçlanma politikasının etkileri .....	43

## 2. BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE İÇ BORÇLANMA POLİTİKASI VE BANKACILIK SEKTÖRÜ

2.1. Giriş .....	49
2.2. Türkiye'de Borçlanma Nedenleri ve İç Borçlanma .....	49
2.3. Türkiye'de İç Borçların Gelişimi ve Kamu Açıkları İle İlişkisi .....	53
2.3.1. 1980 öncesi iç borçların gelişimi .....	54
2.3.2. 1980 sonrası iç borçların gelişimi.....	55
2.3.2.1. 1980 – 1988 dönemi.....	57
2.3.2.2. 1989 – 1994 dönemi.....	60
2.3.2.3. 1995 – 1999 dönemi.....	65
2.3.2.4. 2000 – 2008 dönemi.....	71
2.3.2.5. 2009 – 2014 dönemi.....	84
2.4. Bileşimi açısından iç borçlanma ve bankacılık kesimi ilişkisi .....	88
2.4.1. Alacaklılar açısından iç borçlanmanın bileşimi.....	90
2.4.2. Faiz açısından iç borçlanmanın bileşimi .....	95
2.4.3. Kur açısından iç borçlanmanın bileşimi .....	96
2.4.4. Vade açısından iç borçlanmanın bileşimi.....	97
2.5. Türkiye'de İç Borçlanmanın İktisadi Etkileri .....	100
2.5.1. Enflasyonist etkiler.....	100
2.5.2. Yatırımlar açısından etkiler .....	101

2.5.3. Gelir dağılımı açısından etkiler .....	103
2.6. İç Borçlanmanın Bankacılık Kesimi Açısından Etkileri.....	105
2.6.1. İç borçlanma-mevduat ilişkisi .....	107
2.6.2. İç borçlanma-kredi hacmi ilişkisi .....	111
2.6.3. İç borçlanma-bankacılık kesiminin yurtdışı yükümlülükleri ilişkisi .....	112

### 3. BÖLÜM

#### TÜRKİYE'DE İÇ BORÇLANMAYA ETKİ EDEN FAKTÖRLER VE İÇ BORÇLANMANIN BANKACILIK KESİMİNDE YARATTIĞI ETKİLER: EKONOMETRİK ANALİZ

3.1. Giriş .....	115
3.2. Literatür Taraması .....	116
3.3. Metodoloji .....	124
3.4. Ekonometrik Analiz.....	126
3.4.1. Model.....	126
3.4.2. Modelin sınanması.....	127
3.4.2.1. Zaman serilerinin grafiklerinin incelenmesi .....	127
3.4.2.2. Zaman serilerinin durağanlıklarının incelenmesi.....	128
3.4.2.3. Johansen Eşbütünleşme Analizi .....	132
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME.....	146
KAYNAKÇA.....	148
ÖZGEÇMİŞ .....	159

## ÇİZELGELERİN LİSTESİ

Çizelge	Sayfa
Çizelge 2.1. Konsolide Bütçe Gelir, Gider ve Dengesi (1980-1988) .....	58
Çizelge 2.2. KKBG'nin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı (1980-1989) .....	59
Çizelge 2.3. Konsolide Bütçe Gelir, Gider ve Dengesi (1988-1994) .....	62
Çizelge 2.4. KKBG'nin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı (1990-1994) .....	62
Çizelge 2.5. Konsolide Bütçe Gelir, Gider ve Dengesi (1994-1999) .....	68
Çizelge 2.6. KKBG'nin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı (1994-1999) .....	69
Çizelge 2.7. Konsolide Bütçe Gelir, Gider ve Dengesi (1999-2005) .....	79
Çizelge 2.8. KKBG'nin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı (1999-2005) .....	80
Çizelge 2.9. Merkezi Yönetim Bütçe Gelir, Gider ve Dengesi (2006-2008) .....	80
Çizelge 2.10. KKBG'nin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı (2006-2008) .....	81
Çizelge 2.11. Merkezi Yönetim Bütçe Gelir, Gider ve Dengesi (2009-2014) .....	86
Çizelge 2.12. KKBG'nin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı (2008-2014) .....	86
Çizelge 2.13. Banka Sayısı (1960-2014) .....	89
Çizelge 2.14. Sermaye Yapısı (Ödenmiş Sermaye Bazında, 2014 itibariyle) .....	90
Çizelge 2.15. İç Borç Stokunun Vade Yapısı (1998-2013) .....	99
Çizelge 3.1. Düzey ADF Birim kök testleri .....	130
Çizelge 3.2. Birinci Sıra Fark ADF Birim Kök Testleri .....	132
Çizelge 3.3. Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi .....	133
Çizelge 3.4. VAR Tahmin Sonuçlar .....	135
Çizelge 3.5. VAR Tahmin Sonuçlar (Devam) .....	136
Çizelge 3.6. Otokorelasyon Sınaması .....	136
Çizelge 3.7. Değişen Varyans Sınaması .....	137
Çizelge 3.8. Normallik Sınaması: JB .....	138
Çizelge 3.9. Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları .....	139

## ŞEKİLLERİN LİSTESİ

Şekil	Sayfa
Şekil 2.1. İç Borç Stoku (1980-1988).....	60
Şekil 2.2. Makroekonomik Göstergeler (1980-1989) .....	60
Şekil 2.3. İç Borç Stoku (1989-1994).....	64
Şekil 2.4. Makroekonomik Göstergeler (1990-1994) .....	64
Şekil 2.5. İç Borç Stoku (1995-1999).....	70
Şekil 2.6. Makroekonomik Göstergeler (1994-1999) .....	71
Şekil 2.7. İç Borç Göstergeleri (1980-2014).....	77
Şekil 2.8. İç Borç Göstergeleri (1980-2014).....	79
Şekil 2.9. İç Borç Stoku (2000-2007).....	83
Şekil 2.10. Makroekonomik Göstergeler (1999-2008) .....	83
Şekil 2.11. İç Borç Stoku (2008-2013).....	87
Şekil 2.12. Makroekonomik Göstergeler (2008-2014) .....	88
Şekil 2.13. İç Borçlanmanın Alıcılara Göre Dağılımı (1987-2001) .....	93
Şekil 2.14. İç Borç Stokunun Alıcılara Göre Dağılımı (2004-2014).....	93
Şekil 2.15. İç Borç Stokunun Alıcılara Göre Dağılımı: Bankacılık Kesimi.....	95
Şekil 2.16. İç Borç Stokunun Faiz Yapısı (1990-2014) .....	96
Şekil 2.17. İç Borç Stokunun Kur Yapısı (2000-2013) .....	97
Şekil 2.18. İç Borç Stokunun Enstrüman Yapısı (1986-2013).....	99
Şekil 2.19. İç Borç, KKBG ve TÜFE İlişkisi .....	100
Şekil 2.20. İç Borçlanma-Kamu Yatırımları İlişkisi .....	102
Şekil 2.21. İç Borçlanma-Özel Yatırımlar İlişkisi .....	103
Şekil 2.22. İç Borçlanma-Gelir Dağılımı İlişkisi .....	104
Şekil 2.23. Harcamaların Ekonomik Sınıflandırılması.....	105
Şekil 2.24. Bankacılık Sektörü: Toplam Mevduatın Vade Yapısı .....	109
Şekil 2.25. Faiz Oranları (1989-2014).....	111

<b>Şekil</b>	<b>Sayfa</b>
Şekil 2.26. İhtisas Kredileri-Bankacılık Kesimi Net Kredi Hacmi İlişkisi .....	112
Şekil 2.27. Bankaların Dış Yükümlülükleri (1986-2015).....	113
Şekil 2.28. İç Borç Stoku-Dış Yükümlülükler İlişkisi (1989-2015) .....	114
Şekil 3.1. Logaritması Alınmış Serilerin Grafikleri.....	127
Şekil 3.2. Logaritması Alınmış-Mevsimsellikten Arındırılmış Serilerin Grafikleri .	128
Şekil 3.3. Normallik Sınaması.....	137
Şekil 3.4. Özel Sektörün Kısa Vadeli Dış Kredi Borcu .....	144

## SİMGELER VE KISALTMALAR

Bu çalışmada kullanılmış bazı simgeler ve kısaltmalar, açıklamaları ile birlikte aşağıda sunulmuştur.

### Simgeler

**ibfo**

### Açıklamalar

İç borçlanma bileşik faiz oranları

**ibv**

İç borçlanmanın vadesi

**ibs**

İç borç stoku

**nkh**

Bankalarca açılan net kredi hacmi

**tfhkkg**

Toplam faiz hariç kkg

**töghkkg**

Toplam özelleştirme gelirleri hariç kkg

### Kısaltmalar

**ADF**

### Açıklamalar

Augmented Dickey Fuller

**AGÜ**

Az Gelişmiş Ülkeler

**ARDLM**

Otoregresif Dağıtılmış Gecikme Modeli

**DF**

Dickey Fuller

**DİBS**

Devlet İç Borçlanma Senetleri

**EKK**

En Küçük Kareler

**FTPL**

Fiyat Düzeyinin Mali Teorisi

**GDP**

GSYH

**GEKK**

Genelleştirilmiş En Küçük Kareler

**GOÜ**

Gelişmekte Olan Ülkeler

**GÜAV**

Gelir Üzerinden Alınan Vergiler

**GÜ**

Gelişmiş Ülkeler

**IFS**

Uluslararası Finansal İstatistikler

**KKBG**

Kamu Kesimi Borçlanma Gereği

**SSY**

Sabit Sermaye Yatırımları

**ÜAEKK**

Üç Aşamalı En Küçük Kareler

**VARM**

Vektör Otoregresif Modeli

**WLS**

Ağırlıklandırılmış EKK

**WB**

Dünya Bankası



## GİRİŞ

Toplumların tarihsel gelişimleri incelendiğinde; bireylerin birlikte yaşamak zorunda olmaları ortak bir düzeni de beraberinde getirmiştir. Bu düzenin tüm topluma hitap edebilecek şekilde olması ve bireysel ihtiyaçların yanı sıra toplumsal ihtiyaçları da karşılayabilecek düzeyde kurulması hedeflenmiştir. Söz konusu düzen, devlet aygıtının ortaya çıkmasına yol açmıştır. Devletlerin tarihsel gelişimleri zaman içerisinde farklılık göstermekte ve yaşanan coğrafyaya göre değişmektedir. Devletlerin döneme hâkim ideolojiler çerçevesinde yüklendikleri görevleri yerine getirebilmeleri için belirli finansman kaynaklarına ihtiyaç duyulmaktadır. Bu finansman kaynakları devletin kamu geliri olarak sayılmakta ve kamu harcamalarının yapılabilmesinde kullanılmaktadır. Gelirlerin yeterli gelmemesi ve/veya devletin vergi gelirlerini kullanmak istememesi nedeniyle devletler farklı finansman kaynaklarına yönelmektedirler. Devletler borçlanma aracılığıyla iç ya da dış piyasalardan kaynak bularak ihtiyaç duydukları finansmanı elde edebilmektedirler. Günümüzde, borçlanma, bir maliye politikası aracı olarak kullanılmaya devam etmektedir. Finansal alanda yaşanan gelişmeler de borçlanma politikasına eşlik etmektedir. Özellikle bankacılık kesimindeki yenilikler ve gelişmeler borçlanma politikasının uygulanmasında devlete rahat bir manevra alanı yaratmaktadır.

Çalışmada 1. Bölüm'de teorik açıdan iktisadi ekoller perspektifinden borçlanmanın etkileri özellikle kaynakları itibariyle etkileri, finansal piyasalar ile borçlanma ilişkisi ve iç borçlanma politikasının bankacılık kesimi üzerindeki etkileri incelenecektir. 2. Bölüm'de Türkiye'de uygulanan iç borçlanma politikası 1980 sonrasında dönemler itibariyle detaylı bir şekilde incelenecek, iç borçlanmanın çeşitli yönlerden etkileri incelenerek iç borçlanmanın bileşimi açısından etkileri bankacılık sektörü ile ilişkilendirilerek incelenecektir. İç borçlanma politikasının bankacılık kesimi üzerindeki etkilerinin incelenmesindeki amaç, iç borçlanmaya ağırlıklı başvurulmasının bankalarca açılan net kredi hacmi üzerinden özel sektörü nasıl etkilediğini saptayabilmektir. Literatürde, iç borçlanma politikasının özel sektör üzerindeki etkileri dışlama etkisi ya da içleme etkisi olarak ortaya çıkmaktadır. Söz konusu etkiler, farklı ekonometrik analizler aracılığıyla seçili

dönem, ülke/ülkeler ve değişkenler itibariyle sınanmaya çalışılmıştır. Özellikle iç borçlanma politikasının özel sektör üzerindeki etkileri yatırımlar açısından sınanmıştır. Ancak iç borçlanma politikasının özel sektör üzerinde dışlama etkisine yol açıp açmadığının sınanmasında kredi hacmi açısından da ekonometrik analizler yapılmıştır. Söz konusu çalışmalar incelendiğinde her ne kadar yatırımlar açısından bir dışlama etkisi ya da işleme etkisinin varlığı ağırlıklı olarak sınansa da kredi hacmi ve borçlanma politikası arasındaki ilişkileri de sınanan çalışmalar literatürde yer almaktadır. Çalışmada, iç borçlanma politikasının etkileri konusunda literatürdeki yapılmış çalışmalar itibariyle hemen hemen tüm etkilere değinilmeye çalışılacaktır. Ancak esas üzerinde durulacak ve 3. Bölüm'de de sınaması yapılmaya çalışılacak olan etki, iç borçlanma politikasının bankacılık kesimi üzerinden kredi hacmi ile özel sektörü dışlayıp dışlamadığının Türkiye özelindeki bulgularıdır. 3. Bölüm'de ise, Türkiye'de iç borçlanma politikası ve bankacılık kesimi arasındaki ilişki ekonometrik analiz aracılığıyla sınanacaktır. Ekonometrik analizin amacı, 1. Bölüm'de literatür açısından, 2. Bölüm'de Türkiye özelinde ele alınan iç borçlanma politikası ve bankacılık kesimi arasındaki ilişkinin net kredi hacmi ile özel sektör üzerindeki etkileri tespit edebilmektir. Literatürde söz konusu etkiler için çoğunlukla özel yatırımlar üzerinde iç borçlanma politikasının sınıandığı çalışmalar ağırlıktadır. Kredi hacmi üzerindeki etkileri de inceleyen çalışmalar olmakla birlikte yapılan ekonometrik analizlerin amaçları değişebilmektedir. Dışlama etkisi açısından ekonometrik analiz için Harrabi&Bousrih&Salisu tarafından 2007'de yapılan ampirik çalışmanın sonuçları incelenmiş ve Türkiye'de benzer bir modelin sınamasının yapılmasının mümkün olduğu ancak değişkenler itibariyle bir farklılaşma olması gerektiğine kanaat getirilmiştir. Çünkü; iç borçlanma politikasının bankacılık kesimi net kredi hacmi üzerinden özel sektörde dışlama etkisine yol açıp açmayacağıının sınanmasında kullanılacak olan metodoloji yönüyle ayrılmaktadır. Bu da çalışmanın kendi dinamiklerinden kaynaklanmaktadır. Ekonometrik analiz, Johansen Eşbütünleşme Analizi ile gerçekleştirilecektir. Analiz öncesinde literatürde yapılmış çeşitli çalışmalara yer verilecek sonra analize başlanacaktır. Analiz sonucunda ampirik bulgular yorumlanacak ve iktisadi teori ile bağ kurulmaya çalışılacaktır. Sonuç bölümünde ise, genel bir değerlendirme yapılacak, tezin amacına ulaşıp ulaşmadığı belirtilecek ve ekonometrik analiz sonucundaki ampirik bulgular ele alınacaktır.

## 1. BÖLÜM

# İÇ BORÇLANMA POLİTİKASININ KURAMSAL PERSPEKTİFTE KAYNAKLARI İTİBARIYLA ETKİLERİ VE BANKACILIK SEKTÖRÜ İLİŞKİSİ

### 1.1. Giriş

Geçmişten günümüze bakıldığında devletten beklentilerin artması, devletin yüklediği misyon gereği devletin ekonomi içindeki ağırlığını artırmıştır. Dolayısıyla devletler uzun yıllar maliye politikası araçlarını etkin bir şekilde kullanmışlardır. Maliye politikası araçlarından özellikle iç borçlanma politikası ülkelerin farklı gelişmişlik düzeylerine göre farklı dönemlerde farklı amaçlarla kullanılmıştır. Günümüzde hâlâ önemini koruyan iç borçlanma politikası, iktisadi ekoller perspektifinden farklı açılardan açıklanmaya çalışılmıştır.

İç borçlanma politikasının ekonomi üzerinde yaratacağı etkiler gerek kaynakları gerekse bileşimi itibarıyla farklılaşmaktadır. İç borçlanma politikasına çeşitli nedenlerle başvuran devletin, iç borçlanmaya gitmesindeki amacı oldukça önemlidir. Çünkü; iç borçlanmaya başvurulmasının amaçları ekonomide farklı etkiler meydana getirebilecektir. İç borçlanma politikasına başvurulması halinde ekonomi içinde meydana gelecek etkilerin şiddeti, kaynaklarına ve bileşimi açısından incelenmesine göre değişiklik gösterecektir. Özellikle finansal piyasalar açısından iç borçlanmaya başvurulması oldukça önemli etkilere yol açacaktır.

Finansal piyasalar içerisinde ağırlıklı bankacılık kesiminin payının olması, kamu ve özel sektörü fon arz ve talep edenler piyasasında karşı karşıya getirerek rekabet içerisine sokabilecektir. Bir başka etki ise, fon arz ve talep edenlerin piyasasında karşılaşılan kamu ve özel sektörün birbirlerini tamamlayıcı işlev göreceği şekilde söz konusu piyasaya işlerlik sağlaması ile ortaya çıkabilecektir.

İç borçlanma politikasının ekonomide yaratacağı etkiler çeşitli olmakla beraber bankacılık kesimi üzerinde özel sektöre yönelik açılacak kredi hacminde belirleyici rol üstlenebilmektedir. Eğer bankacılık kesimi özel sektöre kredi açmak yerine devlete borç verme yoluna giderse, özel sektör yeterli düzeyde kredi ihtiyacını karşılayamayacaktır. Kaldı ki, bu durumun tersi de söz konusu olup bankacılık kesiminin devlete borç verir iken özel sektöre yönelik kredi hacmini azaltmayı aksine artırabilecek ve daha fazla kredi hacmi ile özel sektöre kredi verebilecektir.

Literatürde her iki etki için de görüşler söz konusudur. Eğer bankacılık kesimi tarafından açılan kredi miktarında bir azalma meydana gelirse, özel sektörün dışlama etkisi ile karşılaşılabilmesi mümkündür. İç borçlanma politikası ve bankacılık kesiminin yakından ilişkili olması sonucunda birçok unsur açısından farklı etkiler ortaya çıkabilecektir. Faiz oranları, mevduatlar, dış yükümlülükler, vb. bileşenler açısından iç borçlanma politikası döneme göre farklı etkilere yol açacaktır. Bu da iç borçlanma politikasının ya açık finansmanı ya da konjonktürel etkiler nedeniyle yapılmasına bağlı olarak değişecektir.

## 1.2. İç Borçlanmanın Etkileri

Ekonomide yaşanan finansman sorunları fon talep edenler konumundaki reel kesim ile fon arz eden mali kesim arasında çözümlenmeye çalışılmaktadır<sup>1</sup>. Reel kesimden kasıt; kamu kesimi, özel kesim (mali niteliği olmayan şirketler ve hanehalkı) ve dış alem iken mali kesimden kasıt; parasal mali kesim (merkez bankaları ve mevduat bankaları) ve parasal olmayan mali kesimdir<sup>2</sup>.

İç borçlanmada başvuru kaynakları, ekonomi üzerinde birbirinden farklı etkiler yaratmakla birlikte bireyler, şirketler, bankalar özellikle ticari banka niteliğinde olanlar, kamu kuruluşları ve merkez bankaları olarak sıralanabilir. İç borçlanmanın ekonomi üzerinde yaratacağı iktisadi etkiler farklılık arz etmektedir.

---

<sup>1</sup> Berksoy, T. ve Doğruel, S. (1989). Kamu iç borçlanmasının kamu dışı kesimler için kullanılabilir kaynaklar üzerindeki etkisi. *ITO*, 30, 1.

<sup>2</sup> Berksoy ve Doğruel, 1989, 1.

Devletin iç borçlanma için başvuracağı kaynakların öncelik sırası konjonktürel döngülere bağlı olarak değişebilmektedir ancak diğer taraftan gönüllük esasına göre de farklılık gösterebilmektedir.

Literatürde iç borçlanma kaynakları neredeyse aynıdır. Burada dikkat edilmesi gereken husus, devletin iç borçlanma kaynaklarına yönelik biçimidir. Çünkü; devletin iç borçlanma için başvuracağı kimi kaynakları ilgili borçlanmayı gayriihtiyarî olarak gerçekleştirmek durumunda kalabilmektedir. Bu durum, devletin uygulamakta olduğu ve/veya uygulayacağı politika ile yakından ilişkilidir. Devletin iç borçlanma kaynakları arasında öncelik sırası, devletin iç borçlanmaya olan ihtiyacına ve/veya iç borçlanma politikasının beklenen makroekonomik hedeflerine göre değişebilmektedir.

### **1.2.1. İktisadi etkiler**

#### **1.2.1.1. Fiyat istikrarı açısından etkiler**

Bir maliye politikası amacı olan fiyat istikrarının sağlanması, bir ekonomide fiyatlar genel düzeyinde sürekli ve hissedilir dalgalanmaların olmamasını ve/veya önlenmesini ifade etmektedir<sup>3</sup>. Devletin iç borçlanmaya başvurmasının sonuçları açısından fiyat istikrarı üzerinde çeşitli etkiler meydana gelmektedir. Fiyat istikrarından kasıt; ekonomide istikrarsızlığa ve ekonominin olağan trendinden sapmalara yol açan enflasyonist, deflasyonist, resesyonyonist, vb. eğilimlerin olmamasıdır.

İç borçlanma politikasının uygulanmasının uygulamada yaratacağı etkiler vardır ki en çok rastlanılanı da enflasyonist etkilerdir. Literatürde, geniş bir yere sahip olan devletin yapacağı iç borçlanmaların enflasyonist etkiler meydana getirip getirmeyeceği konusunda iktisadi ekollerin geliştirmiş oldukları çeşitli yaklaşımlar söz konusudur. Bu çerçevede, iç borçlanma politikasının fiyat istikrarı açısından etkileri enflasyonist ve deflasyonist etkiler olarak iki başlık altında incelenecektir.

---

<sup>3</sup> Ataç, B. (2009). *Maliye politikası: Gelişimi, amaçları, araçları ve uygulama sorunları*. (Sekizinci Baskı). Ankara: Turhan Kitabevi, 38.

### 1.2.1.1.1. Enflasyonist etkiler

Borçlanma politikasına başvurulma nedenlerinin başında bütçe açıklarının gelmektedir. Bütçe açıklarının iç borçlanma ile finansmanı konusunda ise, çeşitli teoriler geliştirilmiştir. Diğer yandan, kamu harcamalarının iç borçlanma ile finansmanının da etkileri konusunda da aynı teoriler kullanılmıştır. Ekonomide eğer talep kaynaklı olarak enflasyonist etkiler varsa; devlet, öncelikle bireylerden iç borçlanma yoluna başvurarak bireylerin harcanabilir gelir düzeylerini düşürerek anti-enflasyonist etkiler meydana getirmeyi hedefleyecektir.

Bireyler elde ettikleri gelirlerini tüketim, tasarruf, yatırım, vb. saiklerle değerlendirirken bireylerin tasarruflarını değerlendirme biçimleri rölatif olup bu durumda bireylerden iç borçlanmaya başvurulmasının da iki yönü olmaktadır<sup>4</sup>: “İlki; eğer bireylerin tasarrufları finansal sisteme girmemiş ise, iç borçlanma yoluyla ekonomiye kanalize edilen bu tasarruflar ekonomi üzerinde genişletici etki yapacaktır, ikincisi de; eğer ilgili tasarruflar zaten finansal sistem içerisinde ise, tasarruflara yönelik talep artarak faizleri yükseltecek bu da yatırımlar üzerinde olumsuz etki yaratacaktır”.

Barro'nun 1974'te yayımlanan “Are Government Bonds Net Wealth?” makalesinde belirttiğine göre; devlet tahvilleri, tahvil sahipleri açısından bir servet göstergesi iken vergi ödeyenler için bir yükümlülüktür ancak borçlanma ile finanse edilen bir vergi indirimi, tahvil sahiplerini zenginleştirirken vergi ödeyenleri fakirleştirir ki, sonuçta net bir servet yaratmaz çünkü hanehalkı tüketimlerini vergi indirimine göre ayarlamazlar<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Öztürk, İ. (2011). *İç borçlanmanın sermaye piyasasına etkileri*. İAB Yayınları: 21. 37-38.

<sup>5</sup> Elmendorf, D. W. and Mankiw, G. (2007). Government debt. J. B. Taylor, M. Woodford (Editors), *Handbook of macroeconomics*. Vol 1C (First Edition in 1999). North-Holland: Oxford, 1641.

Ricardo Eşdeğerlik Teorisi olarak bilinen teoriye<sup>6</sup> göre; bireyler, borçlanma ile finanse edilen vergi indirimlerinin gelecekte vergi artışına yol açacağı bilinci ile hareket ederek devlet tahvillerini talep ederler ancak buradan elde edecekleri geliri ise gelecekte artan vergilerin ödemesinde kullanacaklarından ekonomide değişen bir durum olmayacak aksine kamu harcamalarının finansmanında vergileme ya da borçlanmaya başvurulmasının ekonomide yaratacağı etki aynı olacaktır<sup>7</sup>.

Devletin iç borçlanmaya başvurması sonucunda arz edilen devlet tahvillerinin özel sektörün servetinin bir parçası olduğunu kabul eden ve bu servet etkisinin

<sup>6</sup> İnternet: Özbilen, Ş. Kamu iç borçlanmasının denklik teorisi açısından analizi. Web: <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/lc%20Borclanma-Denklik%20Teorisi.doc> adresinden 19 Mayıs 2006'da alınmıştır. "Ricardo Eşdeğerlik Teorisi olarak bilinen teorisin Barro (1974) ile birlikte yoğun olarak kullanılmaya başlanmasına rağmen bu teorisin görüşleri De Viti De Marco (1893), J. Buchanan ve J. M. Boiley tarafından da daha önceleri kullanılmıştır. Ricardo Eşdeğerlik Kuramı tanımlaması ise, ilk olarak Buchanan tarafından yapılmıştır. Buchanan-J. Roback yazdıkları bir makalede, Barro'nun ortaya attığı kuram ile Ricardo Dengesi Kuramı arasında farklılık olduğunu ifade etmişlerdir. Buchanan, Barro'nun bulduğu sonuçları Barro Nötürlüğü olarak adlandırmıştır. Ricardo, kamu harcamalarının alternatif finansman araçları olarak vergileme ve borçlanmanın eşdeğer olduğunu açıklarken Barro, borçlanmanın etkileri bakımından ekonomide nötr olduğunu, tüketim ve tasarruf oranlarını etkilemediğini açıklamaktadır. Ricardo Eşdeğerlik Teorisi'nin varsayımları ise şunlardır:

- Kamu harcamalarının reel düzeyi her dönem sabittir.
- Başlangıç döneminde yapılan borçlanma, daha sonraki dönemlerde alınan vergilerle ödenecektir.
- Sermaye piyasalarında tam rekabet koşulları geçerli olacaktır. Bireyler, devlet gibi, aynı oranda borç alıp, verebileceklerdir. Dolayısıyla tüketici üzerinde hiçbir şekilde borçlanma sınırları olmayacaktır. Ayrıca, özel sektör ve kamu sektörü için, eşit bir planlama ufku mevcut olmalıdır.
- Bireyler, hem bugünkü hem de gelecekteki gelirleri hakkında tam bir bilgiye sahip olacaklardır.
- Bireylerden, hem mevcut vergi ödeyenler hem de potansiyel vergi ödeyenler, sonsuz bir planlama ufkuna sahipmiş gibi davranacaklardır.
- Mevcut borçlanma nedeniyle bireyler, gelecek dönemde konulacak vergi yükümlülüklerini tam olarak algılayabileceklerdir. Dolayısıyla devletin bütçe politikası ve gelecekteki vergilerin yönü hakkında tam bir belirlilik mevcut olacaktır.
- Ekonomide mevcut olan tüm vergiler, gelir dağılımını etkilemeyen vergiler olacaktır.
- (Barro'nun katkısı) Başlangıç düzeyi borç stoku sıfırdır.
- (Barro'nun katkısı) Para stoku ve fiyat düzeyi sabittir.

Ancak varsayımlar açısından ele alındığında Ricardo Eşdeğerlik Teorisi'nde sapmalara neden olan bazı unsurlar vardır. Bunlar;

- Gelecekte elde edilebilecek gelirler ve konulması olası vergiler konusunda belirsizlik vardır.
- Ekonomide gelir dağılımını bozan vergiler vardır.
- Özel sektör ile kamu sektörü birbirinden farklı planlama ufkuna ve metoduna sahiptirler.
- Borçlanmanın sınırları vardır.
- Tahvillerin bir kısma yabancıların elindedir.
- Çocuksuz aileler, borç faiz ödemelerini harcarlar.
- Ekonominin büyüme oranı, borcun reel faizinden büyükse, gelecekte borçları ödemek için daha az vergi gelirine ihtiyaç olacaktır."

<sup>7</sup> Bağcı, H. (2001). Kamu borçları yönetimi ve Türkiye için bir değerlendirme. Ankara: SPK, 15, 16-17.

ekonomide yaratacağı etkileri analiz eden Blinder-Solow ve Tobin-Butter modellerine göre iç borçlanmanın etkileri şöyledir<sup>8</sup>:

- Blinder-Solow Modeli: Kamu harcamalarının finansman biçiminin etkilerinin ekonomik yapıya bağlı olarak değiştiği varsayımı altında ilgili etkileri analiz eden modelde, biri kararlı olmak üzere üç denge durumu vardır ki eğer iç borçlanma ile finanse edilen kamu harcamalarının genişletici etkisi parayla finanse edilenden daha büyük ise, kararlı denge söz konusudur ve ilgili model istikrarlıdır. Bu da devlet tahvillerinin servet etkisinin genişletici nitelikte olduğu sonucunu doğurur.
- Tobin-Butter Modeli: Blinder-Solow modelinin sahip olduğu eksiklikleri gideren ve uzun dönemli bir analiz yapan modelde; tam istihdam varsayımı altında iç borçlanma ya da parayla finanse edilen kamu harcamalarının ekonomi üzerinde yaratacağı etki aynıdır.

Monetarist bakış açısı çerçevesinde kamu harcamalarının finansman şekline göre ekonomide meydana gelecek etkiler farklı olmaktadır. Eğer yüksek kamu harcamaları yüksek vergiler aracılığıyla finanse edilirse, vergi mükelleflerinin harcamak için daha az paraları kalacağından yaratılan uyarıcı etki ile ekonomi basitçe denkleştirilir<sup>9</sup>. Eğer kamu harcamaları borçlanma aracılığıyla finanse edilirse, özel sektörü yüksek kazançlı yapan yatırım fonları kamu sektörüne yönlendirilerek ekonomideki kazanç denkleştirilir<sup>10</sup>.

Friedman'ın borçlanmanın uzun vadede enflasyona yol açacağını dolayısıyla faizlerin de yükseleceğini belirttiğine önceki bölümlerde değinilmiştir. Bu çerçevede Friedman, para ve kredinin farklı olduklarını iddia ederek paranın fiyatının mal ve hizmetler açısından ne satın aldığı -fiyat seviyesi-, kredinin fiyatının ise faiz oranları -borçlanmanın maliyeti- olduğunu ifade eder<sup>11</sup>. Dolayısıyla borçlanmaya

<sup>8</sup> Özbilen, Ş. (1996-1997). Kamu kesimi iç borçlanmasının servet etkisi teorisi açısından değerlendirilmesi ve ekonomik ve mali etkileri. *Maliye Araştırma Merkezi Konferansları Dergisi*, Sayı 37, 148-151.

<sup>9</sup> Butler, E. (2011). *Milton Friedman: A concise guide to the ideas and influence of the free-market economist*. (First Edition). Great Briteain, Hampshire, Harrimon House, 39.

<sup>10</sup> Butler, 2011, 39.

<sup>11</sup> Butler, 2011, 65.

başvurulması ekonomide genişletici etki yaratarak uzun vadede enflasyona yol açacaktır ki ekonomide istikrarsız bir denge meydana gelecektir.

Artan kamu harcamaları nedeniyle bütçe açıklarının finansmanında iç borçlanmanın yanı sıra başvuru bir diğer yöntem de merkez bankası kaynaklarıdır. İç borçlanma ya da merkez bankası kaynaklarına başvurulmasının etkilerinin karşılıklı olarak tartışılması sonucunda *Hoş Olmayan Monetarist Aritmetik* olgusu gündeme gelmiştir. Thomas Sargent ve Neil Wallace gibi iktisatçılar tarafından açıklanan bu olguya göre; açık finansmanı için hem borçlanma hem de merkez bankası kaynakları ekonomide enflasyonist etkiler yaratacaktır ancak bütçe açıklarının borçlanma yerine emisyon ile finansmanı daha az enflasyonist etki yaratmaktadır<sup>12</sup>. Bu yüzden de literatürde, ilgili olgu *Hoş Olmayan Monetarist Aritmetik* olarak geçmektedir.

Sargent – Wallace'ın analizine göre; bir dışsal birincil açık enflasyona neden olacaktır çünkü, merkez bankası, eninde sonunda açık için emisyonla zorlanacaktır<sup>13</sup>. Bir diğer ifadeyle; bütçe açığı için öncelikle iç borçlanmaya başvurulması iç borçlanmanın ileri safhalarında faizleri yükselteceğinden daha yüksek maliyetle iç borçlanma yapılmasına yol açarak ekonomide enflasyonist etkiler meydana getirecektir. İç borçlanmanın sınırına yaklaşıldığında ise, merkez bankası devreye girerek para basmak suretiyle para arzını artırarak ve faizleri aşağıya çekmeye çalışacaktır ancak artan para arzına karşılık para talebi de artacağından enflasyona neden olacaktır. Hoş Olmayan Monetarist Aritmetik olgusuna göre; eğer, başlangıçta, bütçe açıkları için doğrudan merkez bankası kaynaklarına başvurulur ise, ekonomide yaratılacak enflasyonist etkiler sınırlı düzeyde kalacaktır<sup>14</sup>.

<sup>12</sup> Parasız, İ. (1994). Yüksek faiz oranları, tam dışlama etkisi ve depresyon, hiperenflasyon açmazı. *İşveren (TISK)*, 32(9), 13.

<sup>13</sup> Woodford, M. (1996). Control of the public debt: A requirement for price stability?. *NBER Working Paper*, 5684, 19.

<sup>14</sup> Detaylı bilgi için bkz. Sargent, T. J. and Wallace, N. (1981). Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5(3).

Fiyat Düzeyinin Mali Teorisi olarak bilinen FTPL (The Fiscal Theory of The Price Level), Michael Woodford tarafından geliştirilen bir yaklaşımdır<sup>15</sup>. Bu noktada FTPL; Ricardocu görüş ile Ricardocu olmayan görüş arasında kalan, kamu açıklarının para basma suretiyle ya da borçlanmayla finansmanının etkileri karşılaştırıldığında borçlanmanın ekonomide enflasyonist baskılar yaratacağını ortaya koyan<sup>16</sup> Monetarist görüşün de antitezini oluşturan bir yaklaşımdır<sup>17</sup>. Bu çerçevede Monetarist bakış açısına göre; ekonomideki istikrarsızlıkların kaynağı olarak gösterilen para miktarından bağımsız olarak oluşturulan parasal genişlemelerin ekonomide enflasyonist etkiler yaratarak istikrarsız bir konjonktür oluşturacağı görüşü, FTPL ile yerini parasal genişlemelerin değil de kamunun yapacağı iç borçlanmaların enflasyonist baskılara yol açacağı görüşüne bırakmıştır.

Ricardocu görüşte para politikası etkin olup fiyatlar genel düzeyi para otoritesince belirlenmekte iken Ricardocu olmayan görüşte maliye politikası etkindir ve fiyatlar genel düzeyi de maliye politikası uygulamalarına göre belirlenmektedir<sup>18</sup>. Bütçe açığı ya da kamu açığı nedeniyle devlet borçlarında meydana gelecek artışların ekonomi üzerindeki etkileri Ricardocu ve Ricardocu olmayan görüşe göre şöyledir<sup>19</sup>:

- Ricardocu görüşte, Ricardocu Denklik Hipotezinin varsayımlarından olan dönemler arası bütçe kısıtı kullanılarak birincil fazla, artan borçlanmaları karşılayabilmek için yeniden uyarlanmaktadır. Cari dönemde artan borçlanmalar vergilerde indirimle gidilerek finanse edildiğinde hanehalkları gelecek dönemlerde vergi artışları bekleyecektir. Dolayısıyla vergi indirimleri hanehalkının gelirlerinde servet etkisi yaratmayarak tüketime

<sup>15</sup> İnternet: Parasız, İ. (2005). Fiyat düzeyinin mali teorisi (FTPL) ve Merkez Bankası'nın parasız para politikası. Web: [www.activeline.com](http://www.activeline.com) adresinden 30 Nisan 2005'te alınmıştır.

<sup>16</sup> İnternet: Buiter, W.H. (2001). The fiscal theory of the price level a critique. *NBER Working Papers*, 3-5. Web: <http://www.nber.org/wbuiiter/index.htm> adresinden 1 Eylül 2001'de alınmıştır.

<sup>17</sup> Uygur, E. (2001). Enflasyon, para ve mali baskı: İktisat politikasında geri kalmışlık. *İşletme ve Finans*, 16(189), 11.

<sup>18</sup> Saçkan, O. (2006). *Genel fiyat düzeyinin belirlenmesinde para ve maliye politikası dominant rejimler: Türkiye örneği, 1988-2005*, Yayımlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Emisyon Genel Müdürlüğü, Ankara.

<sup>19</sup> Saçkan, 2006.

yönelmeyecek ve fiyatlar genel düzeyinde herhangi bir değişikliğe yol açmayacaktır.

- Ricardocu olmayan görüşte maliye politikası etkindir. FTPL yaklaşımında ise adından anlaşılacağı üzere para ve maliye politikaları birlikte işlemektedir. Ricardocu Denklik Hipotezi'ndeki dönemler arası bütçe kısıtı varsayımı Ricardocu olmayan görüşte her dönem için sağlanamamakta ancak bir bütçe dengesi olarak gerekli görülmektedir. FTPL yaklaşımına göre cari dönemde artan borçlanmaların vergi indirimleri ile finanse edilmesi vergi indirimlerinden kaynaklı olarak hanehalkının gelirlerinde servet etkisi yaratacaktır ve hanehalkı gelecekte vergi artışları olabileceği yönünde bir tutumda bulunmayarak tüketimlerini artıracaklardır. Dolayısıyla fiyatlar genel seviyesi artacaktır. Bu da maliye ve para politikalarının birbirine uygun hareket etmesi ile yeni denge noktasına ulaşacaktır.

Ticari bankalardan iç borçlanma yapılması halinde konjonktürel olarak iki türlü etki söz konusudur<sup>20</sup>: “Ekonominin konjonktürel açıdan durgunluk döneminde ve ticari banka kredilerine de talebin düşük olduğu bir ortamda, kamu iç borçlanması atıl fonları ekonomiye kanalize etmede ve durgunlukla mücadelede olumlu işlev görecektir. Ekonominin genişleme dönemi ve ticari kredilere yönelik talebin yüksek olduğu bir ortamda ise, kamu iç borçlanması ekonomideki fazla fonları çekerek enflasyonla mücadeleye de olumlu katkı sağlayacaktır. Ancak ekonominin olağan trendinde olduğu bir ortamda, kamu iç borçlanmasına başvurulması özel sektöre gidecek olan kredilerin daha cazip koşullara sahip olmasından dolayı devlet iç borçlanma araçlarına yönelerek özel sektörün finansal açıdan dışlanmasına dolayısıyla da yatırımlarda da azalışa yol açacaktır”.

Merkez bankaları da iç borçlanma kaynakları arasında yer almaktadır. Devletin paraya ihtiyaç duyması halinde başvuracağı öncelikli kaynak olan merkez bankaları para basma yetkisine sahip olmaları açısından önemli bir işlev görmektedir. Tarihsel olarak incelendiğinde, merkez bankalarına günümüzdekinin

---

<sup>20</sup> Özbilen, Ş. (2012). *Türkiye’de kamu iç borçlanma sistemi ve makroekonomik etkileri*. Ankara: Gazi Kitabevi, 65.

aksine para basma istemiyle çeşitli nedenlerle sık sık başvurulduğu görülmektedir. Ancak iktisadi etkileri bakımından ise, ekonomi üzerinde istenmeyen sonuçlar doğurduğu zamanlar da olmaktadır. Dolayısıyla zaman içerisinde merkez bankalarına para basma istemiyle özellikle de karşılıksız olarak başvurulmasına sınırlamalar getirilmiştir. Merkez bankasından borçlanması doğrudan ve dolaylı borçlanma olmak üzere iki türdür<sup>21</sup>:

- *Doğrudan borçlanma*; hazinenin yıl içerisindeki gelir-gider denkleştirmelerini sağlamak amacıyla Merkez bankasından doğrudan nakit borçlanmasıdır ki, kısa vadeli avans bunun en yaygın örneğidir. Merkez bankası, kısa vadeli avansı emisyon hacmini artırarak kullanmaktadır. Bir diğer ifadeyle; güçlü parasal taban yaratarak kamu açıklarını monetize etmektedir. Merkez bankasının bu tavrı, siyasi otoritenin politik amaçlarına hareket etmesi yönünden tartışma yaratmaktadır.
- *Dolaylı borçlanma*; hazine tarafından borçlanma amacıyla çıkartılan hazine kağıtlarının (DİBS'lerin) açık piyasa işlemleri aracılığıyla merkez bankası tarafından satın alınmasıdır.

Literatürde dalgalı borçlar olarak da bilinen kısa süreli bonoların doğrudan merkez bankasına satılması ile ekonomiye yeni satınalma gücü enjekte edilmekte ve böylece devlet hem merkez bankasını desteklemek imkânına sahip olmakta hem de yeni satınalma gücü ile ekonomiyi kontrol etmektedir<sup>22</sup>. Merkez bankasından yapılan iç borçlanma gerçek değil *nominal borçlanma* olup merkez bankasının diğer bankalar gibi tasarrufları mevduat olarak kabul etme niteliğine sahip olmaması nedeniyle merkez bankası nezdinde tutulan mevduatlar ilgili yasalarda belirtilen yükümlülükler çerçevesinde emaneten tutulduğundan devletin merkez bankasından yapacağı iç borçlanma para basma suretiyle yapılacaktır<sup>23</sup>. Dolayısıyla ekonominin genişleme ya da daralma döneminde olmasına bağlı

---

<sup>21</sup> Parlaktuna, İ. ve Şimşek, S. (2007). Bütçe finansman kaynaklarının belirlenmesi ve ekonomi üzerindeki etkileri: Türkiye uygulaması (1989-2005). *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(2), 47.

<sup>22</sup> İnce, (2001), *Devlet borçları ve Türkiye*. (Altıncı Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi, 83.

<sup>23</sup> Özbilen, 2012, 67.

olarak nominal borçlanmanın yaratacağı etkiler değişecek ve devletin uyguladığı makroekonomik politikalar çerçevesinde şekillenecektir.

#### 1.2.1.1.2. Deflasyonist etkiler

Literatürde, kamu iç borçlanmasının fiyat istikrarı açısından etkileri konusunda iki ayrı görüş söz konusudur. Bunlardan iç borçlanmanın enflasyonist etkilerinin olduğu görüşü yaygın olmakla birlikte deflasyonist etkilere de yol açacağı yönünde görüşler vardır. Thomas Malthus ve E. R. Rolph, devletin iç borçlanmaya başvurması halinde ekonomide enflasyonist etkilerin aksine deflasyonist etkilerin meydana geleceğini savunmaktadırlar. Malthus, doğrudan borçlanmanın etkilerini analiz etmemekle birlikte efektif talebin bir alt unsuru olarak kamu borçlanmasını incelemiştir<sup>24</sup>.

Malthus'un bakış açısı çerçevesinde; kamu iç borçlanması sonrasında toplanan kaynaklar piyasaya efektif talep olarak geri dönüyorsa ya da devlete borç verenler sahip oldukları devlet iç borçlanma araçlarının sağladığı faiz gelirlerinin tamamını piyasadan mal-hizmet satın almada kullanıyorlarsa; ekonomide, efektif talep daralması olamayacaktır, tersi durumda ise, devletin iç borçlanma aracılığıyla topladığı kaynakların bir kısmını ekonomiye enjekte etmiyorsa ya da borç verenler elde ettikleri faiz gelirlerinin bir kısmını harcamayıp tasarruf ediyorlarsa; ekonomide, efektif talep daralması olacaktır<sup>25</sup>. Bu durum; ekonomide, talebin daralmasına bağlı olarak fiyatlar genel seviyesinde de düşmeye yol açarak deflasyonist etkiler meydana getirecektir. Rolph ise, devletin yapacağı iç borçlanmaların özel harcamalar üzerine yansımaları konusunda borçlanmayı incelemektedir<sup>26</sup>.

Rolph'un bakış açısı çerçevesinde; devletin yapacağı iç borçlanmaların artması eski borçların bir diğer ifadeyle; iç borçlanma araçlarının (tahvil, bono, vb.) fiyatını (parasal değerini) düşürerek devlete borç verenlerin elde edecekleri gelirlerini azaltacak, servetlerinde de düşüşe yol açacak ve alım güçlerini aşağıya çekerek

<sup>24</sup> Çelen, M. ve Zülfüoğlu, Ö. (2008). Klasik kamu borçlanma teorisinin oluşumu. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 25(2), 297.

<sup>25</sup> Çelen ve Zülfüoğlu, 2008, 299.

<sup>26</sup> İnce, 2001, 349.

tüketimlerini kısımlarına neden olacaktır<sup>27</sup>. Bu da ekonomideki mal-hizmetlere yönelik talebin arz miktarından daha az olması ile ekonomide deflasyonist etkiler meydana getirecektir.

İç borçlanmaların ekonomide deflasyonist etkiler meydana getireceği görüşlerine göre; devlet, ilk aşamada, ekonomideki tasarrufları çeker; iç borçlanmanın cazip koşullar sunması ve/veya iç borçlanmanın daha fazla miktarlarda yapılması hanehalklarının tasarruflarını artırmak için başta tüketim olmak üzere harcamalarını kısmasına yol açar; ikinci aşamada, hem ekonomideki harcama düzeyi düşer bir diğer ifadeyle mal-hizmetlere yönelik talep düşer hem de tasarruflar, iç borçlanma araçları ile devlet eline geçtiğinden ilgili kaynakların da ekonomiye yeniden döndürülmemesi sonucunda ekonomideki likidite düzeyi düşer; üçüncü aşamada ise, tüm bunların bir yansıması olarak ekonomide deflasyonist etkiler gerçekleşir.

#### **1.2.1.2. Yatırımlar açısından etkiler: Dışlama etkisi**

Kamu iç borçlanmasının yatırımlar açısından etkileri, iç borçlanmanın kaynağına ve yatırımların türüne göre değişmektedir. Bireylerden borçlanılması halinde öncelikle bireylerin yatırımlar için gerekli olan gelirleri azalacak daha sonra faiz gelirlerinden dolayı artacaktır. Ancak bireylerin yatırım yapma konusundaki kararları, bireylerden iç borçlanmaya başvurulmasının yatırımlar üzerindeki etkilerini farklılaştırabilmektedir.

Şirketlerden iç borçlanmaya başvurulması bireylerden yapılan iç borçlanmaya benzer nitelikler taşımaktadır. Şirketlerin de tıpkı bireyler gibi kendi öz gelirleri vardır. Şirketler, sahip oldukları bu gelirlerini kâr güdüsü ile çeşitli yatırımlarda değerlendirmektedir.

Yatırımın dolaysız ya da dolaylı olması şirketin kuruluş niteliğine, piyasadaki konumuna, çalışma alanlarına, şirket önceliklerine, ihtiyaçlarına, finansman pozisyonuna, vb. çeşitli kriterlere göre değişmektedir. Eğer yatırımın getirisi, devlet iç borçlanma araçlarının sağlayacağı getirilerden düşük ise, şirket, devlet iç

---

<sup>27</sup> İnce, 2001, 349-350.

borçlanma araçlarına yönelmeyi tercih edecektir ve eğer devlet iç borçlanma araçlarının sağlayacağı getiriler, şirket tarafından dolaylı yatırımın yapılması aşamasında diğer finansal araçların sağlayacağı getirilerden daha yüksek ise, şirketin devlet iç borçlanma araçlarına yönelmesi kaçınılmaz olacaktır<sup>28</sup>.

Ticari bankalardan iç borçlanmaya başvurulmasının yatırımlar üzerindeki etkisi, portföylerinde tutacakları devlet iç borçlanma araçlarının payına ve özel sektöre açtıkları kredi miktarına göre değişmektedir. Eğer ticari bankalar portföylerinde ağırlıklı devlet iç borçlanma araçlarına yer verirler ise, özel sektörün borçlanma araçlarının portföy içerisindeki payı azalacaktır. Eğer ticari bankalar kredi verme konusunda isteksiz davranır ya da kredi vermeyi riskli bulurlar ise, özel sektör, yatırım yapabilmek için ihtiyaç duyduğu fon teminini ticari bankalardan kredi yoluyla sağlayamayacaktır. Bu da yatırımlar üzerinde olumsuz etkilere yol açacaktır.

Kamu iç borçlanmasının yatırımlar üzerindeki etkisini kamu ve özel yatırımlar ayrımını yaparak incelemek daha doğru olacaktır. Bilindiği üzere kamu yatırımları özellikle de altyapı yatırımları bir ülke ekonomisinin kalkınma ve büyüme safhalarında önemli rol oynamaktadır.

Az gelişmiş ülkeler (AGÜ) ve gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) için kalkınma ön planda iken gelişmiş ülkeler (GÜ) için büyüme ön plandadır. Bir ülkenin kalkınma aşamasını tamamlaması için kamu yatırımlarına ihtiyacı vardır. Ancak kamu yatırımlarının finansmanı sağlandığı ve sürdürülebildiği ölçüde yapılan yatırımlar amaçlarına ulaşabilecektir.

Literatürde; kamu sektörü borç kullanımının amaç ve sınırının belirlenmesinde farklı yaklaşımlar söz konusudur. Bu yaklaşımlar çerçevesinde çeşitli ampirik çalışmalar da yapılmaktadır. Ampirik çalışmaların bulguları ise, farklı yaklaşımlar çerçevesinde değerlendirilmektedir. Bu yaklaşımlardan genellikle borçlanmada *altın kural*, *masseleme kapasitesi*, *aşırı borçlanma hipotezi* ve *Borç*

---

<sup>28</sup> Öztürk, 2011, 38.

*Laffer Eğrisi yaklaşımları*<sup>29</sup> kullanılmaktadır<sup>30</sup>. Bu çerçevede kamu borç stoku veya borç servisinin kamu yatırımları üzerindeki etkilerini araştıran ampirik çalışmaların ulaştığı sonuçların aşırı borçlanma hipotezi ve Borç Laffer Eğrisi perspektifinde yorumlandığı görülmekte ve bu çerçevede; artan kamu borçlanmasının kamu yatırımlarını dışladığı sonucuna varan ampirik çalışmaların yanı sıra aşırı borçlanma sınırında olmayan ekonomilerde ise, kamu yatırımlarının artmasında kamu borçlanmasının finansman kaynağı olarak kullanılmasının olumlu etkide bulunduğu ampirik çalışmalar da vardır<sup>31</sup>. Kamu iç borçlanmasının gerekçeleri açısından bakıldığında; eğer iç borçlanma açık finansmanı için kullanılacaksa açığa neden olan alt kalemde kamu yatırımlarının olması bu alana yönelik herhangi bir kısıtlama olmadığının göstergesi olabilir, eğer alt kalemde cari harcamalar varsa kamu yatırımlarına olan harcamalarda kesinti yapılmasına işaret edebilir.

Kamu iç borçlanmasının özel yatırımlar üzerindeki etkileri incelendiğinde; özel yatırımların kamu yatırımları tarafından dışlandığını ileri süren yaklaşımlar olmakla birlikte kamu yatırımları ile özel yatırımların birbirini tamamladığını ileri süren yaklaşımlar da vardır. Kamu harcamalarının ekonomik büyümeye sağladığı

<sup>29</sup> *Altın kural*: AB ülkelerinde Maastricht Anlaşmasının maddelerinden kamu bütçe açığının GSYH'ye oranının %3'ü aşmaması kuralı ile İstikrar ve Büyüme Anlaşmasının maddelerinden bütçenin *dengeye yakın olma* koşulu çerçevesinde bütçe açığının kamu yatırımları ile sınırlandırılarak borçlanmanın sadece kamu yatırımlarının finansmanında kullanılması gerektiğini ifade etmektedir (Arıkboğa, A. 2011. Maliye politikalarında 1980 sonrasında yaşanan değişim: Mali disiplin ve mali kural uygulamaları. *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2, 15.)

*Massetme kapasitesi*: Borçlanmanın marjinal verimliliği ile marjinal maliyetini karşılaştıran ve borçlanmanın sınırını belirleyen bir ölçüttür (Durkaya, M., Ceylan, S. ve Beken, O. O. 2010. Kamu borçlanması kamu yatırımlarını dışlıyor mu? *Ekonomik Yaklaşım*, 21(74), 42.). Bir diğer ifadeyle; borçlanma ile sağlanan kaynakların borçlanma ihtiyacı için başvuru alan unsur üzerinde iyileştirici etki ile birlikte borçlanılan miktardan daha fazla pozitif fayda sağlıyorsa, alınan borçlar ekonomi içinde absorbe edilebilir.

*Aşırı borçlanma hipotezi*: Artan borç stokunun ileride vergilerin artacağı düşüncesiyle hem yatırımları azaltması hem de ekonomik büyümeyi ve artan vergiler nedeniyle borç stokunun gelecekteki borç ödeme kapasitesini aşarak borçların sürdürülebilirliğini olumsuz yönde etkilemesidir (Durkaya, Ceylan ve Beken, 2010, 42.).

*Borç Laffer Eğrisi*: Borç stoku ile beklenen borç geri ödemesi arasındaki ilişkiyi gösterir ve bu eğriye göre, başlangıçta borç stoku artarken beklenen borç geri ödemesi de artar ancak belirli bir eşik değerden sonra artmaya devam eden borç stokuna karşın beklenen borç geri ödemesi azalmaktadır (Pattillo, C., Poirson, H. and Ricci, L. 2002. External debt and growth. *Finance and development*, 39(2), 33.).

<sup>30</sup> Durkaya, M., Ceylan, S. ve Beken, O. O. (2010). Kamu borçlanması kamu yatırımlarını dışlıyor mu? *Ekonomik Yaklaşım*, 21(74), 42.

<sup>31</sup> Durkaya, Ceylan ve Beken, , 44.

katkılar açısından, kamu yatırımlarının özel yatırımları tamamlayıcı nitelikte olduğu ve böylece özel yatırımları teşvik etmesi (örneğin, GOÜ'ler için) nedeniyle olumlu etkiye sahip olmasının<sup>32</sup> yanı sıra devletin piyasa başarısızlıkları gibi gerekçelerle ekonomiye müdahalede bulunmasının ex-ante çarpıklığının ex-post çarpıklığa göre daha yüksek seviyede olmasından dolayı kamu yatırımlarının daha etkin olabilecek özel girişimciyi ve özel yatırımları dışlaması<sup>33</sup> nedeniyle olumsuz etkiye sahiptir. Kamu yatırımlarının niteliğine göre bu durum değişmektedir. Kamunun altyapıya yaptığı yatırımlarla özel yatırımlar arasında pozitif bir ilişki söz konusu iken kamunun özel nitelikli mal ve hizmet üretimine yaptığı yatırım özel yatırımları azaltmaktadır<sup>34</sup>. Bu kavram, literatürde, işleme etkisi (crowding – in effect) olarak tanımlanmaktadır. İşleme etkisi, kamu sektörünün yaptığı yatırımların (altyapı yatırımlarının) özel sektöre yeni yatırım alanları açmasıdır.

Neo-Klasik İktisat perspektifinden bakıldığında; devletin artan kamu harcamalarının bütçe açıklarına yol açması ile faizlerin yükseleceği dolayısıyla ilgili açıkların iç borçlanma ile finansmanına başvurulması, ulusal tasarruflar ve yatırımlar açısından ödünç verilebilir fon arzını azaltmakta; yükselen faizler de özel sektör yatırımlarını ve sermaye birikimini azaltmakta, milli gelir kapasitesini düşürmektedir<sup>35</sup>. Neo-Klasik İktisadın ileri sürdüğü bu döngü literatürde *dışlama etkisi (crowding out)* olarak bilinmektedir. Dışlama etkisi; ilk olarak artan kamu harcamalarının ekonomideki gelir düzeyini artırması ile ekonomik karar birimlerinin para talebini artırır ve faizlerin yükselmesine neden olur<sup>36</sup>. Devletin bütçe açıkları nedeniyle iç borçlanmaya başvurusu, fon piyasasına arz edilen fonlar açısından kamu sektörünün elindeki kaynakları artırırken faizlerin yükselmesi nedeniyle özel sektör yatırımlarını dışlamaktadır.

<sup>32</sup> Uzay, N. (2002). Kamu büyüklüğü ve ekonomik büyüme üzerindeki etkileri: Türkiye örneği (1970-1999). *Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi*, 19,163.

<sup>33</sup> Uzay, 2002, 164.

<sup>34</sup> Kamu yatırımlarının özel sektör yatırımları üzerindeki crowding out ya da crowding in etkisini analiz eden çalışmalardan biri olan Blejer ve Khan (1984)'a göre; kamu altyapı yatırımları özel sektör yatırımları üzerinde tamamlayıcılık etkisine sahip olabilir iken kamunun özel sektörün kullanabileceği kaynakları kullanarak ya da üretebileceği ürünleri üreterek yapacağı yatırımlar özel sektör yatırımlarını dışlayacaktır (Blejer, M. I. and Kahn, M. S. 1984. Government policy and private investment in developing countries. *IMF Staff Papers*, 31(2), 379-403.).

<sup>35</sup> Tülümce, S. Y. ve Buyrukoğlu, S. (2013). Türkiye'de kamu ve özel yatırımlar arasındaki ilişkinin ampirik analizi: Dışlama etkisi (1980-2010). *Mali Çözüm Dergisi*, 119, 62.

<sup>36</sup> Tuncer, İ. ve Yüksel, C. (2011). Kamu harcamalarının ekonomik analizi. A. Kökocak (Editör), *Kamu ekonomisi*. Bursa: Ekin Yayınevi, 255.

Keynesyen İktisat, Klasik İktisadın aksine devletin konjonktürel döngülerin gerektirdiği uygun maliye politikası çiftlerini bir diğer ifadeyle, iradi maliye politikalarını konjonktür ile uyumlu olacak şekilde kullanması gerektiğine vurgu yapmaktadır: “*Daralma dönemlerinde genişletici maliye politikası; genişleme dönemlerinde ise, daraltıcı maliye politikası uygulanmalıdır*”. Dolayısıyla kriz gibi daralma dönemlerinde devlet, kamu harcamalarını artırarak açık bütçe politikası izlemeli, gerekirse de bütçe açıklarının finansmanı için iç borçlanmaya başvurmalıdır. Devletin kamu harcamaları politikası milli gelir üzerinde etkili olmaktadır ki, artan kamu yatırım harcamaları özel sektör yatırım harcamalarını teşvik ederek ekonomide dışlama etkisi yerine tamamlayıcılık etkisi göstermektedir<sup>37</sup>. Literatürde, Keynes tarafından *çarpan mekanizması* (“*Çarpan kavramı ilk olarak R. F. Kahn tarafından 1931’de açıklanmış, J.M. Keynes tarafından ise, milli gelir bileşenlerinin etkilerini ölçmede bir araç haline getirilmiştir*”<sup>38</sup>) ile anlatılan söz konusu durum gereği; her ne kadar harcamalardaki sızıntılar nedeniyle gelir artışı sınırlı olacak olsa da devletin otonom yatırım harcamalarını artırması, ekonomide milli gelir düzeyini yapılan yatırım harcaması miktarından daha fazla miktarda artırmaktadır<sup>39</sup>. Açık bütçe politikasının ekonomide çarpan mekanizması aracılığıyla yaratacağı olumlu etki nedeniyle Keynesyen İktisat bakış açısı çerçevesinde kamu harcamaları iç borçlanma ile finanse edilebilir.

*Dışlama etkisi*, kamusal borçlanmanın özel sektör faaliyetlerini azaltmasıyla ve iki türde ortaya çıkmaktadır<sup>40</sup>: *Doğrudan (reel) kaynak dışlaması* ve *dolaylı (finansal) dışlama*. Reel dışlama, normalde özel sektör tarafından kullanılması gereken kaynakların nispi açıdan daha etkinsiz – verimsiz olan kamu tarafından kullanılması sonucunda kaynaklardan dışlama iken finansal dışlama ise, kamunun harcamaları için iç borçlanmaya başvurması sonucunda faizlerin yükselmesine yol

<sup>37</sup> Tülümce ve Buyrukoğlu, 2013, 62.

<sup>38</sup> Tuncer ve Yüksel, 2011, 253.

<sup>39</sup> Bayraktar, C. (2012). Keynes ve refah devleti. *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(2), 250.

<sup>40</sup> Durmuş, M. (2008). *Kamu ekonomisi*. Ankara: Gazi Kitabevi, 272.

açarak özel sektörün artan faizler nedeniyle yüksek maliyetle finansal kaynak kullanmasına yol açacağından yatırımlarını azaltılmasıdır<sup>41</sup>.

Literatürde, finansal dışlama dört türde sınıflandırılabilir<sup>42</sup>:

- **Tam Dışlama:** Eğer özel kesim harcamalarındaki azalış, kamu harcamalarındaki artışa eşit ise, çarpan katsayısı uzun dönemde sifıra eşit olacak ve denge milli gelir düzeyinde herhangi bir değişiklik meydana gelmeyecektir ki literatürde, *klâsik durum* adı verilen bu durumda *para politikası tam etkindir*<sup>43</sup>.
- **Kısmi Dışlama:** Eğer özel kesim harcamalarındaki azalış, kamu harcamalarındaki artıştan daha küçük ise, çarpan katsayısı sıfır ile bir arasında değişecek ve denge milli gelir düzeyinde az da olsa bir azalış gerçekleşecektir . Yatırımların faiz esnekliği ne kadar yüksek ve para talebinin faiz esnekliği ne kadar düşükse dışlama etkisi o kadar yüksek olacaktır. Kısmi dışlamada faiz oranları ve faiz oranlarına olan duyarlılık ön plana çıkmaktadır. Literatürde; Hicks – Hansen (IS-LM) modeli, faiz oranları ve çıktı düzeyi arasındaki ilişki yardımıyla maliye politikalarının ekonomi üzerindeki etkilerini incelemeye yardımcı olmaktadır . Hicks-Hansen modelinde örtük varsayım; genişletici maliye politikası uygulaması sonucunda ortaya çıkan bütçe açıklarının kamu iç borçlanma araçları ile finanse edilmesidir . Devletin iç borçlanmaya başvurmasının faiz oranlarını etkileyerek özel sektör harcamalarında dışlama etkisine yol açması, literatürde, finansal dışlama olarak da adlandırılmaktadır. Keynesyen Gelir-Harcama modelinde ise, faiz oranları sabit varsayıldığı için dışlama etkisi söz konusu olmamaktadır. Ancak Hicks'e göre, faiz oranlarında artış meydana geleceği için milli gelirdeki artış sınırlı düzeyde gerçekleşmektedir. Buna Hicksyen crowding out ya da muamele crowding out adı verilmektedir. Bir başka ifadeyle; Hicks'e göre, maliye politikasının yarattığı dışlama etkisi yerine para politikasının yarattığı dışlama etkisi söz

<sup>41</sup> Durmuş, 2008, 272.

<sup>42</sup> Demir, O. (1997). *Ekonomide devlet*. Ankara: SPK, 71, 268-270.

<sup>43</sup> Demir, 1997, 268-270.

konusu olmaktadır. Friedman'a göre, devletin sermaye piyasalarından borçlanmaya başvurması durumunda, kamu iç borçlanma araçları ile rekabet içine giren özel sektör borçlanma araçları faiz oranlarını yükseltecektir ve yüksek faiz oranları özel sektörün fon talebini kısmasına yol açarak finansal açıdan dışlanma etkisini doğuracaktır . Finansal dışlamanın bir türevi olan portfolyo crowding out , kamu ve özel sektör borçlanma araçlarının rekabet içine girmeleri ile yükselttiği faiz oranlarının spekülatif para talebini azaltması ve böylece özel sektör yatırımlarının faize olan duyarlılıkları nedeniyle azalmasıdır .

- **Sıfır Dışlama:** Likidite tuzağındaki faiz oranı asgari seviyeye indiğinde, para talebinin faiz esnekliği sonsuz ise, devlet, faiz oranlarını yükseltmeden genişletici maliye politikası uygulayarak denge milli gelir düzeyini artırır ve özel sektör yatırımlarını da azaltmaz ki literatürde *Keynesyen durum* adı verilen bu durumda *maliye politikası tam etkindir*<sup>44</sup>.
- **Aşırı Dışlama:** Daha çok teorik olarak ifade edilen aşırı dışlamada; özel sektör harcamalarındaki azalış, kamu harcamalarındaki artıştan daha büyüktür . Kuşkusuz böyle bir durumda denge milli gelir düzeyinde azalış meydana gelecektir.

### 1.2.1.3. Tasarruflar açısından etkiler

Devletin iç borçlanmaya başvurmasının bireylerin *tüketim/tasarruf kararları*<sup>45</sup> üzerinde doğrudan bir etkisi bulunmamaktadır ancak bazı unsurlar bu kararların alınmasında rol oynamaktadır. Örneğin; gelecekte daha fazla tüketim yapma olasılığına karşı cari dönemde daha az tüketerek tasarruf yapılması, gelecek

<sup>44</sup> Demir, 1997, 268-270.

<sup>45</sup> Bireylerin tüketim/tasarruf kararlarının belirleyicileri konusunda çeşitli hipotezler geliştirilmiştir: F. Modigliani ve R. Brumberg (1954)'in *yaşam boyu gelir hipotezine* göre; bireylerin yaşam boyu gelir elde edecekleri ve bu gelirleri ile yapacakları tüketim - tasarruf kararlarında rasyonel davranacakları kısıtı altında büyüme oranları, finansal ve sermaye piyasalarına ilişkin göstergeler, nüfusun demografik yapısı ulusal tasarruflar üzerinde temel belirleyicidir (Çolak, Ö. F. ve Öztürkler, H. 2012. Tasarrufun belirleyicileri: küresel tasarruf eğiliminde değişim ve Türkiye'de hanehalkı tasarruf eğiliminin analizi. *Bankacılar Dergisi*, 82, 3.). M. Friedman (1957)'nin *sürekli gelir hipotezine* göre; ekonomik büyüme oranı arttıkça, bireyler, gelecekte daha fazla gelir elde edecekleri düşüncesiyle cari dönem tüketimlerini artırarak tasarruflarını azaltmaktadırlar (Karagöl, E. T. ve Özcan, B. 2014. Sürdürülebilir büyüme için tasarruf. *SETA Analiz*, 92, 17.).

kaygıları, yatırımların marjinal getirisindeki belirsizlikler, tüketici tercihleri, ihtiyaçlar ve beklentiler, yatırım araçlarının cazibesi ve güvenilirliği, yatırım araçlarının getiri-vade uyumu, vb. etkenler tüketim/tasarruf kararları üzerinde etkili olmaktadır<sup>46</sup>.

Bireylerden yapılan iç borçlanmalar, bireylerin kişisel harcanabilir gelirleri üzerinde öncelikle azalışa neden olacaktır. Vade günü geldiğinde ise, devlet iç borçlanma araçlarından elde edilen getiriler bireylerin kişisel harcanabilir gelirlerini artıracaktır. Ayrıca bireylerin tüketim dönemleri cari dönemden daha ileri bir döneme ertelenmiş olacaktır. Tasarruflar ve yatırımlar açısından bakıldığında, bireylerin tasarruflarını değerlendirebileceği alanlara ilişkin karar verilmesinde iç borçlanma politikasının nitelikleri etkili olmaktadır. Eğer devlet cazip koşullarla iç borçlanmaya başvuruyorsa tasarruflar ya doğrudan yatırımlara dönüşemeyecek ya da başta özel sektör borçlanma araçları olmak üzere diğer finansal araçların payı bireylerin yatırım/plasman portföylerinde düşük seviyelerde kalacaktır.

Şirketlerden yapılan iç borçlanmaların ekonomi üzerinde yaratacağı etkiler tıpkı bireylerin tüketim, tasarruf ve yatırım kararlarındaki etkilere benzer niteliktedir. Ancak bireylerden farklı olarak şirketlerin piyasa içindeki ağırlıklandırılmasına bağlı olarak milli ekonomi üzerinde yaratılacak katma değer açısından şirket tasarruflarının devletin eline geçmesi, devlet tarafından tasarrufların nasıl kullanılacağı ile yakından ilişkilidir. Eğer şirket, piyasada katma değer yaratma açısından daha etkin ise, devlet iç borçlanma araçlarına yönelen tasarrufların sağlayacağı çıktı ile şirketin tasarruflarını değerlendirmesinin sağlayacağı çıktı arasında farklılaşma olacaktır. Bir başka ifadeyle; ekonominin üretkenliği açısından bir şirketin tasarruflarını kendi yapacağı yatırımlardan devlet iç borçlanma araçlarına yönlendirmek söz konusu tasarrufların ekonomi üzerinde yaratacağı olumlu etkileri sınırlı düzeyde tutacaktır.

Ticari bankaların fonksiyonları, ekonomideki atıl fonları ve tasarrufları kendi bünyesinde toplayarak çeşitli şekillerde bu fonları değerlendirmektir. Ticari bankaların ilk kuruluş zamanlarındaki işlevleri, dönemsel faktörler baz alındığında sadece mevduat toplamaya yöneliktir. Ancak zaman içerisinde gelişen ve değişen

<sup>46</sup> Ulusoy, A. (2004). *Devlet borçlanması*. (İkinci Baskı). Trabzon: Üçyol Kitabevi, 46.

koşullar bankacılık sektöründe de özellikle günümüzde birçok açıdan yeniliklere yol açmaktadır. Örneğin; bazı finans merkezlerinde türev araçların piyasasının bulunması bunlardan sadece biridir. Ticari bankalar, öncelikli olarak, reel kesimin finansman ihtiyacını uygun vade ve faiz koşullarında sağlamalıdır. Devletin ticari bankalardan borçlanması, ikincil piyasa etkinliğine bağlı olarak, özel kesimin finansman ihtiyacının karşılanmasında kısıtlara neden olabilmektedir. Ancak bankacılık sisteminin örgütlenme biçimi ve holding bankacılığı benzeri yapılanmalar, finansal-reel sektör ilişkilerini daha da karmaşık hale getirebilmektedir.

Merkez bankasından yapılan iç borçlanmalar ticari bankalardan yapılan iç borçlanmalardan farklı olarak nakit para ve mevduat olarak para stokunda doğrudan bir artışa yol açacağından ekonomi üzerinde enflasyonist baskılar yaratabilecektir<sup>47</sup>. Yapılan iç borçlanmanın ticari bankalarda farklı etkiler yaratmasında ise, bankanın devlet iç borçlanma araçlarına yönlendireceği tasarrufların kredilere ayrılan tutarlardan kesintiler yapıp yapılmadığına bağlıdır ve eğer kredi miktarından kesinti yapılmadan devlet iç borçlanma araçları talep ediliyorsa, ekonomi üzerinde genişletici etkiler meydana gelebilecektir<sup>48</sup>.

#### 1.2.1.4. Ödemeler dengesi açısından etkiler

*Ödemeler bilançosu*, ana ülkede yerleşik gerçek kişi, işletme veya kuruluşların yabancı ülkelerle yürüttükleri ekonomik işlemlerin sistematik olarak tutulan kayıtlarıdır<sup>49</sup>.

Ülkenin mal, hizmet ve sermaye akımları gibi işlemler dolayısıyla dış dünyadan sağladığı gelirlerin dışarıya yaptığı ödemelere eşit olup olmadığını ortaya koyan ödemeler bilançosundaki denge ya da dengesizlik, o ülkenin uluslararası ödeme gücündeki iyileşme ya da bozulmaları yansıtır dolayısıyla da

---

<sup>47</sup> Demir, M. ve Sever, E. (2008). Kamu iç borçlanmasının büyüme, faiz ve enflasyon oranı üzerindeki etkileri. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(25), 174.

<sup>48</sup> Demir ve Sever, 2008, 174-175.

<sup>49</sup> Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası finans*. (Dördüncü Baskı). İstanbul: Güzem Can Yayınları, 56.

çoğu kez ülkenin uluslararası alandaki ekonomik ve mali itibarının bir göstergesi olarak yorumlanır<sup>50</sup>.

Cari açıkların belirleyicilerini tespit edebilmek amacıyla yapılan çalışmalar genel olarak iki gruba ayrılmaktadır<sup>51</sup>: Birinci gruba dahil olan çalışmalarda “ikiz açık hipotezi” dikkate alınmış ve artan bütçe açıklarının cari açıkların nedeni olduğu sonucuna ulaşılmış iken ikinci grup içerisinde olan çalışmalarda ise, cari açıkları etkileyebilecek çeşitli makroekonomik göstergelerden yararlanılmıştır.

Cari açık ile bütçe açığı arasındaki ilişki, literatürde, Basit Keynesyen Yaklaşım (Geleneksel Yaklaşım) ve Ricardocu Denklik Hipotezi ile açıklanmaktadır. Diğer taraftan parasalcı yaklaşım da bütçe açığı ile cari açık arasındaki ilişkiyi, para miktarındaki değişikliğe bağlı olarak açıklamaktadırlar. Cari açık ile bütçe açığı arasındaki ilişki olduğunu savunanların *Basit Keynesyen Yaklaşım*<sup>52</sup> çerçevesinde ikiz açık hipotezine göre teoriyi açıklamalarına karşın cari

<sup>50</sup> Seyidoğlu, 2003, 311-312; Cari açıkların belirleyicileri konusundaki yaklaşımlardan Mundell-Fleming modeli, Hicks-Hansen modelinin aksine dışa açık bir ekonomideki maliye politikalarının etkilerini incelemeye çalışır. Mundell-Fleming modeline göre; dışa açık bir ekonomi ve esnek döviz kuru rejimi altında, bütçe açıkları faiz oranlarını yükseltir, yüksek faiz oranları ulusal paraya değer kazandırır, değerli ulusal para ile ithalat artar-ihracat azalır, cari açık artar (Çavdar, Ş. Ç., Karaman, F. 2013. Cari açık ve bütçe açığını etkileyen faktörlerin nedensellik ilişkilerinin diyagram yoluyla gösterimi: Türkiye örneği. *Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi*, 18(1), 407.). Mundell-Fleming modeli ile artan faiz oranlarının özel sektör yatırımları üzerinde hem doğrudan ve kısmi dışlama hem de döviz kuru dışlamasının ortaya çıktığı açıklanmaktadır (Erkam, S. 2010. *Maliye politikalarının etkinliği: Teori ve bir uygulama*. Ankara: T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, No 407, 11.). Mundell-Fleming modeli, dışa açık bir ekonominin ve esnek döviz kuru rejiminin varlığı varsayımı altında maliye politikasının ekonomi üzerindeki etkilerini analiz etmeye çalışmaktadır. Bu çerçevede, kamu harcamalarının ya da kamu açıklarının finansmanı için iç borçlanmaya başvurulması durumunda özel sektör borçlanma araçları ile rekabet içine giren kamu iç borçlanma araçları faiz oranlarını yükseltmektedir. Yükselen faiz oranları nedeniyle ulusal paraya olan talep artar ve ülkeye yabancı para girişi olur. Dolayısıyla döviz kuru ulusal para lehine değerlendirilir. Değerli ulusal para ithalatı artırırken ihracatı azaltır. Faizlerin yüksek olmasından dolayı özel sektör yatırımları finansal açıdan dışlama etkisi ile karşı karşıya kalır. Diğer yandan; döviz kurunun değerlendirilmesi de özel sektörün yabancı kaynak bulma arayışında da dışlama etkisine maruz kalmasına yol açar. Ancak söz konusu etkilerin meydana gelmesi özel sektör yatırımlarının faiz esnekliği ve ülkenin dış ticaret dinamiklerinin üretim sürecindeki konumlarına bağlı olacaktır.

<sup>51</sup> Yılmaz, Ö. ve Akıncı, M. (2012). Türkiye’de Cari Açıkların Belirleyicileri: Bir Zaman Serisi Analizi. *TİSK Akademi*, II, 58.

<sup>52</sup> Bolat, S., Belke, M. ve Aras, O. (2011). Türkiye’de İkiz Açık Hipotezinin Geçerliliği: Sınır Testi Yaklaşımı. *Maliye Dergisi*, 161, 349-350.

açık ile bütçe açığı arasında bir nedensellik ilişkisi olmadığını savunanlar da *Ricardocu Denklik Hipotezi*<sup>53</sup> çerçevesinde hareket ederler ki buna göre;

- Basit Keynesyen Yaklaşım çerçevesinde; eşanlı olarak dışa açık ve esnek döviz kuru rejimine sahip bir ekonomide, bütçe açıklarının artması üzerine borçlanma ile açıkların finansmanı gündeme gelmektedir. Borçlanma ihtiyacının olması yurtiçi faiz oranlarında artışa neden olacak ve borç faiz ödemelerinde artış kişilerin harcanabilir gelirinde yükselişe neden olacaktır. Bu durumda marjinal ithalat eğilimine göre ithalatta ve dolayısıyla cari açığa artışa neden olacaktır. Literatürde, Martin Feldstein'in Feldstein zinciri olarak da bilinen yaklaşıma göre ise, kamunun bütçe açığı vermesi faiz oranlarını yükselterek ülkeye yabancı sermaye girişini artıracak ve esnek döviz kuru rejimi altında ulusal para birimini yabancı para birimi karşısında değerli kılacak dolayısıyla ithalatı artırarak cari açığa yol açacaktır<sup>54</sup>.
- Parasalcı yaklaşıma göre, bütçe açıklarından cari açığa doğru pozitif yönlü bir nedensellik söz konusudur ve ödemeler bilançosunda meydana gelecek olan bir dengesizlik para arzı-para talebi dengesizliğinden meydana gelmektedir<sup>55</sup>. Eğer para talebi sabit iken para arzı artırılsa ekonomideki para miktarı ve harcamalar artacağından ithalat, ihracat karşısında artarak cari açığa neden olacak<sup>56</sup>; merkez bankası da resmi rezervleri kullanarak (azaltarak) parasal tabanı daraltacak ve ithalatı düşürerek ödemeler dengesini sağlayacaktır<sup>57</sup>. Eğer para arzı azaltılırsa ithalat azalır ve cari fazla verilir; merkez bankası da ortaya çıkan rezerv fazlasını eriterek ödemeler dengesini sağlayacaktır<sup>58</sup>. Kurulan para tabanı genişlemesi-ödemeler bilançosu ilişkisinin analiz edildiği modelde

<sup>53</sup> Bolat, Belke ve Aras, 2011, 349-350.

<sup>54</sup> Gök, B. ve Altay, N. O. (2007). Türkiye'de İkiz Açıklar Hipotezi: 1989-2005. *TİSK Akademi Dergisi*, 13(2), 188.

<sup>55</sup> Uğur, A. A. ve Karatay, P. (2009). İkiz açıklar hipotezi: Teorik çerçeve ve hipoteze yönelik yaklaşımlar. *Sosyo Ekonomi*, 1, 118.

<sup>56</sup> Bütçe açığındaki artış, parasal tabanda artışa neden olacak ve enflasyonist etkiler ortaya çıkacaktır. Enflasyondaki artış, ihraç mallarını pahalılaştırıp, ülke içinde üretilen ithal malların ikamesi ürünleri görece olarak pahalılaştıracığından ihracatı azaltıp ithalatı artıracaktır.

<sup>57</sup> Uğur ve Karatay, 2009, 118.

<sup>58</sup> Uğur ve Karatay, 2009, 118.

yaklaşımın eleştirilen yönleri ise; para tabanındaki genişlemenin neden olacağı iç ve dış dengesizlikleri açıklamaya yardımcı olsa da cari dengenin temel belirleyicileri olan reel döviz kuru, dış ticaret hadleri gibi değişkenlerin rolünü açıklamakta yetersiz kalması, sabit döviz kuru rejimi uygulayan açık bir ekonomiye yönelik varsayımları içermesi ve durağan yapıda olmasıdır<sup>59</sup>.

- Ricardocu Denklik Hipotezi çerçevesinde ise, bütçe açıklarının finansmanı cari açığa neden olmayacaktır. Çünkü; bütçe açıklarının vergileme ya da borçlanma ile finanse edileceğini bilen hanehalkı rasyonel davranır. Bir diğer ifadeyle; rasyonel düşünen hanehalkı, bütçe açıklarının nasıl finanse edileceğinden kendilerinin bu duruma karşı nasıl davranacaklarına kadar her konuda bilgi sahibidir. Dolayısıyla finansman şekli ne olursa olsun hanehalkı kendi harcamalarını kısacak ve tasarrufta bulunacaklardır. Harcanabilir gelirdeki artışa rağmen ithalatta artış meydana gelmeyecek ve dolayısıyla cari açığa artış gerçekleşmeyecektir.

İkiz açık hipotezinin sınanmasına ilişkin sonuçlar ülkeden ülkeye farklılaşmaktadır. Bütçesi açık veren bir ülkede, sermaye yapısı kuvvetliyse, ülke kendine büyüme trendi olarak açık bütçe hedeflemesini yapmışsa ve dış ticaret bilançosunda sorun yoksa bütçe açığına bağlı bir cari açık sorunu olmayabilir. Ayrıca bütçe açıkları ülkenin altyapısına ve üretken kapasitelerine yönelik veriliyorsa üretim kapasitesi bütçe açığından daha hızlı büyüyen bir ülke ekonomisinde bütçe açığının negatif etkisi nötrlenebilir. Bu çerçevede çeşitli ampirik çalışmalar da yapılmıştır.

---

<sup>59</sup> Erkılıç, S. (2006). *Türkiye’de Cari Açığın Belirleyicileri*, Yayımlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü, Ankara.

Yapılan ampirik çalışmalarda<sup>60</sup> ve analiz edilen bazı ülke ekonomilerinde ikiz açık hipotezinin varlığı doğrulanmıştır. Bir diğer ifadeyle; bütçe açığına sahip olan ekonomilerde, bütçe açıkları beraberinde cari açığa da neden olmaktadır. Hatta yapılan çalışmaların bazılarında varılan sonuçlar, bütçe açığı ve cari açık arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi olduğu yönündedir. Bu durumda, bütçe açıkları cari açığa neden olabilirken cari açık da bütçe açığının belirleyicisi olabilmektedir.

İkiz açık hipotezi, bütçe açığı ile cari açık arasındaki ilişkiyi gösterirken ülkelere giren yabancı sermaye hareketliliği tasarruf-yatırım dengesini de gündeme getirmiştir. Özellikle ABD’de 1990’lardan sonra yaşanan yabancı sermaye hareketliliğindeki artış, artan bütçe açıkları ve artan cari açıklara artan tasarruf-yatırım açığını da eklemiştir<sup>61</sup>. Üçüz açık hipotezi, bütçe açıkları ve cari açık ile birlikte tasarruf açığı da verilmesini ifade etmektedir. Devletin bütçe açıkları ve cari açığın finansmanı için iç borçlanmaya başvurması durumunda özel tasarruflar kamu sektörüne aktarılmış olacaktır. Özel sektörün yatırım yapabilmesi için gerekli olan tasarruf miktarındaki azalma beraberinde yatırımları da azalttığından özel sektör tasarruf – yatırım açığı verecektir. Diğer taraftan, kamusal tasarrufların düzeyinin düşük olması ve açık finansmanı için kullanılan tasarrufların yatırımlara aktarılamaması ülkenin üretken kapasitesi üzerinde olumsuz etkilere yol açacaktır.

<sup>60</sup> Bütçe açığı ve cari açık arasındaki nedensellik ilişkisinin yönünü test eden ekonometrik analizlerin sonucunda dört tür bulguya rastlanmıştır:

- Birincisi; nedensellik ilişkisinin yönünün bütçe açığından cari açığa doğru olduğunu ortaya koyan çalışmalar: Vamvoukas (1999), Piersanti (2000), Leachman ve Francis (2002) (İnternet: Baharumshah, A. Z., Lau, A. E. and Khalid, M. Testing Twin Deficits Hypothesis: Using VARs and Variance Decomposition. Web: <http://econwpa.wustl.edu:80/eps/if/papers/0504/0504001.pdf> adresinden 22 Aralık 2009’da alınmıştır.).
- İkincisi; nedensellik ilişkisinin yönünün cari açıktan bütçe açığına doğru olduğunu ortaya koyan çalışmalar: Kearney ve Monajemi (1990)/OECD Ülkeleri, Anoruo ve Ramchander (1998)/Filipinler, Hindistan, Endonezya ve Kore, Khalid ve Teo (1999)/Endonezya ve Pakistan, Alkswani (2000)/Suudi Arabistan (Baharumshah, Lau and Khalid, 2009.).
- Üçüncüsü; nedensellik ilişkisinin çift yönlü bir diğer ifadeyle, hem bütçe açığından cari açığa hem de cari açıktan bütçe açığına doğru olduğunu ortaya koyan çalışmalar: Biswas (1992)/1950-1980 dönemi/ABD, Kouassi, Mougoue ve Kymn ile Yamomato ve Toda (1995)/20 GÜ ve GOÜ/Tayland (Kouassi, E., Mougoue, M. and Kymn, K. O. 2004. Causality Tests of the Relationship Between the Twin Deficits. *Empirical Economics*, 29, 505 ve 521.).
- Dördüncüsü; nedensellik ilişkisinin bulunmadığını ortaya koyan çalışmalar: Enders ve Lee (1990) (Kouassi, Mougoue and Kymn, 2004, 505); Miller ve Russek (1989), Kauffman (2002) (Baharumshah, Lau and Khalid, 2009.).

<sup>61</sup> Karaçor, Z., Alptekin, V., Akar, T. ve Akar, G. (2012). İstikrar mı, istikrarsızlık mı? Türkiye de üçüz açık analizi. *Borç Dinamikleri, Finansal İstikrarsızlık ve Büyük Durgunluk Bildiri Kitapçığı* (Borç Dinamikleri, Finansal İstikrarsızlık ve Büyük Durgunluk Konferansı). İzmir: 2.

### 1.2.2. Sosyal etkiler

İç borçlanmaya başvurulmasının ekonomi üzerinde yaratacağı sosyal etkiler, gelir dağılımı ve bütçelerin sosyal kalitesinin bozulması yönünde incelenebilir.

Her şeyden önce iç borçlanma ile tasarrufları belli bir süreliğine el konulan kesime süre bitiminde iç borç anapara ve faiz ödemesi yapılarak bu kesimlere bir kaynak aktarması yapılmaktadır. Ancak kamu gelirleri özellikle de vergilerin salınması açısından bakıldığında ise, bu kesimlere yönelik imtiyazların da olduğu görülmektedir. Dolayısıyla iç borçlanmanın kaynakları arasında yer alan kesimler genellikle belli bir tasarruf miktarına sahip olanlar olduğundan iç borçlanma sonucunda tasarruf miktarları olumlu yönde artış trendinde olur iken tasarrufları olmayan kesimler sosyal açıdan adil olmayan bir vergi yükü ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Ayrıca devletin iç borçlanmaya başvurmamasının bir açık finansmanından kaynaklanması halinde açığın kapatılacağı zamana kadar bazı harcamalarda kesintiye gidilebilir. Böyle durumlarda öncelikle başvuru harcama kesintileri arasında ise, *faiz dışı kamu harcamalarıdır*<sup>62</sup>. Dolayısıyla gelir dağılımı açısından bakıldığında; düşük ve orta gelirli kesimlere yönelik harcamalarda kesintilere gidilmesi sosyal açıdan pek de olumlu olmayan etkilere neden olacaktır. Ayrıca söz konusu açık finansmanı için iç borçlanmaya başvurulması, bütçelerin sosyal nitelikteki harcamalarının bütçe içinde giderek küçülmesine yol açarak faiz ödemelerinin artmasına ve bütçelerin bir faiz ödeme bütçesi haline dönüşmesine yol açmaktadır.

Bir başka sosyal etki de; devlete iç borçlanma araçları karşılığında kredi açmış olan kesimlerin gelecekte daha fazla gelir elde etme beklentisiyle harcamalarını artırmaları sonucunda ekonomide enflasyonist beklentilerin artması<sup>63</sup> böylece düşük ve orta gelirli kesimlerin mevcut gelirlerinde aşınma olması ile ortaya çıkmaktadır. Devlete borç veren kesim açısından söz konusu enflasyonist

<sup>62</sup> Politik olarak cari ve sosyal (transfer) harcamalarda kesinti yapılabilmesi kolaylıkla gerçekleşmez. Genellikle kısıntı yatırım harcamalarına yöneliktir. Bu da kuşkusuz ülkenin üretken kapasitesini düşürmektedir. Ancak, herhalde, cari ve sosyal harcamalara ayrılan kaynakların artmaması, ülke içi bölüşüm sorunlarını beraberinde getirecektir.

<sup>63</sup> Çataloluk, C. (2009). Kamu borçlanması, gerçekleşme biçimi ve makro ekonomik etkileri (Teorik bir yaklaşım, Türkiye örneği). *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, 12(21), 253.

baskının gelirleri üzerinde yaratacağı olumsuz etkiler ise, sınırlı düzeyde kalacaktır.

GOÜ'ler açısından bakıldığında; yapılan iç borçlanmalar ile edilen kaynaklar büyük ölçüde kamu açıkları ve kamu tüketim harcamaları için kullanıldığından hem yapılması gereken yatırım harcamalarının kaynaklarının azalması hem de iç borç servisinin gelecek nesiller üzerinde vergiler yoluyla yaratacağı yük nedeniyle iç borçlanma ekonomik ve sosyal açıdan daha maliyetli hâle gelmektedir<sup>64</sup>. Devletin borçlanma enstrümanlarına talebi artırmak için sağlanan vergi, vb. ayrıcalıklarda bölüşüm ilişkilerinde çarpıklığı daha da derinleştirecektir.

### 1.2.3. Siyasal etkiler

Devletin iç borçlanma politikası iradi bir maliye politikası aracıdır. Dolayısıyla iç borçlanmaya başvurulması siyasetten bağımsız değildir. İç borçlanma politikasının uygulanması incelendiğinde; zorunlu borçlanma yapılması ve konsolidasyona gidilmesi iç borçlanmada siyasal baskıların olabileceğinin bir göstergesidir. Örneğin; sosyal güvenlik kuruluşlarının sahip olduğu fonlarının belli bir miktarının iç borçlanma araçlarında değerlendirilmesi yükümlülüğü, siyaset ile iç borçlanma arasındaki ilişkiyi göstermektedir.

İç borçlanmada başvuru kaynaklarından biri olan kamu kuruluşlarından kasıt, sosyal güvenlik kurumlarıdır. Sosyal güvenlik kurumları da tıpkı şirketler gibi kendi öz gelirleri olan ve fon fazlasına sahip olabilecek kurumlardandır. Ancak uygulamada çoğunlukla sosyal güvenlik kuruluşlarının açık veren kesimler olduğu görülmektedir. Devlet iç borçlanma araçları sosyal güvenlik kuruluşlarınca güvenli bir liman olma niteliğine sahip olduklarından bu kuruluşlar, iç borçlanma kaynakları arasında sayılmaktadır<sup>65</sup>. Ancak sosyal güvenlik kuruluşlarından yapılan iç borçlanmaların, uygulamada, politik amaçların bir aracı olarak kullanıldığı ve borçlanmanın ihtiyari yapısından çıkarak zorunlu borçlanma yapısına büründüğü zamanlar da görülmektedir<sup>66</sup>. Sosyal güvenlik kuruluşlarının sosyal güvenlik

---

<sup>64</sup> Demir, Sever, 2008, 178.

<sup>65</sup> İnce, 2001, 86-87.

<sup>66</sup> İnce, 2001, 86-87.

kapsamında bireylerden yaptıkları kesintiler, örneğin *işsizlik sigortası kesintileri*<sup>67</sup>, bir fon kapsamında toplanmaktadır ve gerektiğinde kullanılmaktadır. Sosyal güvenlik kuruluşlarının fon kapsamında topladıkları fonlar bu kuruluşlarca finansal sistem içinde değerlendirilebilmektedir. Kimi zaman iç borçlanma araçlarına kimi zaman da diğer finansal araçlara yönelen sosyal güvenlik fonları, konjonktürel olarak bütçe açıklarının finansmanında da iç borçlanma araçları aracılığıyla kullanılmıştır. Söz konusu fonların hangi finansal kıymetlerde değerlendirileceğine finansal araçların getiri-vade-risk karması nitelikleri yön vermektedir. Sosyal güvenlik kuruluşlarının fon fazlalarının iç borçlanma araçlarına yönelmelerinde bir zorunluluk olması durumunda ilgili kuruluşların finansman sıkıntısı içine düşmeleri kaçınılmaz olacaktır ve politika içinde asimile olma tehlikesi ile karşı karşıya kalacaktır<sup>68</sup>. Bu fonun zorunlu olarak hazine kağıtlarına yatırılma zorunluluğu, faiz oranlarına bağlı olarak fon gelirlerini artırıcı etki de yaratabilmektedir.

İç borçlanma için merkez bankası kaynaklarına başvurulması da siyasi etkiler açısından önemlidir. Çünkü; merkez bankasının siyasi iktidara sıkı sıkıya bağlı çalıştığı ekonomilerde merkez bankası kaynaklarının kamu harcamalarının finansmanında yoğun olarak kullanıldığı görülmektedir<sup>69</sup>. Dolayısıyla hem merkez bankası bağımsızlığını hem de politik bağımsızlığı zedeleyen bu durum, kamu politikalarının uygulanabilirliği açısından gerekli olan güveni sarsar, kamu politikalarını baskılar, iç ve dış piyasalar açısından finansal sisteme yönelik algıların olumsuz yönde değerlendirilmesine yol açar. Siyasal açıdan iç borçlanmanın desteklenmesi ve bu yönde baskılar oluşturulması, iç borç stokunu

<sup>67</sup> Türkiye'de 25 Ağustos 1999'da kabul edilen 4447 Sayılı İşsizlik Sigortası Kanunu'nun hükümlerini takiben 20 Ağustos 2004'te Bakanlar Kurulu Kararı ile kabul edilen 7753 Sayılı İşsizlik Sigortası Fonu Kaynaklarının Değerlendirilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik ile ilgili kaynakların nasıl değerlendirileceğine yönelik düzenlemeler belirlenmiştir. Söz konusu yönetmeliğin 3, 5, 6 ve 7. maddelerinde 2 Ocak 2014 tarih ve 5764 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı Eki Yönetmeliği ile değişiklik yapılmasına karar verilmiştir. Buna göre; 29 Ocak 2014'te yürürlüğe giren değişiklikler ile yatırım fonları fon kaynaklarının değerlendirilebileceği araçlar arasından çıkartılmış, doğrudan satış yöntemi ile ihraç edilen DİBS'ler de yatırım araçları arasında sayılmıştır.

<sup>68</sup> Türkiye'de iç borçların tarihsel gelişimi incelendiğinde; eski adıyla Sosyal Sigortalar Kurumu (SSK) ile Emekli Sandığı'nın bugünkü adıyla Sosyal Güvenlik Kuruluşları (SGK) yüksek borçluluk seviyesine sahiptirler. Bu kuruluşların yüksek borçlu olmalarında yapısal unsurların yanı sıra siyasi süreçlerin de etkisi olduğu görülmektedir. Zorunlu tahkim kapsamında Türkiye'deki uygulamalar göz önüne alındığında, bu kuruluşların siyasi baskılara maruz kaldığı ve kendi işlevlerinden uzaklaştıkları zaman içerisinde daha net bir şekilde hissedilmiştir (Detaylı bilgi için bkz., İnce, 2001, 372-373.)

<sup>69</sup> Demir, M. ve Sever, E. (2009). Kamu açıkları ve borçlanma ilişkisi: Türkiye, Azerbaycan, Kazakistan ve Kırgızistan üzerine bir uygulama. *Sosyo Ekonomi*, 1, 12.

ve beraberinde kamu borç stokunu artıracığından borçluluk seviyesi eşik değerlere yaklaşacak ve/veya eşik değerleri aşacaktır. Bu da ülke ekonomisinin güvenilirliğini sarsarak finansal açıdan yatırım yapılabilir ülke konumundan uzaklaşmasına yol açacaktır. Dolayısıyla iç borç stokundaki artış, ülkeye giren finansal yatırımlarda azalma meydana getireceğinden ülkenin üretken kapasitesinin olumsuz etkilenmesinin yanı sıra ödemeler dengesi açısından da benzer etkiler meydana getirecektir. Özellikle yüksek finansman ihtiyacının bulunduğu konjonktürde, finans kesimi, siyasal otoritenin politik manevra alanını daraltabilmektedir. Bir başka ifadeyle; diğer iktisat politikaları, borçlanma politikasının vesayetine girmektedir.

### 1.3. Finansal Piyasalar ve Borçlanma

Günümüzde finans piyasalarının gelişmesiyle birlikte daha çok spekülâtif saiki ile fon piyasalarına yönelik eğilim olmaktadır. Ancak girişimciler/yatırımcılar açısından finansman açığı ve/veya borç çevrimi için de finans piyasaları önem arz etmektedir. Tıpkı girişimcilerin/yatırımcıların projelerini gerçekleştirebilmek ve sürdürülebilmek için finansmana ihtiyaçları olduğu gibi devletlerin de yüklendikleri misyon gereği yerine getirmeleri gereken plan ve projeleri vardır. Devletlerin en temel hedefi ise, topluma kamu hizmeti sunabilmek adına kamu harcamalarını gerçekleştirebilmektir. Ancak kimi zaman devletin vergi, vb. olağan gelirleri bu harcamaları karşılamaya yetmez. Dolayısıyla devlet de özel sektör ya da girişimciler/yatırımcılar gibi ek finansman kaynaklarına ihtiyaç duyar. Devletin finansman arayışı için başvuracağı yöntem borçlanma politikası olacaktır. Ulusal piyasalardan iç borçlanma yapılmasının yanı sıra artık uluslararası piyasalardan da rahatlıkla dış borç alınabilmektedir. Finansal piyasaların temel özelliği; menkul kıymet ihracı ile fon arz eden ve arz edilen fonları talep eden ekonomik karar birimlerini bir araya getirerek karşılaştırmasıdır<sup>70</sup>.

Finansal piyasalardaki işlemler bilgi teknolojilerindeki ilerlemeler ile birlikte çok hızlı bir şekilde işlemekte ve bir o kadar da karmaşık bir süreç haline gelebilmektedirler. Hatta bu piyasalar bir saniyeden daha kısa sürede bile anlık değişimlere açıktırlar. Söz konusu değişimleri ekonomik karar birimlerinin tek

---

<sup>70</sup> Yalçiner, K. (2008). *Uluslararası finansman*. Ankara: Gazi Kitabevi, 2.

başlarına takip edebilmeleri ve yönetebilmeleri ise, oldukça zordur. Bu yüzden ekonomik karar birimlerine işlerinin yürütülmesinde hem danışmanlık yapacak hem de aracılık görevini üstlenecek kurumlara ihtiyaç vardır. Mali araçlar olarak nitelendirilen bu kurumların aracılık görevi, mevduatlarını kabul ettikleri tasarruf sahipleri ile borç verdikleri yatırımcıları bir araya getirmeleridir<sup>71</sup>. Son yıllarda mali araçların başında yer alan bankaların dışında sigorta şirketleri, finans şirketleri, emeklilik fonları, yatırım fonları ve yatırım bankaları gibi finans kuruluşları da faaliyet göstermektedir<sup>72</sup>. Bazı ülkelerde para piyasası; bazı ülkelerde ise, sermaye piyasalarının ağırlıklı olduğu finansal sistem bulunmaktadır. Aslında bankacılık kesimi ve diğer finansal yapıların sistem içindeki ağırlıkları ekonomilerin niteliklerine göre değişebilmektedir. Ayrıca beklentiler de sistemi yönlendirmektedir.

### 1.3.1. Küreselleşme olgusu ve borçlanma

Keynesyen İktisat ideolojisinin sorgulanmaya başlaması ile 1970'lerde gelişme gösteren farklı ekollerin de aracılığıyla 1980'lerde liberal politikaların uygulanması gerektiğine kanaat getirilerek başta devlete ve kurumlarına yönelik değişimler beraberinde politika kararlarına ve piyasaların işleyişine sirayet etmiştir. 1990'larda da küreselleşme olgusu hızla yayılım göstermeye başlamış ve iktisadi konjonktürde bir dönüşüm yaşanmaya başlamıştır. Günümüzde ise, küreselleşme olgusu ve liberalizasyon uygulamaları birçok alanda kendini göstermektedir. 1980'lerde ulus devletlerin giderek uluslararası alanlara doğru kayması ve kurumları ile birlikte korumacı politikaların yerine dışa açık piyasa modelini benimsemeleri öncelikle üretim süreçlerinin sadece siyasi sınırlar ile sınırlı kalmayıp mobil hale gelmesine yol açmıştır. Küreselleşme olgusu açısından esas olarak yeni olanın ise, mali küreselleşme olgusu olduğu yönünde görüşler vardır<sup>73</sup>. GÜ ve GOÜ'lerin döviz ve sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaları kaldırmak üzere almış oldukları hükümet kararları kanalıyla ulusal piyasaların dış mali piyasalar ile bütünleşmesi olarak tanımlanan mali küreselleşme olgusu, özel

<sup>71</sup> Lipsey, R. G., Steiner, P. O., Purvis, D. D. and Courant, P. N. *İktisat – 2*. (Çev. A. Çakmak). (Dokuzuncu. Baskı). Bilim Teknik Yayınevi. (Eserin orijinali 1990'da yayımlandı), 197.

<sup>72</sup> Mishkin, F. S. (2013). *The economics of money, banking, and financial markets*. (Tenth Edition). England: Pearson, 48.

<sup>73</sup> Seyidoğlu, H. (2003). Uluslararası mali krizler, IMF politikaları, az gelişmiş ülkeler, Türkiye ve dönüşüm ekonomileri. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4(2), 142.

fonların yüksek getiri vadeden ülkelere kayarak doğrudan yabancı yatırım şeklinde görülen hareketlerine menkul kıymet piyasalarına da yönelik liberalizasyon sürecinin başlatılmasından dolayı sıcak para akışlarını da beraberinde getirmiştir<sup>74</sup>.

Küreselleşme olgusu, neo-liberal politikalara eşlik eden daha doğrusu küreselleşme adı altında minimal devlet, serbest piyasa ekonomisi ve uluslararası finans koşullarının maskelenmesinde kullanılan bir araçtır. Bu çerçevede küreselleşme, yüksek getiri imkânı sağlayan menkul kıymet araçlarının piyasasının oluşmasına aracılık etmektedir. Tasarruf sahipleri ve yatırımcılar açısından neo-liberal politikalar finansal sermaye üzerinde liberalleşme eğilimlerini destekleyen iktisadi ideolojinin ürünüdür. Sermaye birikimi açısından önemli olan risksiz alanlarda cazip koşullarda kâr maksimizasyonu hedefi ile çalışmaktır. Kâr maksimizasyonu gerçekleşmese dahi maliyetlerin üzerinde artı değer elde edebilmek sermaye sahiplerinin arzu edilebilir tercihidir. Küreselleşme, neo-liberalizm ve sermaye ve/veya servet unsurlarının yakın ilişkisi iktisadi alanda yaşanan dönüşümün bir eseridir. Dolayısıyla borçlanma politikası ve finansal kesim ile de ilişkili olan bu dönüşüm, geçmiş politikalara yönelik terk edilmiş sonuçlanmaktadır. Giderek finansallaşan ekonomiler sabit sermaye yatırımlarından uzaklaşmakta ve kısa-risksiz rant alanlarına kısacası bono, tahvil, vb. menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasalara yönelmektedirler. Bu da uzun vadede ulusal ekonomilerde doğrudan yatırım açığına ve ülkenin kalkınma-büyüme sürecinde gerilemeye yol açacaktır. Küreselleşme ve neo-liberal politikaların etkisi ile bankacılık kesimi de sadece uluslararası piyasalarda faaliyet göstermemiş aynı zamanda başka ülkelerde şube açma yoluna da giderek işlemlerini yönetmeye başlamıştır. Böylelikle ulusal piyasalardaki bankaların yabancı ülke piyasalarında bankacılık faaliyetlerine başladıkları gibi yabancı bankalar da ulusal piyasalara girmeye başlamıştır. Sonuç olarak; ulusal piyasalara yabancı bankaların girmesi, liberalleşme politikalarının bir örneği olarak karşımıza çıkmaktadır. Yabancı bankaların piyasalarda yaratacağı etkiler konusunda ise farklı bakış açıları bulunmaktadır.

---

<sup>74</sup> Seyidoğlu, 2003, 142-143.

Yabancı bankaların ulusal piyasalardaki etkileri açısından olumlu görüşlerin yanı sıra olumsuz olanları da vardır. Söz konusu bankaların piyasaya girişi ile birlikte eğer kriz ortamı varsa yeni likidite olanakları piyasaya enjekte edilirse istikrar artırıcı etki gözlenecek iken aksi durumda istikrarı azaltıcı etki gözlenecektir<sup>75</sup>. Piyasalara her yeni giren aktör rekabeti artırıcı etki göstererek maliyetleri aşağı çekme yönünde baskılar oluşturacak ve piyasada kalmak isteyen diğer aktörler de verimliliklerini artırma eğiliminde olacaklardır<sup>76</sup>. Bankaların kredi açma tutumlarında ise, yabancı bankalar çoğunlukla kârlılık düzeyleri yüksek ve özsermayesi sağlam kuruluşlar ile çalışmayı tercih edeceklerinden<sup>77</sup> orta ve küçük ölçekteki kuruluşlar ya da küçük yatırımcılar piyasanın dışında kalma riski ile karşılaşacaklardır.

Devletin iç borçlanma politikası ve bankacılık kesimi üzerindeki küreselleşme ile neo-liberal politikaların etkisi ise, kendini şöyle göstermektedir:

- Bankacılık kesimi, risksiz ve yüksek getirili olan devlet iç borçlanma araçlarına portföylerinde yer verirken söz konusu araçları finanse etmek için uluslararası piyasalardan düşük maliyetler ile borçlanmaktadırlar. Dolayısıyla devlet iç borçlanma araçlarından elde edecekleri getiriler, uluslararası piyasalardan yapmış oldukları borcun maliyetini fazlasıyla karşılayarak bankanın kazançlı çıkmasını sağlayacaktır. Diğer taraftan, bankanın piyasaya kredi olarak sunabileceği limitleri aşağıya çekilirken özel sektörün kredi ihtiyacı ve piyasaların likit kalabilmesi göz ardı edilmektedir. Özel sektör açısından dışlama etkisi olarak nitelendirilen bu durum piyasalarda faiz oranlarının yükselmesi gibi özel sektör tarafından çok da talep edilmeyen bir sonucu doğurmaktadır. Bu da beraberinde enflasyonu körükleyerek hanehalkının alım gücünü aşındırmaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken nokta ise, maliye politikası araçları arasında uygulamada çatışmaların doğabilmesidir.

<sup>75</sup> Ayaydın, H. ve Berberoğlu, M. (2010). Bankacılık sektörüne yabancı girişinin Türkiye açısından değerlendirilmesi. *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi*, 1, 65-67.

<sup>76</sup> Ayaydın ve Berberoğlu, 2010, 75.

<sup>77</sup> Ayaydın ve Berberoğlu, 2010, 75-76.

- Devlet iç borçlanma araçları nitelikleri açısından diğer borçlanma araçları ile kıyaslandığında her zaman daha cazip olmaktadır. Devlete borç vereceklere olumlu katkı sağlayan bu durum iç borçlanma politikasında iç borçlanma kaynaklarına talep yönünden olumlu etki sağlayacak iken özel sektöre yönelik yapılacak fon transferinde ise, olumsuz etki yaparak oluşan fon fazlalığından özel sektör sınırlı düzeyde yararlanacaktır. Ancak küreselleşme ve finansal piyasalara yönelik liberalleşme eğilimleri uluslararası piyasalar ile ulusal piyasaların entegrasyonunu kolaylaştırmaktadır. Dolayısıyla hem yatırımcılar hem de fon talep edenler açısından birçok finansal araca ulaşabilmek mümkün olmaktadır. Bu da finansal piyasalarda rekabet ortamını artırdığından tasarruf fazlasına sahip olanların kaynaklarını değerlendirebileceği alanların sınırını genişletmektedir.

### 1.3.2. Sermaye piyasaları ve borçlanma

Sermaye piyasaları, orta ve uzun vadeli fonların toplandığı bir diğer ifadeyle, bir yıl ve bir yıldan fazla vadeli fonların toplandığı ve ilgili finansal işlemlerin gerçekleştiği piyasalardır. Özel sektörün finansman ihtiyacı olduğunda sıklıkla başvurduğu piyasalar olan sermaye piyasaları, özel sektörün hem finansman açığını kapatmada hem de üretim faaliyetleri ve yatırım projelerini gerçekleştirmede ihtiyaç duydukları finansal kaynağa ulaşımına aracılık eden piyasalardır. Kamu sektörünün özel sektör gibi finansman ihtiyacı olduğunda sermaye piyasalarından kaynak bulma arayışına yönelmeleri arz edilen fon miktarı sabit iken kamu ve özel sektör arasında fon temin etme açısından bir rekabet ortamına yol açacaktır. Kamu iç borçlanma araçları genellikle özel sektör borçlanma araçlarına göre daha cazip ve güvenilirdir. Dolayısıyla kamu ve özel sektör rekabetinde kamu, fon bulmada daha avantajlıdır. Bu da özel sektörün ihtiyaç duyduğu fonlarda miktarsal açıdan azalmaya neden olacağından özel sektör miktarsal açıdan fon piyasasından dışlanmış olacaktır<sup>78</sup>. Özel sektörün yatırım yapma kapasitesi milli geliri artırıcı yönde katkı sağlayan bir unsur olduğundan devletin açık finansmanı için iç borçlanmaya başvurması ülkenin yatırımlarını dolayısıyla ekonomik büyümesini olumsuz etkileyecektir.

<sup>78</sup> Öztürk, 2011, 142.

### 1.3.3. Para piyasaları ve borçlanma

Para piyasaları, kısa vadeli fonların toplandığı bir diğer ifadeyle, bir yıla kadar vadeli fonların toplandığı ve ilgili finansal işlemlerin gerçekleştiği piyasalardır. Para piyasaları kısa süreli borçlanmaya olanak tanıdığından fon arz edenler açısından arz edilen fonların kısa sürede geri dönüşünü taahhüt ettiğinden daha cazip olabilmektedir. Fon talep edenler açısından ise, borç olarak alınan fonların kısa sürede geri ödenememe riski vardır. Böyle bir durumda finansal sistemin derinliğine ve ekonomideki likit pozisyonuna bağlı olarak fonların vadesinde geri dönememe riskinin şiddeti farklılaşacaktır. Ancak söz konusu fonu talep eden devlet olduğunda güvenilir olması nedeniyle bu risk en aza inebilmektedir.

Para piyasasından iç borçlanma yolunu tercih eden kamu sektörünün iç borçlanma araçları özel sektör borçlanma araçlarına göre daha fazla tercih edilebilir olduğundan özel sektörün kısa vadeli fon ihtiyacı karşılanamamakta ya da sınırlı düzeyde fon ile karşılanmaktadır. Özel sektörün acil finansman ihtiyacını karşılamada etkili olabilecek para piyasalarında, kamu iç borçlanma araçlarına yönelen fon arz edicilere bankacılık kesiminin de uygun borçlanma koşulları nedeniyle dahil olması özel sektörün bankacılık kesiminden kredi bulma olanağını sınırlandırmaktadır. Çünkü; bankacılık kesimi de diğer fon arz edenler gibi kısa sürede en az riskle ve kredi maliyetleri düşünülduğünde kamu iç borçlanma araçlarının cazip faiz getirisi ile kârlı konuma geçeceğinden para piyasasında kamu sektörüne borç veren kesimi teşkil etmektedir<sup>79</sup>. Bankaların finansal sistem içindeki varlığı, piyasalara kaydi para yaratarak likidite sağlama aracı olmalarından kaynaklanır. Çünkü; merkez bankaları piyasaları fonlamak ve likit pozisyona getirebilmek için bankaları aracı olarak kullanmaktadırlar. Aslında görüldüğünden daha karmaşık bir yapıya sahip olan finansal piyasaların işleyişi yanlış politikalar nedeniyle krizler yaratabilmektedir. Dolayısıyla bankacılık ve finans sektörüne yönelik alınacak kararların son derece dikkatli bir şekilde tasarlanması ve uygulamaya geçilmesi gerekmektedir. Bankaların finansal sistem içindeki amaçları, gerçekleştirmiş oldukları işlemler üzerinden kâr elde etmektir. Tabii ki niteliğine göre bankaların kâr güdüsü ile çalışıp çalışmadıkları farklılık göstermektedir. Örneğin; belirli bir sektörü teşvik etmek ve desteklemek amacıyla

<sup>79</sup> Çataloluk, 2009, 247.

faaliyette bulunan bankaların öncelikli amacı kâr elde etmek değil destekledikleri sektör için düşük maliyetli kredi imkânı sunabilmektir. Bankaların kâr etmeleri ise, topladıkları kısa vadeli mevduatları uzun vadeli kredi olarak ihtiyacı olanlara borç vermeleri ile gerçekleştirilir<sup>80</sup>. Burada bankaya kârı sağlayan faktör ise, mevduat-kredi fon akışı işlemlerinde volatilité ve olası riskler hesaba katılıp tüm maliyeler düşüldükten sonra bankaya artı gelir olarak kalabilecek tutarı sağlayan uygun bir faiz oranının işletilmesidir.

### 1.3.3.1. Ulusal ve uluslararası piyasalarda bankacılık kesiminin işlevi

Fon-menkul kıymet değişimi işlemlerinin niteliğine göre mali işlemlerin ulusal ya da uluslararası olmaları değişmektedir<sup>81</sup>:

- Yerli fon arz edenlerin yerli fon talep edenler ile karşılaştığı piyasalarda yapılan işlemler: *Ulusal mali işlem*,
- Yerli fon arz edenlerin yabancı fon talep edenler ile karşılaştığı piyasalarda yapılan işlemler: *Uluslararası mali işlem*,
- Yabancı fon arz edenlerin yerli fon talep edenler ile karşılaştığı piyasalarda yapılan işlemler: *Uluslararası mali işlem*,
- Yabancı fon arz edenlerin yabancı fon talep edenler ile karşılaştığı piyasalarda yapılan işlemler: *Uluslararası mali işlem ve kıyı ötesi (off-shore) mali işlem*.

Bankaların ulusal piyasalardaki işlevi; tasarruflarını değerlendirmek isteyen küçük yatırımcılar ile çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren kişi ve kuruluşlara kredi imkânı sunabilmeleridir. Günümüzde bilgi teknolojilerinde yaşanan gelişmeler ve küreselleşmenin de etkisiyle bankacılık sektörü dönüşüme uğramış ve faaliyet alanını genişletmiştir. Tasarruf sahipleri ve kredi ihtiyacı olanlar açısından çok çeşitli olanaklar sunan bankalar, ekonomideki atıl fonlar da dahil olmak üzere likit fonları kendilerine çekebilmek için diğer bankalar ve finans şirketleri ile yarış içine

<sup>80</sup> Mishkin, 2013, 290.

<sup>81</sup> Yalçiner, 2008, 4-5.

girmektedirler. Diğer yandan, banka sisteminin para yaratma etkisi vardır<sup>82</sup>. Şöyle ki, bankaların, sabit gerekli rezerv oranı olduğu, rezerv fazlası olmadığı ile banka sisteminden nakit sızıntısının gerçekleşmediği geçici üç varsayımı altında; bankacılık sistemine giren her yeni mevduat, bankalar arasındaki fon transferi ile ekonomi içinde yeni mevduat parası yaratmaktadır<sup>83</sup>. Ekonominin likit kalabilmesi açısından önemli bir husus olan bankaların para yaratması olgusu, devletin uygulayacağı para ve maliye politikası kararlarına göre şekillenmektedir. Finansal alanda alınacak iyi tasarlanmamış kararların bankacılık krizlerine yol açarak ekonomide mevcut trendin sapmalar göstermesinde etkili olacağı bilinen bir gerçektir. Dolayısıyla günümüzde bankacılık ve finansal piyasalara yönelik yaptırım gücü olan regülatif kurulların işlevlerine ihtiyaç gittikçe artmaktadır. 2008 Küresel Finansal Krizi bu anlamda yaşanan son ve tarihin en büyük yıkıcı etkiye sahip krizidir. Bankacılık sektörüne yaşanan gelişmeler ile birlikte eşlik eden partnerleri ise, geleneksel finansal araçların yanı sıra yeni geliştirilmiş ve türev araçlardır. Finansal sistem açısından en tehlikeli olanlar ise, türev araçlardır.

Bankaların özellikle de ticari bankaların uluslararası bankacılık hizmetleri çerçevesinde piyasalardaki işlevleri<sup>84</sup>;

- Uluslararası ticareti finanse etmek ve borçlara güvence vermek,
- Çeşitli ülkelerdeki firmalara ve hükümet kuruluşlarına kredi sağlamak,
- Döviz işlemlerini yürütmek için farklı yabancı paralar cinsinden fonlar bulundurmak,
- İşlemlerini sabit kurlara bağlamak isteyen şirketlere vadeli teslim sözleşmesi yapma olanağı sunmaktır.

Uluslararası piyasaların gelişiminde birçok unsur etkili olmuştur. Benimsenen para sistemleri, emek-sermaye değişimi, üretim faktörlerinin ekonomi içindeki nispi değerleri, kâr güdüsü, değer-kazanç ilişkisi, sermayenin marjinal verimliliği,

<sup>82</sup> Lipsey, Steiner, Purvis and Courant, 1990, 206.

<sup>83</sup> Lipsey, Steiner, Purvis and Courant, 1990, 206-210.

<sup>84</sup> Seyidoğlu, 2003, 475.

beklentiler, büyüme modelli devlet yapısı, enerji fiyatlarında yaşanan değişimler, vb. çok sayıda unsur ulusal piyasaların sınırının aşılması gerektiğine kanıt olarak gösterilmiştir. Bu alanda pek çok düzenleme yapılması gerekliliği ortaya çıkmış ve uluslararası ticaret ilişkilerini de hesaba katacak şekilde politikalar üretilmeye başlanmıştır. Günümüzde geline nokta ise, küreselleşmenin etkisi ile devletlerin kurumları ve piyasalarının entegrasyon sürecine dahil olmaları sonucunda sınırları aşan/sınırları taşan ekonomik sistemlerin oluşturulmasıdır. Bir ulusal piyasanın uluslararası piyasa konumuna gelebilmesi ise, yapılan finansal işlemin uluslararası niteliğe sahip olanlarının daha net hissedilebilmesi ve piyasayı etkilemeye başlaması ile mümkündür<sup>85</sup>.

Uluslararası bankacılığın gelişim sürecinde bankaların uluslararası hizmetleri, ilk olarak II. Dünya Savaşı'nın ardından ikamet ettikleri ülkeden yurtdışındaki işlemlerini yürütmeleriyle başlamış, yurtdışı bağlantılı çalışan müşterilerini kaybetmemek adına yurtdışında şube açmaları izlemiştir, 1973'te baş gösteren petrol şoklarından kaynaklı olarak petro-dolarların fon fazlasına sahip petrol ihracatçıların fon açığına sahip petrol ithalatçılarına kredi olarak sunulmasıyla sürmüştür ve yurtdışında şube açtıkları ülkenin yerel para biriminden işlem yapmalarıyla son aşamayı tamamlamıştır<sup>86</sup>. Tabii ki, bankacılık ve finansal sisteminin çağın gereklerine ayak uydurabilmesi için yeniliklerin yapılmasına ve mevcut aksaklıkların giderilerek düzenlenmesine ihtiyaç vardır. Sonuçta finansal sistemler bir ekonominin gelişimine katkı sağlayan ve büyüme potansiyeline yardımcı olan mali yapılardır. Üretim süreçlerinin ve yatırım projelerinin aksamaması bulunulacak finansal kaynaklara bağlı olduğundan bankacılık ve finans kesiminin gelişimi önem arz etmektedir.

### **1.3.3.2. Bankacılık sektörü ve iç borçlanma politikası ilişkisi**

İç borçlanmanın nedenleri incelendiğinde temel olarak, açık finansmanın yer aldığı görülmektedir. Ayrıca antikonjonktürel etkiler yaratabilmek için de iç borçlanma politikasına başvurulduğu görülmektedir. Ancak ülkelerin gelişmişlik seviyeleri açısından borçlanma politikaları incelendiğinde özellikle GOÜ'ler ve

---

<sup>85</sup> Yalçınar, 2008, 5.

<sup>86</sup> Seyidoğlu, 2003, 476-478.

AGÜ'ler yapısal sorunlar nedeniyle sık sık iç borçlanma yoluna gitmekte ve bir çıkmazın içine girmektedirler. Zaman içerisinde bu durum kendini çok daha net bir şekilde hissettirerek ülkelerin, borçlu/çok borçlu hatta iflasın eşiğindeki ülkeler deyimiyle anılmalarına neden olmaktadır.

1970'lerde pek çok ülke ekonomisinde durgunluk dönemi ve beraberinde yeni iktisat politikaları arayışı başlamıştır. 1980'lerde neo-liberal politikalar ağırlıkla uygulamaya konmuş ve 1990'larda hem tasarrufların değerlendirilmesi hem de finansal sistemin işleyişi açısından çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Ancak durgunlukla mücadele için başvuru olan açık bütçe uygulaması zaten yüksek olan bütçe açığını daha da yüksek seviyelere çıkarmıştır. Diğer taraftan tasarruf açığı, düşük seviyede yatırım gelirleri ve cari harcamaların gerekliliği (ücret ve maaş ödemeleri, emekli maaşları, yoksulluk ödemeleri, diğer yardımlar, vb. harcamalar) bütçe açıklarının karşılanması için borçlanmaya başvurulmasına yol açarak ülkelerin borç stoklarını artırmıştır. Spekülatif yatırımlar gerek faiz politikaları gerekse enflasyon hedeflemesi rejimlerinin geçici birer çözüm olmaktan öteye gidememesinden dolayı cazip hale gelmiştir. Finansal açıdan kârlı olması, kolay yüksek getiri sağlaması açısından taşıdığı riskleri minimize eden yapısı ile finansal yatırımlara olan talep artmıştır. Bu da başta bankacılık kesimi olmak üzere finansal kuruluşların da yatırımcılara kredi vermek yerine varlıklarını finansal araçlarda değerlendirmelerine yol açmıştır. Hatta yatırımcılar da yapacakları yatırımların maliyetleri, riskleri ve uzun vadede kâr getirme olasılıkları nedeniyle finansal araçlara yatırım yapmayı daha cazip bulmuşlardır. Dolayısıyla finansal balonlar hızla diğer ülke ekonomilerine de yayılmaya başlamış ve bir noktada da patlamıştır.

Japonya'da 1970'lerde spekülatif yatırım balonu bunlardan biridir ve spekülatörlerin borçlarının gerçek değerleri düşürülerek şüpheli alacakları güvenli kredilere dönüştüren bir enflasyon patlaması ile olası bir bankacılık krizi önlenmiştir<sup>87</sup>. Japon ekonomisinde önemli şirketlerin kısa vadeli finansal

---

<sup>87</sup> Krugman, P. (2010). *Bunalım ekonomisinin geri dönüşü ve küresel kriz*. (Çev. N. Domaniç), (Altıncı Basım). İstanbul: Literatür Yayınları No 595. (Eserin orijinali 2008'de yayımlandı), 50.

baskılardan uzak tutulması amacı ile oluşturulan *keiretsu*<sup>88</sup> (büyük bir bankanın etrafında toplanan müttefik şirket grupları), mevcut üyelerinin birbirlerinden büyük miktarlarda hisse senedi alarak aralarına başka şirketleri almadıkları ve olası bir finansal risk halinde ilişkili oldukları bankadan kredi aldıkları bir yapıdır<sup>89</sup>. Ancak alınan kredilerin bankalara geri dönmesinde ciddi sıkıntıların yaşanması halinde bir bankacılık krizini tetikleyemektedir. 2008'de ABD'de başlayan Küresel Finansal Krizi benzer bir finansal balonun, mortgage-konut balonunun bir sonucudur. Tabii krize eşlik eden başka argümanlar da olmuştur. Ancak dikkati çeken nokta, ülkelerin giderek finansal sistemin getirdiği krizler ile mücadele etmesidir. 1980'lerden günümüze farklı ülkelerde çeşitli borç krizleri yaşanmıştır. Bunlardan en önemlileri belki de en şiddetli olanlarından biri, 1994 Meksika Krizi'dir (1980'lerde uygulanan politikalar *Üçüncü Dünya Borç Krizi*<sup>90</sup>'ne zemin hazırlayarak 1994'te Meksika'daki kriz ile krizler tarihindeki yerini almıştır.). Diğer krizlerden bazıları 1997-1998 Güneydoğu Asya Finansal Krizi ve 2001 Arjantin Krizi'dir. 1929 Büyük

<sup>88</sup> Türkiye'de Japonya'daki keiretsu'lara benzer bir yapı *holding bankacılığı ve kredi tayinlaması* şeklinde görülmektedir. *Holding bankacılığı*; bir bankanın doğrudan veya dolaylı olarak bir ya da daha fazla bankaya sahip olması, kontrol etmesi veya bir bankanın sermayesinin çoğunluğunun bir holdingin kontrolünde olmasıdır (Takan, M. 2001. *Bankacılık Teori Uygulama ve Yönetim*. Birinci Baskı. Ankara: Nobel Yayınları, 21.). Öncülerinin Gutteng ve Herring (1984) ile Bond ve Briault (1983)'un olduğu Kredi Tayinlaması Yaklaşımı'na göre finansal krizler, kredi kısıtlamalarının aşırı derecede gevşetildiği bir dönemi takiben aniden artan kredi tayinlaması ile tanımlanmaktadır (Bilgin, C. 2007. *Finansal istikrarsızlık sorunu ve iktisat politikası bağlamında Türkiye*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.).

<sup>89</sup> Krugman, 2010, 48.

<sup>90</sup> Üçüncü Dünya Borç Krizi'nde en çok bankacılık kesiminin krizden etkilenmesi ve mudilerin bu durumdan etkilenmesinden endişelenilmiş, devlet batma noktasına gelmiş bankaları satın almış, uluslararası finansal kuruluşlar stand-by kredilerini yaygınlaştırmış ve borçları yeniden yapılandırmıştır ki bu da krizin olumsuz etkilerini hafifletmiştir (Yalçiner, 2008, 35.). 2008 Küresel Finansal Krizi'nde de pek çok banka batmanın eşiğine gelmiş hatta batmıştır. IMF başta olmak üzere uluslararası kuruluşlar bankacılık kesimine yönelik kamulaştırma politikalarını savunarak özellikle bazı bankaların batmasına izin verilmemesi gerektiğini, kurtarılması gerektiğini salık vermişlerdir. Buradaki en önemli hatta tek gerekçe batma üzere olan bankaların para piyasası içindeki ağırlıkları ve diğer bankalar ile olan işlemleridir. Eğer söz konusu bankaların batmasına izin verilirse bu bankalar ile ilişkili olan diğer bankalar da batma riski ile karşı karşıya kalarak bankacılık sisteminin hatta finansal sistemin çöküşü gerçekleşecektir. Dolayısıyla 2008 krizinde birçok kamulaştırılan bankaların varlığı ve bu uygulamanın IMF gibi yıllardır kamusal müdahalelerin azaltılması gerektiğini vurgulayan bir kuruluş tarafından salık verilmesi krizin GÜ'ler ve finansal piyasaları için büyük bir risk olmasının etkisi vardır. Bankacılık sektöründe büyük bankaların küçük bankaları fonlaması ve olası bir krizin büyük bankalardan küçük bankalara sıçraması beraberinde bankacılık sektörünün çökmesi ile çok sayıda özel sektör kuruluşlarının, şirketlerin ve bireylerin iflasına yol açacak bir risktir. Bu nedenle 2008 krizinde böyle bir felaketin önüne geçmek adına bankacılık sektöründe kamulaştırmalar yapılarak ilgili bankaların sermaye yapıları güçlendirilerek tekrar özelleştirilmeleri kararı alınmıştır. Geline durum itibarıyla ülkelerin ağırlıklı borçlanma yoluna gitmeleri, borçlanmanın finansmanı için tekrar borçlanmayı doğurarak borç sarmalına neden olmaktadır.

Bunalımı'nın ardından etkileri itibariyle yaşanan ikinci büyük kriz de ve ABD'de başlayıp Avrupa'yı da etkisi altına alarak devam eden ve domino etkisiyle diğer ülkelere de sirayet eden Küresel Finansal Krizi'dir<sup>91</sup>.

1980'lerden sonra iktisat politikalarında yaşanan çözümler, 1990'larda Sovyetler Bloğunun dağılması ve neo-liberal politikaların şiddetlenmesi ile birlikte küresel ölçekli finansal hareketler gelişmişlik seviyelerine göre ülke gruplarını farklı borç krizleri içerisine sokmuştur. IMF ve WB gibi organizasyonlar pek çok GOÜ ve AGÜ için daraltıcı para ve maliye politikası uygulamalarını salık vererek kamunun küçültülmesi gerektiğini vurgulamışlardır.

<sup>91</sup> GÜ'ler için yüksek kârlılık, minimum risk ve minimum maliyet faktörleri gerek üretim sektörü gerekse finansal sektörler için oldukça önemlidir. 1929-1970 yılları arasında uygulanan genişleyici para ve maliye politikalarının sürekli tartışılması ve 1970'lere gelindiğinde GÜ'ler için istenilen kâr marjlarını sağlamamış olmaları bu politikalarından vazgeçilmesine yol açmıştır. 1980'lerde arz yönlü politikaların başat politika aracı olarak tercih edilmesi ve Rasyonel Beklentiler iktisat anlayışının bir süreliğine popüler olması daraltıcı para ve maliye politikalarını gündeme getirmiştir. Ancak konjonktürel olarak yüksek bütçe açıkları ve kamu açıkları ile ödemeler dengesi sorunsalı istenilen politikaların uygulanabilirliğini zorlaştırmıştır. Diğer taraftan ulusal mali krizlerin yerini giderek uluslararası krizlere bırakması bir diğer ifadeyle, birçok ülkeyi de kapsayacak şekilde mali krizlerin yaşanması özellikle dışa açık bir ekonomi tarzının benimsenmesi nedeniyle ülkeleri dışsal riskler ile karşı karşıya bırakmıştır. Dışa açık ekonomilerde en önemli faktörlerden olan döviz kuru ve faiz oranları birlikte ele alındığında ülkeler arasında rekabeti hızlandırarak şiddetlendirmiştir. Bu da ülkelerin iç politikalarını uygularken dışsal faktörleri göz ardı ederek hazırlamaları ve uygulamalarını engellemiştir. Ayrıca dış ticaretin bir gereği olarak rekabet unsurunun varlığı hem olumlu hem de olumsuz etkilerle sahiptir. Ancak küreselleşme ve küresel ekonomi olguları nedeniyle söz konusu rekabet finansal piyasalar içinde de geçerli olmuş gerek kamu gerekse özel sektörün finansman ihtiyacı için rekabet içerisine girmelerine ve borçlanma sorununun büyümesine yol açmıştır. Borçlanmanın çeşitli yönlerden etkileri incelendiğinde borçlanma üzerinde de etkili olan unsurlar olduğu görülmektedir: *Döviz kuru, faiz oranları ve gelişmekte olan finansal piyasalar*. Döviz kuru ve faiz oranları için uygulanacak politika önerileri belli iken gelişmekte olan finansal piyasalardaki işlemler için gerekli olan politikalar pek de net değildir. Çünkü; bu piyasalar hem yeni gelişen hem de çeşitli riskleri içinde barındıran piyasalardır. Ayrıca yeni finansal araçların ortaya çıkması ve başlangıç koşullarının cazibesi nedeniyle sahip olabileceği riskler ile bir trade off yapıldığında cazip koşullar ön plana çıkmaktadır. Ancak izleyen süreçlerde risklerin şiddeti ve çözüm kısıtları başlangıçtaki cazip koşulları gerisinde bırakmaktadır. Bu da ilgili piyasalardan borçlanma yolunu seçen ekonomileri, sektörleri, şirketleri ve bireyleri derin bir krizin bir parçası haline getirmektedir. 1980'lerin öncesinde ülkelerin borçlanma politikalarındaki ana neden bütçe açıkları ve kalkınma için finansman arayışındır. 1980'lerden sonra da yine bütçe açıkları ve kamu açıkları borçlanmanın ana nedenlerini oluşturmuştur ancak yeni gerekçelerle de borçlanma yoluna gidilmiştir: *Ödemeler dengesi sorunu ve cari işlemler açığı, yatırım-tasarruf dengesizliği ve tasarruf açığı, neo-liberal politikaların salık verilmesi sonucu uygulanmaya koyulan iradi politikalar, ucuz maliyet-yüksek kârlılık isteği ile uluslararası finansal piyasalardan borçlanma artışı, ilgili ekonominin yapısal sorunları ile mücadele için bir maliye politikası aracı olarak borçlanmanın kullanılması, vb.* GOÜ'ler ve AGÜ'ler için borçlanma bir politika aracı olarak kullanılmak yerine ana sorunsalları nedeniyle bir amaç haline gelmiştir. GOÜ'lerden biri olan Türkiye'de de borçlanma politikası tarihsel olarak incelendiğinde nispi olarak diğer GOÜ'lere göre borçluluk seviyesinin daha düşük olduğu söylenebilir. Ancak Türkiye'de de gerek kamunun gerekse özel sektörün borç stoku yüksek seviyededir.

İç borçlanma politikası açısından bankacılık sektörünün işlevi, devletin iç borçlanma kaynaklarından biri olması ile ilişkilidir. Bütçe açıklarının varlığı halinde devlet kamu harcamalarını karşılayabilmek için bankalardan da iç borçlanma yoluna gidebilecektir ancak bankaların kamuyu fonlaması özel sektörün bankalara olan kredi taleplerine, merkez bankaları tarafından tespit edilen faiz oranlarına ve kredi tavanı limitlerine bağlı olarak değişecektir ki bankalar hem özel sektörün kredi ihtiyacını karşılayacak hem de devletin bütçe açığını finanse edecektir<sup>92</sup>.

Bankaların borçlanma politikasındaki rolü, borçlanma araçlarının satışına aracılık etmesidir. Ancak bankalar özellikle de ticari bankalar kâr güdüsüyle borçlanma araçlarını doğrudan alıcı konumunda talep edebilmektedirler. Buradaki döngü ise, banka tarafından düşük maliyetle elde edilen fonların cazip bir yatırım aracı olan devlet iç borçlanma araçlarına yönelmesi ve karşılığında yüksek kazanç sağlamasıdır. Tabii ki, bankaların iç borçlanma araçlarına yönelmelerinin *dışlama etkisi* gibi ekonomi üzerinde yaratacağı çeşitli etkileri olacaktır.

Bankacılık kesimi, iç borçlanma politikasının uygulama alanında önemli bir konuma sahiptir. Çünkü; ulus devletin sınırları içinde yer alan bankalar hem kamu sektörünün hem de özel sektörün finansman kaynakları arasında yer almaktadır. Ekonomik yapının doğası gereği özel sektörün desteklenerek büyümeye katkı sağlaması beklenmektedir. Diğer yandan, kamu sektörünün toplumsal hizmet sunabilmesi için gelire sahip olmaları gerekmektedir. Ayrıca devletin uyguladığı politikaların bir gereği olarak da ilave gelire ihtiyaç doğabilmektedir. Ortaya çıkan finansman açığını karşılamanın bir yolu olan iç borçlanma politikasında borç arz eden taraflar ortak iken borç talep eden taraflar değişmektedir. Kamu-özel sektör arasındaki fon kapma yarışının galibi ise, çoğu zaman kamu yani devlet olmaktadır. Çünkü; ekonomi içindeki konumuna ve ağırlığına bakıldığında devlet her zaman en güvenilir taraf olarak ekonomik sistemde bulunmaktadır. Bu da özel sektörün fon talebi olduğunda, ağırlıklı başvuracağı kaynaklardan biri olan banka kredilerinin -diğeri de yurtdışı kaynaklarıdır-<sup>93</sup> daha sınırlı seviyede olması

---

<sup>92</sup> Kesbiç, C. Y., Baldemir, E. ve Bakımlı, E. (2005). Bütçe açıkları ile parasal büyüme ve enflasyon arasındaki ilişki: Türkiye için bir model denemesi. *Muğla Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19(1), 86.

<sup>93</sup> Coşkun, Y. (2010). Özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişmesinde düzenlemelerin etkisi. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 65(4), 17.

anlamına gelmektedir ki dışlama etkisi bu noktada kendini göstermektedir. Tabii ki, literatürde olduğu kadar uygulamada da kamu iç borçlanmasının dışlama etkisine yol açıp açmayacağı değişmektedir. Çünkü; devletlerin farklı ekonomik gelişmişliğe ve sınırlılıklara sahip olması ortaya çıkan etkileri düzey ve bileşimi açısından farklılaştırmaktadır.

#### **1.3.4. Mali derinlik ve mali baskınlık ölçütleri açısından bankacılık kesimi üzerinde iç borçlanma politikasının etkileri**

Bankacılık kesiminin kredi verme faaliyetleri ile finansal piyasalarda diğer işlemlere aracılık görevini yapma konusunda elde edilecek başarı piyasaların mali derinliğine bağlıdır. Diğer taraftan, borç rasyolarına ilişkin veriler de bu başarıyı etkileyebilmekte ve eğer mali baskınlık düzeyi yüksekse bankaların piyasaları kredilendirme yoluyla fonlaması sınırlı düzeyde kalacaktır. Çünkü; kamu iç borcunun yüksek olduğu dönemlerde mali baskınlık rasyosu yüksek olacaktır ki kamu, iç borçlanma yolunu seçeceğinden bankalar kredilendirme yerine daha cazip bir seçenek olan kamuya borç verme alternatifini seçeceklerdir.

Literatürde mali derinlik ya da finansal derinlik olarak geçen piyasalara yönelik ilgili rasyo hem piyasalar hem de ekonomik gelişmişlik hakkında nitel ve nicel açıklamalar yapmaya yardımcı olmaktadır. Yatay kesit veri seti kullanılarak mali derinliği analiz eden çalışmalarda; dışa açık ekonomilerin sermaye hesapları üzerinde liberalizasyon eğilimleri taşıyan ülkeler, bu hesaplar üzerine kısıtlamalar koyan ülkelere kıyasla daha fazla önemli ölçüde mali derinliğe sahiptirler<sup>94</sup>. Bu anlamda mali derinliğe sahip piyasalarda olası finans krizlerinin etkilerinin şiddeti kesin olmamakla beraber düşük olabilecektir.

Mali derinlik; ekonomide finansal yenilik sürecinde tasarrufları yatırıma dönüştüren kanalların yaygınlaşması<sup>95</sup> bir diğer ifadeyle, finansal araçların ve aracılardan çeşitliliğidir. Finansal gelişmişlik ölçütü olarak ise, miktar göstergeleri,

<sup>94</sup> Klein, M. W. and Olivei, G. P. (2008). Capital account liberalization, financial depth and economic growth. *Journal of International Money and Finance*, 27, 862.

<sup>95</sup> Öztürk, N., Barışık, S. ve Darıcı, H. K. (2010). Gelişmekte olan piyasalarda finansal derinleşme ve büyüme ilişkisi: Panel veri analizi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 6(12), 98.

yapısal göstergeler, reel faiz, ürün çeşitliliği, değişim maliyeti<sup>96</sup> gibi farklı göstergeler kullanılmakla birlikte en yaygın olanı, para arzı büyüklüklerinin GSMH'ye oranı ve/veya toplam finansal varlıkların GSMH'ye oranıdır<sup>97</sup>. Mali derinlik olgusu küreselleşme ve liberalizasyon eğilimleri ile hız kazanmaktadır. Finansal araç çeşitliliği ve araçların sayısındaki artış, piyasaların fon talebine cevap vermede önemli bir rol üstlenmektedir. Finansal sistemde bankacılık sektörünün ağırlığı önemini korumakla birlikte mali derinlik olgusu, bankacılık sektörünün işlevselliğine katkı sağlayan bir konumdur. Çünkü; finansal sistemde sadece bankacılık sektörünün bulunması, devletin kaynak arayışında olduğu zamanlarda iç borçlanma için başvurabileceği birincil kaynağı teşkil etmektedir. Dolayısıyla bankacılık kesimi piyasalara kredi verme fonksiyonu ile likit tutmada yetersiz kalacaktır. Diğer taraftan, mali derinlik olgusunun riskleri de vardır ancak portföy çeşitliliğine gidildiği takdirde bu risk dağıtılabilmektedir. Mali derinlik, finansal araç çeşitliliği açısından önemli fonksiyon görmektedir. Ancak araç çeşitliliği nedeniyle portföylerinde yüksek miktarda bu araçlara yer veren kesimlerin, söz konusu finansal araçların likit olma işlevlerini yitirmelerinden dolayı likidite sıkıntısı içine girebilme riski vardır. Eğer döngüsel olarak finansal araçlar likidite sıkıntısına yol açarlarsa ekonomik sistem finansal kriz çöküşü ile karşı karşıya kalabilir. Buna en iyi örnek de 2008 Küresel Finansal Krizi'dir. Mali derinliğe sahip ekonomilerde eğer derinlik yüksek düzeyde ise, finansal sistemde yaşanacak olan çöküş de aynı düzeyde derin olacaktır. Tasarruf sahiplerinin portföy çeşitlendirmesinde olumsuz konjonktürel etkilerin görülme olasılığına karşı anında likiditeye dönüşebilecek finansal araçları bulundurmaları yararlarına olabilecektir. Ayrıca mali derinliğe sahip piyasalarda finansal araçlara türev finansal araçlar da eklenmektedir. 2008 Küresel Finansal Krizi'nin şiddetini artıran bu türev finansal araçlar, doğrudan bir varlığa dayalı olmayıp varlık sözleşmelerine dayalı portföylerin finansallaştırılıp toplulaştırılması ile oluşturulmaktadır. Dolayısıyla varlığa dayalı sözleşmelerde geri ödeme sıkıntısı yaşanırsa bu portföylere dayalı olarak oluşturulan türev finansal araçların da geri ödemesinde

---

<sup>96</sup> Lynch, D. (1996). Measuring Financial Sector Development: A Study of Selected Asia Pasific Countries. *Developing Economies*, 34(1), 7.

<sup>97</sup> Türkiye'de mali derinlik ölçütü olarak 2005/Aralık tarihine kadar M2Y/GSMH oranı kullanılırken bu tarihten sonra M2/GSMH oranı kullanılmaya başlanmış olup bir diğer mali derinlik ölçütü ise, Yurtiçi Toplam Finansal Varlıklar/GSMH oranıdır (Yiğitbaş, Ş. B. 2009. Gelişen piyasa ekonomilerinde alternatif para politikası stratejileri, Türkiye ekonomisi açısından bir değerlendirme. *Yönetim ve Ekonomi "Celal Bayar Üniversitesi İİBF"*, 16(1), 221.).

sorunlar çıkacaktır. Birbirine eklenen piyasalar aracılığıyla küreselleşmenin de etkisiyle hızlı bir şekilde piyasalarda dolaşan türev finansal araçların yol açacağı finansal çöküş ve krizler de bir o kadar hızlı olacaktır.

Mali baskınlık ya da finansal baskınlık; devletin uygulayacağı genişletici maliye politikaları çerçevesinde kamu kesiminin fon talebinin ekonominin bütünü üzerindeki yoğunluk derecesidir<sup>98</sup>. Mali baskınlık ölçütü olarak farklı değişkenler kullanılabilir<sup>99</sup>. Genel olarak ülkelerin açık ve borçluluk düzeylerinin GSMH ve/veya GSYH'ye oranlanması sonucunda mali baskınlık göstergesine ulaşılmaktadır. Ayrıca ülkelerin finansal koşulları göz önüne alınarak da çeşitli rasyolar kullanılmaktadır. Mali baskınlık adından da anlaşılacağı üzere kamunun finansal piyasalar ve ekonominin bütünü üzerindeki sahip olduğu ağırlığıdır. İktisadi ekoller perspektifinden incelendiğinde; kamunun ekonomi içindeki ağırlığını sorgulayan bakış açıları çerçevesinde mali baskınlık rasyosunun yüksek düzeyde

<sup>98</sup> Barışık, S. (2010). Türkiye'de finansal serbestleşme sürecinde mali baskınlığın bankacılık sektörüne etkisi (1989-2007 dönemi ekonometrik analiz). *Zeitschrift für die Welt der Türken*, 2(1), 431.

<sup>99</sup> Mali baskınlık, Sargent-Wallace'ın (1981) Hoş Olmayan Monetarist Aritmetik adlı çalışmasında ele alınmıştır. Bu çalışmada; maliye politikasının baskın olduğu zamanlarda para politikasının pasif olduğu ancak en sonunda maliye politikasına eşlik etmek durumunda kaldığı belirtilmiştir. Mali baskınlık ölçütü olarak ise, farklı rasyolar kullanılmaktadır. Türkiye'de yapılan bir çalışmada; mali baskınlık ölçütü olarak Bütçe Açığı/GSYH, Cari Açık/GSYH, Kamu Borç Stoku/GSYH oranları kullanılmıştır (Özatay, F. ve Ersel, H. 2008. Fiscal dominance and inflation targeting: Lessons from Turkey. *Emerging Markets Finance&Trade*, vol 44, issue 6, 39-41.). Diğer taraftan; bir başka ölçüt de İç Borç Stoku/M2Y oranıdır (Barışık, 2010, 431.). Ancak burada M2Y olarak tanımlanan para arzı sunumunda bir değişiklik yapılmıştır. TCMB'nin 2007/01 Tarihli Düzenlemesi'ne göre; 2005/Aralık tarihine kadar kullanılmakta olan M1, M2, M2Y ve M3 para arzı tanımları yeniden düzenlenerek M2Y içinde yer alan döviz tevdiat hesapları bu tarihten itibaren vade gruplarına göre M1 ve M2 para arzı tanımlarına dahil edilmiştir (İnternet: Para arzı sunumu. Web: www.tcmb.gov.tr adresinden 17 Eylül 2014 tarihinde alınmıştır.). Buna göre M2 para arzı tanımında, M1 ile birlikte TL ve yabancı para cinsinden vadeli mevduat hesapları yer almaktadır. Yapılan değişiklik ise, IMF ve Finansal El Kitabı çerçevesinde ele alınmış olup ülkemizdeki para-banka istatistiklerine 2005/Aralık tarihi itibarıyla yansıtılmıştır (İnternet: Para ve banka istatistiklerinde yapılan yeni düzenlemelere ilişkin açıklama notu. Web: www.tcmb.gov.tr adresinden 20 Ekim 2009 tarihinde alınmıştır.). Mali baskınlık için kullanılan ölçütlerden biri olan İç Borç Stoku/M2Y oranı yerine artık İç Borç Stoku/M2 oranı kullanılmaktadır. Ülkemizde bu şekilde bir para arzı tanımı yapılmasındaki etken ise, para ikamesinin yaygın olmasıdır. 1989 yılında Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu'nda 32 Sayılı Karar ile yapılan değişiklik çerçevesinde yerli para biriminin yanı sıra yabancı para birimlerinin de yerleşiklerce tutulmasına izin verilmesi para ikamesi olgusunu gündeme getirmiştir. Para ikamesi ya da dolarizasyon (*Para ikamesi*, ulusal para ile yabancı paranın aynı ekonomi içinde birbirleri yerine geçmesi iken *dolarizasyon*, yüksek enflasyon nedeniyle ulusal paraya olan güvenin yitirilmesi sonucunda ulusal para yerine yabancı paranın elde tutulmasıdır.) olarak da bilinen bu olgu; mali derinliğe sahip olmayan ülkelerde yaygın olarak görülmekle birlikte mali baskınlık açısından değerlendirildiğinde de çeşitli nedenlerle paraya alternatif ulusal aktiflerin getiri oranlarının düşük seviyelerde tutulması ile daha da şiddetlenmektedir (Togay, S. 1997. Para ikamesi -nedenleri ve yarattığı sonuçlar-. *Ekonomik Yaklaşım*, 8(26), 89.).

olması pek de arzu edilir bir durum değildir. Çünkü; iktisadi açıdan kamunun finansal piyasalara ve ekonominin bütününe hâkim olması yeni finansal araçların gelişmesine engel olmakla birlikte piyasaları sığ kalmaya iterken özel sektörün de finansal dışlama riski ile karşı karşıya kalmasına yol açmaktadır. Mali baskınlığa sahip bir ekonominin güçlü bir duruş sergileyebileceği de düşünülebilir. Ancak dışa açık ekonomilerde finansal liberalizasyonun etkisiyle ulusal ekonomiler dışsal şoklara karşı kırılgan bir yapıya bürünmektedirler. Ulusal ekonomilerin böyle bir dışsal şok karşısında kendilerini koruyabilmelerinin tek yolu ise, makroekonomik göstergelerinin olumlu bir trende sahip olmasıdır.

Mali baskınlığın yüksek olmasının olumsuz yanları ise şöyle sıralanabilir<sup>100</sup>:

- İç borçlanma faiz oranları artar,
- Artan faiz oranlarına bağlı olarak özel yatırımlarda dışlama etkisi görülür,
- İç borçların sınırına yaklaşıldığından dış borçlanma ihtiyacı artar,
- Enflasyon yükselir,
- Para politikası etkisizleşir,
- Faiz artışı, yabancı sermaye hareketleri ile döviz kurları üzerinde de rol oynar ve buna bağlı olarak cari açık artar,
- Volatilité gösteren faiz ve döviz kuru hareketleri bankacılık sektörü açısından risk teşkil eder.

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ekonomilerde mali baskınlık düzeyi oldukça önemlidir ki, bir para politikası olan bu rejim beraberinde merkez bankalarının bağımsızlığını da tartışmaya açmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıya ulaşabilmesi için para politikalarının maliye politikalarından bağımsız olarak belirlenmesi gerektiğini bir diğer ifadeyle, ekonomide mali

---

<sup>100</sup> Barışık, 2010, 445.

baskınlığın olmamasına bağlayan görüş çerçevesinde merkez bankalarına bağımsızlık tanınması gerekmektedir<sup>101</sup>. Diğer taraftan, merkez bankalarının ne ölçüde bağımsız oldukları son derece tartışmalıdır ki, siyasi otoritenin merkez bankaları üzerinde baskı kurup kurmaması yönünde farklı görüşler vardır. Merkez bankalarının bağımsızlığından kasıt; uygulayacakları para politikası rejimini ve bu rejime uygun araçları seçebilme yetkisine sahip olmasının yanı sıra mali ve idari açıdan da özerkliğe sahip olmasının sağlayacağı işlevselliktir<sup>102</sup>. Günümüzde para ve maliye politikalarının uygulanmasında devlet ile merkez bankaları arasında alan çatışması yaşanmaktadır. Dolayısıyla hedeflenen her bir politika rejiminin başarısı, uygulayıcılar arasındaki tutarlılığa bağlıdır. Bu perspektiften enflasyon hedeflemesi rejimi bağlamında mali baskınlık olgusu önemli bir gösterge olarak durmaktadır.

Bir ekonomide mali baskınlığın yüksek ve mali derinliğin yeterince olmadığı durumlarda devlet, dış borçlanma yoluna başvurmak durumunda kalabilmektedir. Ancak böyle bir durumun da açmazları vardır. Devlet ya ulusal piyasalardan vade-faiz uyumu ile borçlanamamakta ya da uluslararası piyasalardan ulusal para birimi cinsinden borçlanamamaktadır ki, literatürde, ilki *Yurtiçi Orijinal Günah Hipotezi* ikincisi de *Uluslararası Orijinal Günah Hipotezi* olarak adlandırılmaktadır<sup>103</sup>. Devletin iç borçlanmaya başvurmasının etkileri çok çeşitli olmakla birlikte dış borçlanma açısından da durum pek de farklı değildir. Borçlanma politikasının tercih edilmesi ya da borçlanma politikasına başvurma zorunluluğunun olması ekonomideki birçok unsur üzerinde olumlu ya da olumsuz etkilere neden olacaktır. Orijinal Günah Hipotezi açısından bakıldığında, devletin iç borçlanmaya başvuramaması dış borçlanmanın rahatlıkla yapılabileceği algısını yaratmamalıdır. Çünkü; uluslararası piyasalardan uygun koşullarda finansman bulabilmek her zaman mümkün değildir. Küreselleşmenin etkisiyle uluslararası piyasalara entegre olabilmenin önündeki engeller kaldırılmakla birlikte zaman ve vade-faiz ilişkisi açısından uygun koşullarda borçlanılamama riski de söz konusudur. Diğer taraftan

<sup>101</sup> Yılmaz, B. E. (2005). Enflasyon hedeflemesi ve Türkiye’de Türkiye’de enflasyon hedeflemesine geçiş bağlamında kamu dinamikleri baskısı. *İstanbul Üniversitesi Dergisi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 32, 96.

<sup>102</sup> Şanlı, B. (2006). Enflasyon hedeflemesi uygulamaları ve Türkiye açısından değerlendirilmesi. *Kırgızistan-Türkiye Manas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı 16, 40.

<sup>103</sup> Haussmann, R. and Panizza, U. (2003). The determinants of original sin: An empirical investigation. *Journal of International Money and Finance*, 200, 957.

dış borçlanmanın yapılması borcun vadesi geldiğinde yine iç borç kaynaklarına başvurulmasını öncelikle gerektirecektir<sup>104</sup>.

---

<sup>104</sup> Dış finansman olanaklarının kapandığı kriz dönemlerinde dış borç servisi için de iç finansman kaynakları kullanılmaktadır. Bu da mali baskınlığı artırıcı işlev görecektir.

## 2. BÖLÜM

# TÜRKİYE'DE İÇ BORÇLANMA POLİTİKASI VE BANKACILIK SEKTÖRÜ

### 2.1. Giriş

Literatür bazında iç borçlanma politikası incelendikten sonra Türkiye ölçeğinde iç borçlanmanın etkilerinin incelenmesi gerekmektedir. İç borçlanmanın kaynakları, etkileri, bileşimi, vb. unsurlar literatür gözönüne alınarak Türkiye'de söz konusu unsurların nasıl işlediğinin irdelenmesi yararlı olacaktır. Bu çerçevede Türkiye'de iç borçlanma politikası dönemler itibariyle ele alınarak incelenecek ve iç borçlanmanın çeşitli yönlerden etkileri ve bu etkilerin sınanmasına yönelik çalışmalara yer verilecektir. Ayrıca Türkiye'de iç borçlanma politikası ve etkileri konusunda yararlı olacak bazı istatistiki verilerden yararlanılacaktır. İç borçlanma ile bankacılık sektörü arasındaki ilişki de çeşitli göstergeler aracılığıyla incelenmeye çalışılacaktır.

### 2.2. Türkiye'de Borçlanma Nedenleri ve İç Borçlanma

Borçlanma politikasına başvurulma gerekçeleri hemen hemen tüm ülkelerde benzerlik göstermektedir. Ancak ülkelerin borçlanmasında ekonomik gelişmişlik seviyeleri, devresel ihtiyaçları, olağanüstü gelişmeler, krizler, vb. nedenler ülkeler arasında farklı dönemlerde farklı gerekçelerle borçlanılmasına yol açmaktadır.

Türkiye'de borçlanma politikasının uygulandığı ilk yıllara bakıldığında borçlanmaya başvurulmasının temel nedeni olarak Osmanlı Devleti'nin almış olduğu borçların geri ödenmesi ve yeni devletin kuruluş aşamasındaki ihtiyaçları olduğu görülmektedir. Esas itibariyle Türkiye Cumhuriyeti Devleti'nin borçlanma politikası ilk yıllarda ağırlıklı Osmanlı Devleti'nden devraldığı borçları ödeyebilmek için kullanılmıştır. Osmanlı Devleti, 18. ve 19. yüzyıllarda artan harcamalarını karşılayabilmek için bir iç borçlanma sistemi olarak düşünülebilecek olan malikane

sistemi, kaimeler, vb. çeşitli yöntemlere başvurmuş<sup>105</sup>, artan savaş ve devlet harcamaları nedeniyle yüksek seviyelerde bütçe açığı vermeye başlayınca açık finansmanı için gelir artırıcı tedbirler almak yerine borçlanma yolunu seçerek ilk kez 1784 yılında dış borçlanmayı gündeme getirmiş ve İngiltere ile Fransa'dan 4 Ağustos 1854 tarihli ilk dış borçlanmasını yapmıştır<sup>106</sup>. Türkiye'de iç borçlanmanın tarihsel olarak incelenmesinden önce Cumhuriyet henüz ilan edilmeden I. Dünya Savaşı sürerken 1918 yılında dönemin hükümeti tarafından yapılan 17.977.600 Liralık istikraza değinmekte yarar vardır<sup>107</sup>. Çünkü; savaşın getirdiği yük ve devletin bu borcu, servisleri ile birlikte ödeyemeyecek duruma gelmesi nedeniyle TBMM tarafından ilgili istikrazın ödenmesi üstlenilerek Cumhuriyetin ilk yıllarında iç borçlanma bu şekilde başlamıştır ancak ilk iç borçlanma olarak 1920'lerdeki söz konusu istikrazın yerine Cumhuriyetin ilanından sonra 1933 yılındaki Ergani İstikrazı kabul edilmektedir<sup>108</sup>. 1930'lardan sonra ise çeşitli nedenlerle borçlanmaya başvurulmuştur. Ancak günümüzdeki borçlanma politikası ve miktarı ile kıyaslandığında o yıllarda daha çok kalkınmaya yönelik yatırım projelerinin finansmanı ve bütçe gelir-gider dengesizliğini gidermek için borçlanılmıştır. Uygulanan iktisat politikalarındaki dönüşüm nedeniyle de kamu kesimi finansman gereğini 1980 öncesi ve sonrası şeklinde ikili bir ayrıma tabi tutmak mümkündür. Çünkü; 1980'e kadar iç piyasaya dönük ithal ikameci ekonomik büyüme politikası izlenirken 1980'den sonra özellikle 24 Ocak 1980 Kararları ile birlikte dışa açık ekonomik büyüme politikaları izlenmeye başlamıştır. Dolayısıyla kamu kesimi finansman açığının kaynağı ve biçimi sırasıyla 1980 öncesinde KİT açıklarının finansmanı ve Merkez Bankası kaynakları iken 1980 sonrasında bütçe açıklarının finansmanı ve iç borçlanma araçlarıdır<sup>109</sup>. Türkiye'de borçlanma politikası ve türleri başat olarak dar anlamda bütçe açıklarının geniş anlamda da kamu açıklarının finansmanı için şekillenmektedir. 1923 yılında resmen kurulan Türkiye Cumhuriyeti

<sup>105</sup> Kopar, M. ve Yolun, M. (2012). 18. ve 19. yüzyıllarda Osmanlı borçlar tarihine bir bakış. *History Studies: International Journal of History*, 4(1), 337-338. Malikane sistemi, Osmanlı İmparatorluğu'nda bir vergi kaynağının bir kimseye ömür boyu iltizama verilmesi usulüdür. % 12.5 faizli ve 8 yıl vadeli kaimeler ise, devlet tahvili yerine kağıt paraların kullanıldığı bir tür iç istikraz benzeridirler.

<sup>106</sup> Yıldız, A. (2011). Osmanlı Devleti'nin borçlanmasında Osmanlı Bankası'nın rolü ve önemi. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(36), 322-323.

<sup>107</sup> Aral, N. Z. (1944). Düyun-u Umumiyyemiz. *Siyasi İlimler Mecmuası*, CIII – XIII(154), 551-575'den aktaran Çoğürçü, İ. 2012. Türkiye'nin iç borç genel yapısı üzerine geçmişten günümüze bir değerlendirme. *IJSES*, 2(1), 94.

<sup>108</sup> Aral, 1944, 551-575.

<sup>109</sup> Berksoy ve Doğruel, 1989, 29-30.

Devleti, Osmanlı Devleti'nden miras alınan yükümlülüklerin yerine getirilmesi ve yeni devletin ihtiyaçlarının karşılanmasına yönelik olarak uygulayacağı para ve maliye politikalarını belirlemiştir. Türkiye'de borçlanmaya başvurulma gerekçeleri literatürdeki borçlanma gerekçelerinden farklı olmayıp üç başlık altında toplanabilir<sup>110</sup>: Kamu kesimi bütçe açıkları, borçlanmanın vergilemeye tercih edilmesi, kamu yatırım projelerinin finansmanıdır.

Kamu kesimini oluşturan tüm alt birimlerin bütçe açıkları toplamı, KKBG'yi oluşturmaktadır. KKBG<sup>111</sup>, *geleneksel bütçe açığının nakit bazında ölçümünü ifade etmekte olup*<sup>112</sup> kamunun finansman açığını ifade etmektedir. Devletin borçlanmaya başvurması ağırlıklı kamunun açığının finanse edilmesinden kaynaklanmaktadır. Açık finansmanı için başvurulacak diğer yöntemlerden olan

<sup>110</sup> Yılmaz, G. A. ve Yılmaz, A. (2007). *Türkiye'de borç sarmalı ve makro ekonomik istikrar*. İstanbul: Arıkan Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti., 11, 51, 53.

<sup>111</sup> Cumhuriyetin ilanı ile başlayan süreçte bugüne gelinceye kadar çeşitli altyapı harcamaları ve sosyal harcamalar bütçenin ana ekseninde yer almıştır. Ancak bütçenin siyasi yönden incelenmesi durumunda da siyasi istikrarsızlıkların olduğu dönemlerde siyasal karar alma mekanizmasının işleyişine uygun olarak açık bütçe politikaları izlenmiştir. Bu durum devletin olağan gelirlerinin ya yetersiz ya da işlevsiz kalmasına yol açarak yeni finans kaynak arayışına yönelmesine neden olmuştur. Devletin öncelikle başvuracağı kaynaklardan olan Merkez Bankası kaynaklarına başvurulması çeşitli kanun değişiklikleri ile azaltılmaya çalışılmış ve önlenmiştir. Devletin temel gelir kaynağı olan vergi gelirleri ise hem siyasi hem de konjonktürel nedenlerle harcamalarla aynı seyirde artırılamamıştır. Vergi gelirleri genellikle orta ve alt gelir grubundaki kişilerin üzerinde kalmış ve sosyal açıdan gelir adaletsizliğine yol açmıştır. Diğer taraftan kayıtdışı ekonominin varlığı ve vergilendirilemeyen gelirler ekonomi içine entegre edilemeyerek iktisadi açıdan önemli bir gelir kaybını doğurmaktadır. Bu da vergilere oranla daha az tepki çekmesi ve cazip koşullara sahip olması durumunda tercih edilmesi niteliklerinden dolayı iç borçlanmanın devlet tarafından başvurulacak finansman kaynağı olarak öncelikle tercih edilmesine yol açmaktadır. Türkiye'de 1990'lardan itibaren KKBG'nin önemli bir iç borçlanma kaynağı olması KKBG ile ilgili değişikliklere de neden olmuştur. Bütçe ile ilgili her türlü işlemlerde uyulması gereken kuralları içeren 26 Mayıs 1927 tarihli 1050 Sayılı Muhasebe-i Umumiye Kanunu yürürlüğe girdiği tarihten sonra zaman zaman çeşitli değişikliklere uğramıştır. Esas değişiklik, 1 Ocak 2006 tarihinde yürürlüğe giren 5018 Sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu (KMYKK) ile gerçekleşmiştir. Uluslararası standartlara uygunluğun bir gereği olarak hazırlanıp yürürlüğe giren 5018 Sayılı Kanun ile KKBG'nin hesaplama şeklinde bir değişiklik yapılmıştır: KKBG, 1050 Sayılı Kanun'da "Konsolide Bütçe Açığı (Genel Bütçe+Katma Bütçe)+KİT'lerin Finansman Açıkları Toplamı+Mahalli İdarelerin Finansman Açıkları Toplamı+Sosyal Güvenlik Kuruluşlarının Finansman Açıkları Toplamı+Fonların Finansman Açıkları Toplamı+Döner Sermaye İşletmelerinin Finansman Açıkları Toplamı=Toplam Kamu Kesimi Finansman Açığı→(Toplam Kamu Kesimi Finansman Açığı/GSMH)x100" şeklinde hesaplanırken 5018 Sayılı Kanun'da "Merkezi Yönetim Bütçe Açığı (Fazlası) (Genel Bütçe+Özel Bütçe+Düzenleyici ve Denetleyici Kurum Bütçeleri)+Sosyal Güvenlik Kurumları Bütçe Açığı (Fazlası)+Mahalli İdareler Bütçe Açığı (Fazlası)+Döner Sermaye İşletmeleri Bütçe Açığı (Fazlası)+Fonlar Bütçe Açığı (Fazlası)=KKBG" olarak hesaplanmaktadır (Günay, A. 2007. *Mali disiplinin sağlanmasında anayasal denk bütçe yaklaşımı ve Türkiye'de uygulanabilirliği*. Ankara: T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, No 375, 22, 24.).

<sup>112</sup> Günay, A. (2007). *Mali disiplinin sağlanmasında anayasal denk bütçe yaklaşımı ve Türkiye'de uygulanabilirliği*. Ankara: T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, No 375, 21.

vergilendirme politikası ise siyasi açıdan oy kaygısı nedeniyle pek de tercih edilmemektedir. Koalisyon hükümetlerinin olduğu dönemlerde borçlanma yerine vergi gelirlerinin artırılması yoluna gidilmesi, mevcut oyların gerilemesine yol açarak izleyen seçimlerde oy kaybı yaratma riskinden dolayı yürürlüğe konamamaktadır.

Türkiye’de KKBG’nin seyri incelendiğinde 1990’lardan sonra hızlı bir yükseliş olduğu görülmektedir. Küreselleşme, neo-liberal politikalar ve Türkiye’nin kendi içinde barındırdığı tasarruf yetersizliği, derinleşmemiş mali piyasalar, bankacılık sisteminin yeterince gelişmemiş olması, yüksek enflasyon, vb. yapısal sorunları kamunun giderek daha fazla açık vermesinde rol oynamıştır. Devletin öncelikleri açısından giderlerin ilk sırada yer alması ve sosyal açıdan misyonu harcamalarının artmasında etkilidir. Ancak kamu gelirleri için aynı hızda bir artış gerçekleşemediğinden kamu sürekli olarak açık vermeye devam etmiştir.

Türkiye’de borçlanmaya başvurulmasının nedenlerinden biri de kamu yatırım projelerinin finansman ihtiyacıdır. Devletin olağan gelirleri özellikle vergi gelirleri kamusal ihtiyaçların karşılanması ve devlet organının sürekliliği için gerekli olan harcamalarda kullanılmaktadır. Söz konusu harcamaların finansmanı için vergi gelirlerinin büyük bir payına olan ihtiyaç, kamu yatırım harcamaları için devletin ek kaynak arayışına yönelmesine yol açmaktadır. Diğer taraftan özel sektörün işleyişi için kamunun altyapı harcamaları yapmasının gerekliliği de devletin kaynak bulma arayışlarını etkilemektedir. Cumhuriyetin ilk yıllarında altyapı harcamalarına olan ihtiyaç, devletin, ilk iç borçlanmasını demiryolu inşasını tüm yurt genelinde gerçekleştirebilmek için yapmasına yol açmıştır. Çünkü; 1923-1930 arasındaki yıllarda ağırlıklı nihai tüketim malları ithal edilmektedir<sup>113</sup>. İthalatın ihracattan fazla olmasının yarattığı dış ticaret açığını kapatabilmek için yerli üretimi teşvik edecek ve iç pazarı canlandıracak politika arayışları cumhuriyetin ilk yıllarında önemli olmuştur. Bu da üretimin yurt geneline dağılımını sağlayacak olan demiryolu inşasına olan ihtiyacın başat kaynağı olmuştur. Dolayısıyla altyapı harcamalarının finansmanı için iç borçlanmaya gidilmiştir.

---

<sup>113</sup> Tezel, Y. S. (1982). *Cumhuriyet döneminin iktisadi tarihi (1923-1950)*. (Birinci Baskı). Ankara: Yurt Yayınları, 158.

Devletin finansman ihtiyacı olması halinde öncelikle başvuracağı kaynaklardan biri olan Merkez Bankası kaynakları uzunca yıllar kullanılmıştır. Ancak literatürde de yer aldığı üzere Merkez Bankası kaynaklarına başvurulması halinde ekonomide yaratılacak olan genişletici para arzının etkisi enflasyonist etkiler doğurabilecektir. Türkiye ekonomisinin yapısal sorunları incelendiğinde temel sorunlardan biri olan enflasyon baskısı, her dönem çeşitli tedbir politikaları ile kontrol altına alınmaya çalışılmıştır. Ancak uzun yıllar yüksek enflasyon Türkiye ekonomisinin önemli bir sorununu teşkil etmiştir. Devletin ağırlıkla Merkez Bankası kaynakları ile finansman ihtiyacını karşılaması halinde enflasyonist finansmanın kaynağını oluşturan enflasyon vergisinin bir sınırı olmasından dolayı hiperenflasyon endişesi doğmaktadır<sup>114</sup>. Bu da devletin kamu açıklarının finansmanı için Merkez Bankası kaynakları ve vergiler dışında daha az politik risk içeren iç borçlanmaya yönelmesine yol açmaktadır.

Türkiye ekonomisinin bütçe, GSMH ya da GSYH, dış ticaret, sektörel gelişmeler, para ve maliye politikaları, borç verileri, vb. yönlerden gelişimi belirli dönemlere ayrılarak incelenmektedir. Çünkü; önemli iktisadi, siyasi, sosyal, dışsal, vb. faktörler uygulanacak para ve maliye politikalarının değiştirilmesine, revize edilmesine ya da yeni politika arayışlarına neden olmaktadır. Dolayısıyla borçlanma politikasının gelişimi incelenirken de dönemsel bir ayırım çerçevesinde her dönemi kendi içinde değerlendirmek daha doğru olacaktır.

### **2.3. Türkiye’de İç Borçların Gelişimi ve Kamu Açıkları İle İlişkisi**

Türkiye’de iç borçlanmaya başvurulmasının nedenleri dönemsel olarak incelendiğinde bazı dönemlerde artan bütçe açıklarının kamu açıklarını da yükselterek KKBG’yi artan bir trende sürüklediği sonucuna varılmaktadır. Bazı dönemlerde ise, spesifik etkenlere bağlı olarak (küreselleşme, küresel ekonomiye entegrasyon, finansal liberalizasyon, dolaylı yabancı sermaye girişinin özendirilmesi, spekülâtif kârlar, vb.) iç borç faiz ödemelerinin maliyeti artmaktadır. Bir bütün halinde incelendiğinde de Türkiye’de iç borçlanmaya ağırlıkla başvurulmasında ve iç borç stokunun artmasında bu dönemsel etkilerin payı vardır. Gerek bütçe açıkları ve kamu açıklarına bağlı artan iç borçlanma gereği

<sup>114</sup> Ekinci, N. K. (2000). Kamu açıkları ve para politikası. *ODTÜ Gelişme Dergisi*, 26 (3-4), 558.

gerek iç borç çevriminden kaynaklı olarak yeniden iç borçlanmaya başvurulması Türkiye'deki iç borç stokunun artan bir trend izlemesinde etkilidir. Hatta bütçe türleri itibariyle dönemsel bir ayrışma da söz konusudur. Bir diğer ifadeyle; iç borç stokunun artmasında ilgili dönemler içinde farklı bütçe türlerindeki artışların payı vardır. Bu da iç borç stokunun artmasında mikro bazlı bir analize olanak tanıyarak iç borçlanmanın hangi kesimden kaynaklandığını bulmayı sağlar. Dolayısıyla iç borçlanma ile ilgili politikaların tespitinde genel bir yol izlenmesi yerine iç borçlanmadaki artışın kaynağına göre çözüm üretmek daha doğru bir yöntem olacaktır. Bu da maliye politikalarının uygulanmasındaki gecikme sorunlarını azaltmaya yardımcı olarak ekonomik göstergelerin hızlı bir şekilde iyileşme göstermesini sağlayabilir.

Kamu açıklarının yıllar itibariyle gelişiminin bir göstergesi kabul edilen KKBG'nin salt bir yıl olarak incelenmesi yerine bütçe kalemleri baz alınarak yorumlanması daha doğru bir yaklaşım olacaktır. Çünkü; kamunun açığından söz ettiğimizde sadece konsolide bütçe açığını değil kamunun tüm alt birimlerinin açığının toplamını kastediyoruz. Dolayısıyla kamunun açığının GSMH'ye oranına alt kalemler itibariyle bakıldığında açığın kaynağını görmek mümkün olacaktır ve buna yönelik finansman politikalarının analizi gerçekleştirilecektir.

### **2.3.1. 1980 öncesi iç borçların gelişimi**

1970'lerin ortalarına kadar devlet, ekonomik karar birimlerinin sermaye yetersizliğinden dolayı iç borçlanmaya fazla ağırlık vermemiş, iç borçlanmayı sosyal güvenlik kuruluşları ve bankalardan zorunlu tahkim kapsamında gerçekleştirmiştir<sup>115</sup>. 1974 I. Petrol Şoku ve 1978 II. Petrol Şoku, petrol ve türevleri ihracatçısı konumundaki devletlerin ihracat gelirlerini artırır iken ithalatçısı konumundaki devletlerin de ithalat harcamalarını artırmıştır. Türkiye'nin döviz darboğazı sorunu yaşaması petrol ithalatçısı konumunda olması da eklenince dış ticaret açığını artırmıştır. Ayrıca uluslararası piyasalarda yükselen petrol fiyatları iç piyasalardaki fiyatların da yükselmesine yol açmış, enflasyonu hızlandırmıştır. İç piyasada petrol fiyatlarındaki yükselişin etkisiyle artan fiyatlar talep daralmasına

---

<sup>115</sup> Özbilen, Ş. (1998). *Türkiye'de kamu iç borçlanması ve ekonomik etkileri*. Ankara: Atilla Yayıncılık, 110.

neden olmuştur. KİT'lerin ürün maliyetlerindeki artışın fiyatlara yansımaları sonucunda talep daralması nedeniyle maliyetler karşılanamamış ve KİT'ler açık vermiştir. 1974'ten itibaren bozulan dış ticaret dengesi, dış borçlanmanın ve dış kredilerin geri ödeme maliyetlerini olumsuz yönde etkilemiştir. Döviz kurunun TL aleyhine gelişmesi döviz cinsi borçların fiyatını yükseltmiştir. Dolayısıyla 1974'ten sonra bütçe açıklarının büyümesi, daha fazla iç borçlanmaya başvurulmasına yol açmıştır. 1971-1979 döneminde hâlâ ülke içinde döviz serbestisi olmadığından ve döviz ihtiyacından kaynaklı olarak devlet, döviz açığını karşılayabilmek için dövize çevrilebilir mevduat hesapları ile borçlanma yoluna gitmiş, söz konusu borçların geri ödemesi için de iç borçlanmaya başvurmuştur<sup>116</sup>. Diğer yandan 1974'te Kıbrıs Barış Harekatı'nın savunma harcamalarının finansmanı için Barış Harekatı Borç Tahvilleri, 1975, 1976 ve 1977 yıllarında Savunma Borç Tahvilleri ihraç edilmiştir<sup>117</sup>. Bu dönemdeki diğer iç borçlanmalar ise, kalkınma istikrazları, tasarruf bonoları, tahkim tahvilleri, bankalar, Milli Piyango İdaresi, Emekli Sandığı ve MEYAK'a ihraç edilen plasman bonolarıdır<sup>118</sup>. Ayrıca KİT'lerin finansman gereksinimi de iç borçlanmaya başvurulmasının nedenlerinden biridir.

### 2.3.2. 1980 sonrası iç borçların gelişimi

1980'lere kadar KİT'lerin açık finansmanı için ağırlıklı olarak iç borçlanmaya başvurulmuştur. Ayrıca bütçe açıkları ve geçici gelir-gider dengesizlikleri için de iç borçlanmaya başvurulmuştur. KİT açıklarının finansmanı için çıkarılan hazine kefaletini haiz bonolar ile bütçe açıklarını kapatmak için çıkarılan hazine bonoları - *emisyonla başvurularak karşılanmış ve ekonomide enflasyonist etki yaratmıştır*- kısa vadeli iç borçlanma araçlarını oluştururken *tasarruf bonoları*<sup>119</sup>, iç istikraz tahvilleri -SSK, Emekli Sandığı, bankalar ve şirketlere zorunlu borçlanma şeklinde ihraç edilmiştir-, iç konsolidasyon tahvilleri -KİT'lerin geri ödenmeyen borçlarının

<sup>116</sup> Emil, F. (2003, 12-16 Mayıs). 1950'den bu yana Türkiye'de kamu borçlanmasına yol açan nedenlerin bazı tarihsel veriler ışığında incelenmesi. XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumunda sunuldu, KKTC.

<sup>117</sup> Ulusoy, A. (2011). *Devlet borçlanması*. (Beşinci Baskı). Trabzon: Aksakal Kitabevi, 123.

<sup>118</sup> Emil, 2003.

<sup>119</sup> *Tasarruf bonoları*, 5 Eylül 1961 tarihinde 233 Sayılı Kanun ile zorunlu borçlanma kapsamında çıkarılmış, gerçek ve tüzel kişilerin vergilendirilebilir gelirlerinin % 3'ü kadar alma zorunluluğu olan, % 6 faizli ve 5 yıl içinde satılmayan uzun vadeli iç borçlanma araçlarından biridir (Sönmez, S. (2008). Türkiye'de devlet iç borçlanmasının işlevi ve gelişimi. Arslan, G. E. (Editör). *Çeşitli yönleriyle Cumhuriyetin 85. yılında Türkiye ekonomisi*. Ankara: Gazi Üniversitesi Hasan Ali Yücel Araştırma ve Uygulama Merkezi Yayını, No 4, 262.).

*konsolidasyonu için ihraç edilmiştir-* ve belediye borçları tahkimleri de uzun vadeli borçlanma araçlarını oluşturmuştur<sup>120</sup>. Zorunlu tahkim kapsamında sosyal güvenlik kuruluşları ve bankalardan yapılan iç borçlanmalar, iç borçlanmanın siyasal etkilerinin bir yansıması olup izleyen yıllarda bu kuruluşların bütçe ve sermaye yapılarının bozulmasında önemli bir paya sahip olacaklardır<sup>121</sup>. İç borç stokunun GSMH'ye oranının, aynı dönem içindeki bütçe açıklarının bütçe türleri itibariyle incelenmesi ve KKBG ile karşılaştırılması iç borçlanmanın kaynaklarını daha doğru bir şekilde ortaya koyacaktır. Ayrıca 1980'lere kadar iç borçlanmadan ziyade dış borçlanmaya ve dış kredilere daha çok yer verilmiştir.

24 Ocak 1980 Kararları ile birlikte ihracata dayalı sanayileşme politikaları benimsenmiştir. 1980'lere kadar açık finansmanı için iç borçlanmaya başvurulmasının yanı sıra ağırlıklı Merkez Bankası kaynakları kullanılmış ve 1980'lerden sonra da azalarak kullanılmaya devam etmiştir.

Türkiye'de cumhuriyetin ilanından sonra dönem dönem ekonomide liberal politikaların uygulanmasına yer verilmiştir. Ancak politikadaki esas büyük dönüşüm 24 Ocak 1980 Kararları ile gerçekleşmiştir. 1970'lerde yaşanan reel sektörün kâr hadlerindeki düşüş, kârlılık yaratıcı yeni alanlar yaratılması ihtiyacını doğurmuştur. Bu da neo-liberal iktisat politikalarının uygulamaya konması ile gerçekleştirilmesi hedeflenmiştir. Neo-liberal politikaların uygulanışı açısından 1980'lerden sonrası 1980-1983 ve 1984-1989 olmak üzere iki ayrı alt döneme ayrıldığında, ilk dönemde daraltıcı para ve maliye politikalarının uygulandığı, devlet müdahalelerinin daraltıldığı, kemer sıkma politik önlemlerinin alındığı görülmekte iken ikinci dönemde seçimlerin de etkisiyle genişletici para ve maliye politikalarına yönelindiği görülmektedir. 1989'da tamamlanan finansal liberalizasyon süreci, 1990'larda küreselleşmenin yoğun baskısı ve ex-ante cazip

---

<sup>120</sup> Ulusoy, 2011, 120-121.

<sup>121</sup> 1980 öncesinde Türkiye'de negatif reel faiz uygulaması söz konusudur. Devlet, yaptığı iç borçlanmalarda enflasyonun altında faiz oranından borçlanarak borç veren kesimlerin negatif reel faiz ile borç vermesine neden olmaktadır. Sosyal güvenlik kuruluşlarının sahip oldukları fonların devlet tarafından ucuz maliyetle temin edilmesi/negatif reel faiz uygulaması sonucunda devletin o günkü bütçe veya kamu açıkları finanse edilir iken izleyen yıllarda sosyal güvenlik kuruluşlarının bu durumdan dolayı mali yapıları bozularak daha fazla kamu harcaması ihtiyacını gerektirecektir (Emil, F. ve Yılmaz, H. H. 2003, 12-16 Mayıs. Kamu borçlanması, istikrar programları ve uygulanan maliye politikalarının kalitesi genel sorunlar ve Türkiye üzerine gözlemler. XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumunda sunuldu, KKTC.).

koşullarının etkisiyle sıcak para girişlerinin desteklenmesi, spekülâtif finansal yatırımlar, vb. etkenler iç borç stokunu hızla artırmıştır. 1994 Krizi, 1998 Krizi, 2000 Kasım ve 2001 Şubat Bankacılık Krizleri, 2008 Küresel Finansal Krizleri de iç borç stokunun artmasında önemli paya sahiptirler.

1980 sonrasında iç borçların gelişimi, iktisat politikalarındaki dönüşümden kaynaklı olarak alt dönemlere ayrılarak incelenecektir. Yapılan dönemlendirmede iktisat politikalarına eşlik eden siyasal sistemde istikrar/rekabet de kuşkusuz etkilidir.

### 2.3.2.1. 1980 – 1988 dönemi

24 Ocak 1980 Kararları ile birlikte negatif faiz uygulamasına son verilmiş ve pozitif faiz uygulamasına geçilmiştir. Bu çerçevede 1 Temmuz 1980’de faiz haddi serbest bırakılarak bankalar vadeli mevduat ve kredi faizlerini müşterileri ile pazarlık yaparak belirlemiştir ancak finans piyasasında türbülansa yol açması üzerine Temmuz 1983’te bankalar sıkı denetime alınmış, Aralık 1983’te faiz hadlerinin denetimi TCMB’ye verilmiş, 1987’de serbest bırakılan faiz hadleri spekülâtif faaliyetler sonucunda tekrar sıkı denetime tabi tutulmuştur<sup>122</sup>. Türkiye’de bankacılık sektörünün 2002’ye kadar yeterince gelişmemiş olması, sermaye yapısının güçsüzlüğü ve holdingler ile olan yakınlığı nedeniyle faiz hadleri piyasa serbestisine göre şekillenememiştir<sup>123</sup>. Pozitif faiz uygulamaları bir yandan ülkeye yabancı sermayeyi çekerken diğer yandan 1980 öncesinde alınan dış borç ve dış kredilerin TL cinsinden borç yükünü artırmıştır. 24 Ocak 1980 Kararları ile birlikte 1983’e kadar uygulanan sıkı para ve sıkı maliye politikaları başarılı sonuçlar verse de iç piyasada faizlerin yükselmesi enflasyon ile birleşince dışa bağımlı büyüme politikasını geliştirmiştir. Ayrıca kamu kesiminin giderek artan harcamaları ve KİT’lerin 1980 öncesindeki yapısal bozuklukları kamu açıklarını hızla artırmıştır.

Çizelge 2.1’de 1980-1988 yılları arasında konsolide bütçe verilerinin GSYH’ye oranı gösterilmektedir. 1980’den sonra bütçe giderlerindeki azalışa eşlik eden bütçe gelirleri (tahsilat) bütçenin açık vermesine yol açmıştır. Öngörülen

<sup>122</sup> Şahin, H. (2009). *Türkiye ekonomisi*. (Onuncu Baskı). Bursa: Ezgi Kitabevi, 193-194.

<sup>123</sup> Şahin, 2009, 193-194.

bütçe dengesi ile gerçekleşen bütçe dengesi arasındaki farkın açılmasında azalan bütçe gelirleri (tahsilat) payının olduğu söylenebilir. 24 Ocak 1980 Kararları ile birlikte dışa açık büyüme politikasının belirlenmesi üzerine ihracata dayalı sanayi politikaları uygulanmaya başlanmıştır. Bu çerçevede kamu harcamalarındaki azalışta 24 Ocak 1980 Kararları'ndaki harcamaları azaltıcı politikaların ve kamu gelirlerindeki azalışta da ihracata dayalı büyüme sanayi politikası çerçevesinde özel sektörü üretime teşvik edici vergisel uygulamaların etkisinin olduğunu söylemek pek de yanlış olmayacaktır. Çünkü; 24 Ocak 1980 Kararları ile ihracata dayalı sanayi politikalarının benimsenmesi ihracatı teşvik edici politikaların uygulanmasını gündeme getirmiştir. İhracatı teşvik etmek ve desteklemek için ihracat üzerindeki vergi yükünü çeşitli muafiyet ve istisnalarla azaltıcı politikalara başvurulmuştur. Vergi gelirlerindeki düşüş, 1985 yılında uygulamaya konulan KDV gelirleri ile telafi edilmeye çalışılmış ancak ihracatı teşvik için uygulamaya konulan politikalar (*gelir ve kurumlar vergilerinde vergi muafiyeti ve istisnaları artırıcı düzenlemeler, vergi dışı bırakılan gayrimenkul değer artışları, vergi oranları düşürülen menkul değer kazançları, ihracatı teşvik amacıyla vergi iadesi, döviz kazançları için vergi indirimleri, vb.*) ve harcamaların gelirlerden fazla olması konsolide bütçenin açık vermesine yol açarak iç borçlanmaya başvurulma ihtiyacını doğurmuştur<sup>124</sup>.

Çizelge 2.1. Konsolide Bütçe Gelir, Gider ve Dengesi (1980-1988)

Konsolide Bütçe Gelir, Gider ve Dengesi (1980-1988) (%)									
YIL	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
<b>Bütçe Giderleri (Harcama)</b>	16.32	15.37	12.51	15.59	14.47	13.76	12.10	12.73	12.35
<b>Bütçe Gelirleri (Tahsilat)</b>	14.05	14.47	11.50	14.42	12.75	12.68	10.42	10.40	10.12
<b>Bütçe Dengesi (Öngörülen)</b>	-0.71	-0.56	-0.46	-0.80	-1.01	-1.06	-0.73	-0.93	-1.41
<b>Bütçe Dengesi (Gerçekleşen)</b>	-2.27	-0.91	-1.01	-1.17	-1.72	-1.09	-1.69	-2.34	-2.22

Kaynak: BÜMKO verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Çizelge 2.2'de 1980-1988 yılları arasında KKBG/GSMH oranı bütçe türleri itibariyle gösterilmektedir. 24 Ocak 1980 Kararları arasında çok sayıda daraltıcı maliye ve para politikası yer almaktadır. Bunlardan biri olan KİT açıklarının azaltılması ve KİT ürünlerine zam yapılması kararları yönünde atılan adımlar

<sup>124</sup> Sönmez, 2008, 267.

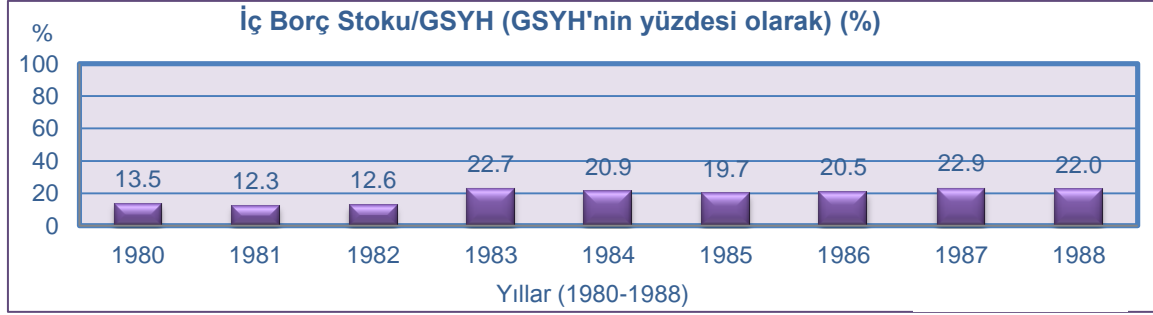
KKBG/GSMH oranının KİT açıkları açısından olumlu katkı sağladığını göstermektedir. 24 Ocak 1980 Kararları'nın ardından 1981'den itibaren KİT'lerin açıklarının ve borçlanma gereksinimlerinin azaldığı görülmektedir. Buna karşın 1984'ten itibaren konsolide bütçenin borçlanma gereksinimi artmaya başlamıştır. Diğer taraftan 24 Ocak 1980 Kararlarından bir diğeri olan pozitif faiz uygulamasına geçiş ile birlikte finansal sermaye serbestisine dayanan politikalar, finansman kaynağına erişimi kolaylaştırmış ve iç borçlanmaya başvurulmasını artırmıştır.

Çizelge 2.2. KKBG'nin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı (1980-1989)

KKBG'nin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı (GSMH'ye oranı) (%)										
YIL	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Konsolide Bütçe	3.1	1.5	1.5	2.2	4.4	2.3	2.8	3.5	3.1	3.3
Faiz Dışı Konsolide Bütçe	2.5	0.6	0.7	0.7	2.4	0.3	0.2	0.5	-0.8	-0.3
KİT	4.9	2.4	1.9	2.2	1.9	2.5	2.6	3.3	2.2	1.9
Mahalli İdareler	0.3	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.3	0.5	0.4	0.2
Döner Sermayeli İşl.	0.5	0.0	0.1	0.5	0.0	-0.4	-0.3	0.0	0.1	0.0
SGK	-	-	-	-	-0.3	0.0	0.0	-0.6	-0.4	-0.4
Fonlar	-	-	-	-	-0.5	-0.6	-1.7	-0.6	-0.5	0.4
Özelleştirme Kap. Kur.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.1
Toplam KKBG	8.8	4.0	3.5	4.9	5.4	3.6	3.7	6.1	4.8	5.3
Toplam KFDBG	8.2	3.0	2.7	3.4	3.4	1.7	1.1	3.1	1.0	1.7

Kaynak: DPT, Ekonomik ve sosyal göstergeler 1950-2004 verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

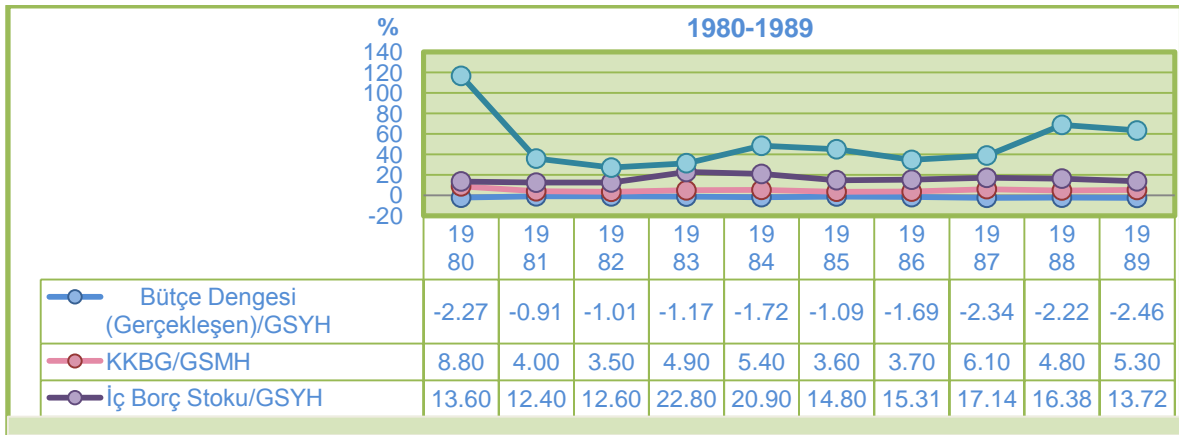
Şekil 2.1'de 1980-1984 yılları arasındaki iç borç stoku/GSMH oranı, 1985-1988 yılları arasındaki iç borç stoku/GSYH oranı gösterilmektedir. Devlet, hızla artan kamu açıklarını finanse edebilmek ve dış borçlarını karşılayabilmek için iç borçlanmaya başvurmaya başlamıştır. 1983'ten itibaren iç borç stoku artmaya başlamıştır. Kamu açıklarının ve iç borç stokunun seyri birlikte incelendiğinde 1984'ten sonra iç borç stokunun hızla arttığı görülmektedir. Çünkü; iç borçlanmaya sadece ülkeye yabancı finansal kaynak girişi için değil mevcut borçların çevrimi için de başvurulmuştur. Bu da 1980'lerden sonra iç borç stokunun artmasına neden olmuştur. 1985-1988 dönemindeki iç borç stoku 1980-1984 dönemindeki iç borç stokundan daha fazladır ancak 1985'e kadarki verilerde GSMH'ye olan oran kullanıldığından Şekil 2.6'da 1985 öncesinde iç borç stoku yüksek olarak algılanabilir.



Şekil 2.1. İç Borç Stoku (1980-1988)

Kaynak: 1980-1984 dönemi; Çöğürçü, 2012, 96'daki veriler kullanılarak düzenlenmiştir. 1985-1988 dönemi; Hazine Müsteşarlığı VDS'deki verilerden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Şekil 2.2'de 1980-1989 yılları arasındaki bütçe dengesi, KKBG ve iç borç stoku ile ilgili veriler gösterilmektedir. Şekil 2.2'ye göre ilgili dönemde konsolide bütçe dengesi de KKBG ve iç borç stoku ile birlikte neredeyse aynı trendde hareket etmektedir. Bu da 1980'lerden itibaren KKBG ve iç borç stokundaki artış trendinin konsolide bütçe açığından kaynaklandığını en azından bütçe türleri itibariyle KKBG verileri karşılaştırıldığında konsolide bütçe açığının her iki değişken üzerinde önemli bir paya sahip olduğunu göstermektedir.



Şekil 2.2. Makroekonomik Göstergeler (1980-1989)

### 2.3.2.2. 1989 – 1994 dönemi

24 Ocak 1980 Kararları ancak 1984'e kadar istikrarlı bir şekilde uygulanabilmiştir. Siyasal sistemde siyasi yasaklardan kaynaklanan bir anti-rekabet durumu söz konusudur. 1987'de Merkez Bankası ilk kez açık piyasa işlemlerine başlamış ve 1989'da Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu'nda 32

Sayılı Karar ile yapılan değişiklik ile yerleşiklerin yurtiçinde yabancı para birimlerini de tutmaya başlamışlardır. Özellikle 32 Sayılı Karar'ın etkisi ile dış ticaret açığı artmış ve döviz rezervleri azalmıştır. 1980'den sonra altyapı yatırım harcamalarına duyulan ihtiyaç ve devletin bu yöndeki harcamaları bütçe açıklarının artmasında rol oynamıştır. Yaşanan iktisadi dengesizlikler ve kamu açıkları faizlerin yükselmesine yol açmıştır<sup>125</sup>. 1990'lardan itibaren hızla artan bütçe açıkları ve kamu açıkları için iç borçlanmaya giderek daha fazla başvurulmaya başlanmış ve bu da iç borç stokunu artırmıştır. 1990'larda finansal liberalizasyonun etkisiyle ülkeye sıcak para girişleri artmıştır. Ülkeye giren sıcak para artışı döviz bolluğu yaratmış ve ithalatı teşvik etmiştir. Artan ithalat hacmine karşılık ihracat hacmi aynı oranda artmadığı için dış ticaret hacmi ihracat gelirleri aleyhine gelişmiştir. Döviz bolluğu Merkez Bankasının rezervlerini artırırken TL'nin para talebini de artırmıştır ancak cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilemiştir. Merkez Bankası, sıcak para girişleri ile artırdığı döviz rezervleri karşılığında piyasaya TL sürmüştür. Böylece bireylerin geliri artmış, bireyler gelirinden fazla harcama yaparak tasarruflarını azaltmıştır. Bu da enflasyon sarmalına neden olmuştur<sup>126</sup>.

Çizelge 2.3'te 1988-1994 yılları arasında konsolide bütçe verilerinin GSYH'ye oranı gösterilmektedir. 1990'da bir önceki yıla göre artış gösteren konsolide bütçe açığı 1993'te ilgili dönem itibariyle en yüksek değere sahiptir. Konsolide bütçe açığındaki bu artışın daha iyi yorumlanabilmesi için KKBG/GSYH'nin bütçe türleri itibariyle yer aldığı Çizelge 2.4'teki veriler ile birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir.

<sup>125</sup> İnternet: Krizler tarihi raporu. Web: <http://www.atonet.org.tr/yeni/index.php?p=276&l=1> adresinden 15 Ekim 2007'de alınmıştır.

<sup>126</sup> Bir dönemde ülkeye giren dövizler çıkan dövizlerden fazla ise, ülke içerisinde döviz bollaşacağından dövizin, ulusal para birimi karşısında değeri düşecek, ulusal para birimi değerli hale gelecektir ve bu durumun olumsuz etkilerini giderebilmek ya da en aza indirebilmek için gerekli para politikası uygulanacaktır ki, buna, sterilizasyon denmektedir (İnternet: Eğilmez, M. 2013. MB'nin "sterilizasyon politikası" ne anlama geliyor? Web: <http://t24.com.tr/haber/mbnin-sterilizasyon-politikasi-ne-anlama-geliyor> adresinden 14 Nisan 2015'te alınmıştır.). TCMB'nin sterilizasyon politikası iki şekilde uygulanmaktadır (İnternet: Eğilmez, 2013.): İlki, dövizin bollaşmasını önlemek için zorunlu karşılık oranlarını yükseltmesi ve zorunlu karşılıkları ROK uygulamasıyla döviz cinsinden alarak rezervlerini artırmasıdır. İkincisi ise, piyasada azalan TL likiditesini artırabilmek için haftalık tahvil repo ihalesi yapmasıdır. Ülkeye sıcak para girişlerinin artması ve merkez bankasının bu durumda sterilizasyona gitmemesi ekonomide parasal genişlemeye, enflasyonun düşmemesine, ulusal para biriminin değerli kalmasına ve cari açığa yol açacaktır (Uygur, 2001, 17.). Doalysıyla sterilizasyona gidilmemesi, enflasyonla mücadelede enflasyonun düşürülmesi yerine yükselmesine yol açarak ulusal para biriminin değerli kalmasına neden olacaktır.

Çizelge 2.3. Konsolide Bütçe Gelir, Gider ve Dengesi (1988-1994)

Konsolide Bütçe Gelir, Gider ve Dengesi (1988-1994) (%)							
YIL	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Bütçe Giderleri (Harcama)	12.35	12.72	12.94	15.63	15.34	18.41	17.35
Bütçe Gelirleri (Tahsilat)	10.12	10.27	10.71	11.70	12.12	13.41	14.45
Bütçe Dengesi (Öngörülen)	-1.41	-1.47	-1.99	-2.02	-2.18	-1.16	-1.77
Bütçe Dengesi (Gerçekleşen)	-2.22	-2.46	-2.23	-3.93	-3.22	-5.00	-2.90

Kaynak: BÜMKO verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Çizelge 2.4'te 1990-1994 yılları arasında KKBG/GSYH oranı bütçe türleri itibariyle gösterilmektedir. 1990'lardan sonra KKBG hızla artmaya başlamıştır. Çizelge 2.6 incelendiğinde konsolide bütçeden kaynaklı KKBG artışı olduğu görülmektedir. Çizelgede TKKBG ile TFHKKBG verileri incelendiğinde faiz ödemelerinden kaynaklı konsolide bütçe açığı artışı olduğu görülmektedir. Bu da 1990'larda iktisadi döneme egemen olan liberalizasyon olgusu sonucunda sıcak para girişleri karşılığında ödenen faizlerden kaynaklanmaktadır. 1991 ve 1993'te konsolide bütçe açığındaki artışın nedeni olarak da ilgili yıllardaki faiz ödemelerinde meydana gelen artış gösterilebilir.

Çizelge 2.4. KKBG'nin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı (1990-1994)

KKBG'nin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı (GSYH'ye oranı) (%)					
YIL	1990	1991	1992	1993	1994
<b>GENEL DEVLET (A)</b>	<b>2.53</b>	<b>4.86</b>	<b>4.94</b>	<b>6.63</b>	<b>4.34</b>
Konsolide Bütçe	2.26	3.84	3.23	5.02	2.92
Mahalli İdareler	0.03	0.20	0.59	0.54	0.31
Fon	0.46	0.70	0.94	0.64	0.67
İşsizlik Sigortası	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Sosyal Güvenlik	-0.21	0.10	0.18	0.43	0.43
Genel Sağlık Sigortası	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Döner Sermaye	-0.01	0.01	0.01	0.00	0.01
<b>KİT (B)</b>	<b>2.98</b>	<b>2.59</b>	<b>2.96</b>	<b>1.02</b>	<b>0.26</b>
İşletmeci	2.94	2.47	2.79	0.73	-0.38
Tasarrufçu	-0.13	-0.15	-0.36	-0.24	0.15
Özelleştirme Kapsamındaki Kuruluşlar	0.17	0.27	0.52	0.52	0.50
<b>Faiz Ödemeleri (a)</b>	<b>3.82</b>	<b>4.56</b>	<b>4.60</b>	<b>6.17</b>	<b>8.08</b>
<b>Özelleştirme Gelirleri (b)</b>	<b>0.28</b>	<b>0.17</b>	<b>0.14</b>	<b>0.17</b>	<b>0.28</b>
<b>TKKBG (1) (A+B)</b>	<b>5.52</b>	<b>7.45</b>	<b>7.90</b>	<b>7.65</b>	<b>4.61</b>
<b>TFHKKBG (2) (1-a)</b>	<b>1.70</b>	<b>2.89</b>	<b>3.30</b>	<b>1.48</b>	<b>-3.47</b>
<b>TÖGHKKBG (3) (1+b)</b>	<b>5.80</b>	<b>7.63</b>	<b>8.04</b>	<b>7.82</b>	<b>4.89</b>
<b>TFÖGHKKBG (4) (1-(2+3))</b>	<b>1.98</b>	<b>3.07</b>	<b>3.44</b>	<b>1.65</b>	<b>-3.19</b>

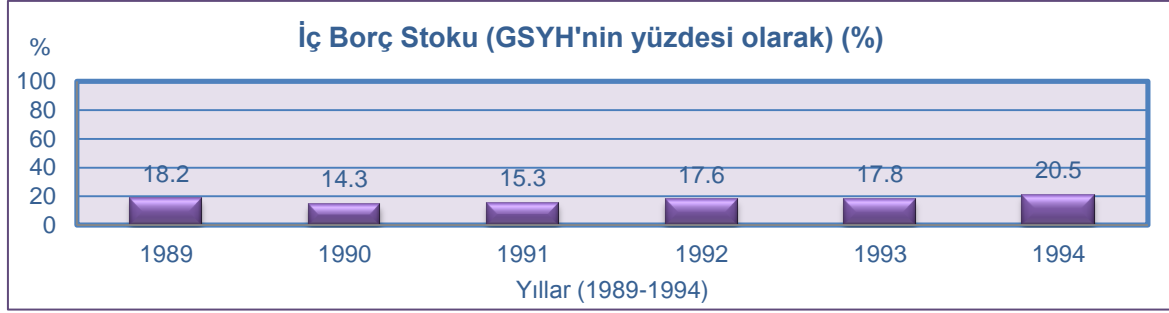
Kaynak: Kalkınma Bakanlığı, Kamu Kesimi Borçlanma Gereği Özet Göstergeler'nden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Şekil 2.3'te 1989-1994 yılları arasındaki iç borç stoku/GSYH oranı gösterilmektedir. 1989'da çıkartılan 32 Sayılı Karar ile hanehalkının yurtiçinde yabancı para birimi cinsinden tasarruf bulundurmalarının serbest bırakılması uluslararası piyasalardan düşük maliyetle borçlanıp yurtiçi piyasalarda yüksek kazanç ile borç vermelerine neden olmuştur. Diğer yandan sıcak parayı ülkeye çekebilmek için uygulanan yüksek faiz politikası iç borç stokunu artırmıştır. 1989'dan itibaren benimsenen düşük kur-yüksek faiz uygulamasının bir sonucu olan aşırı değerlenmiş TL politikasının yurtdışından düşük maliyetle borçlanılıp elde edilen kaynakların yurtiçinde yüksek kârlılık sağlayan devlet iç borçlanma araçlarına plase edilmesi TL üzerindeki devalüasyon beklentilerini artırmıştır ancak serbest dalgalı döviz kuru rejimi bu yönde pek kullanılmak istenmemiş onun yerine devalüasyon beklentisi faiz oranları üzerinden piyasalara yansıtılmış, faiz oranları daha da yükselmiştir<sup>127</sup>. İç borçlanmanın artması giderek daha fazla iç borç faiz geri ödemesini gerektirmiş ve borç faiz ödemeleri için de iç borçlanmaya başvurulmuştur. 1993'e gelindiğinde tahvil ihracı karşılığında sağlanan dış kredilerin payı oldukça yükselmiş, ticari bankaların da yurtdışından *düşük faiz (LIBOR + % 1.2 ve LIBOR<sub>1993</sub> = % 3.5 iken enflasyon düşüldükten sonraki 1 yıl vadeli iç borçlanma ortalama bileşik faiz oranı<sub>1993</sub> = % 87.5'tir.)* ile sağladıkları döviz kredileri yurtiçinde yüksek faizden yararlanarak Hazine kağıtlarına yatırmalarına olanak tanımıştır<sup>128</sup>. Bu da iç borç stokunun artmasında önemli bir unsurdur. Dolayısıyla ticari bankaların sayısında artış yaşanmış ve birçok küçük ölçekli ticari bankalar kurulmuştur<sup>129</sup>. İç borç stokunun hızla artmasında devletin, sosyal güvenlik kuruluşları, bankalar ve kamu kuruluşlarına zorunlu tahkim kapsamında portföylerinde devlet iç borçlanma araçları bulundurma zorunluluğu getirmesinin payı vardır.

<sup>127</sup> Parasız, İ. (1995). *Kriz ekonomisi: Hiper enflasyon ve yüksek enflasyonla mücadelede ünlü istikrar politikaları ve 5 Nisan 1994 Kararları*. Bursa: Ezgi Kitabevi, 164-165.

<sup>128</sup> Parasız, 1995, 166.

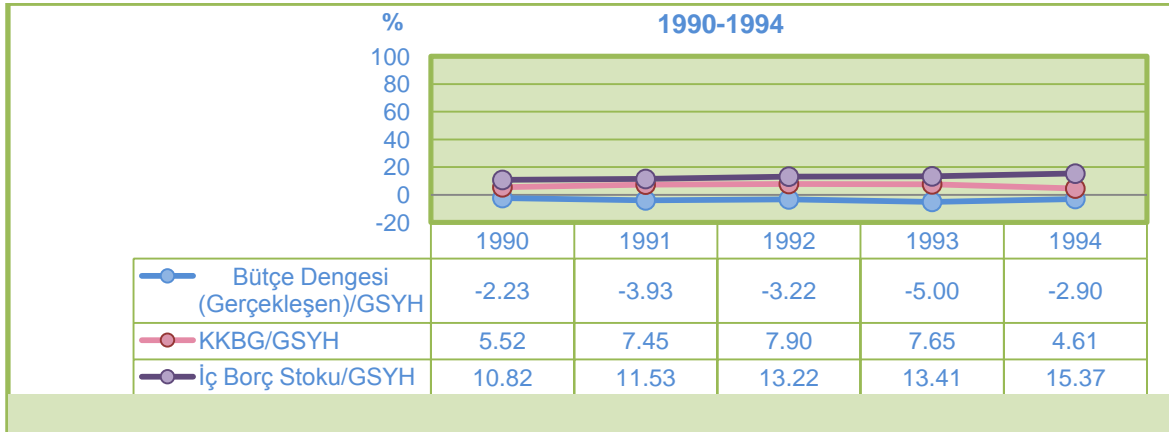
<sup>129</sup> Parasız, 1995, 166.



Şekil 2.3. İç Borç Stoku (1989-1994)

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı VDS'deki verilerden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Şekil 2.4'te 1990-1994 yılları arasındaki bütçe dengesi, KKBG ve iç borç stoku ile ilgili veriler gösterilmektedir. Konsolide bütçe dengesi ve KKBG arasındaki ilişki yakın olup neredeyse aynı seyirde hareket etmelerine neden olmaktadır. İç borç stokundaki hareketlilik de bu ilişkiden etkilenecek benzer bir trend sergilemektedir.



Şekil 2.4. Makroekonomik Göstergeler (1990-1994)

1970'lerden 1994'e kadar Türkiye ekonomisinde yaşanan iktisadi istikrarsızlıkların temel nedeni, döviz dar boğazı ve dış ticaret açığıdır. Ancak 1994 Krizi piyasadaki yüksek likidite bolluğundan ve ithalata dayalı büyüme stratejisinden kaynaklanmıştır. Hem ekonominin kendi iç dinamiklerinden hem de siyasal sistemden kaynaklı istikrarsızlıklar ve geleceğe dönük beklentilerdeki belirsizlikler Türkiye'ye giren sıcak paranın tersine akmasına ve Türkiye'den sermaye kaçışının başlamasına yol açmıştır.

Haziran 1993'te Cumhurbaşkanlığı seçimlerinden sonra iktidara gelen yeni hükümet borçlanmanın maliyetini düşürebilmek için faiz oranlarını aşağı çekmeyi planlamış, yapılan iç borçlanma ihalelerindeki faiz oranlarını yüksek bulduğu için ihaleleri geri çevirmiş ancak ülkeden hızla sıcak para kaçışına yol açtığından daha yüksek faiz oranları ile borçlanmaya devam etmek durumunda kalmıştır<sup>130</sup>. 1994'te yaşanan krizin ardından 5 Nisan 1994 İstikrar Programı Kararları alınmıştır. Bu kararların öncelikli hedefi enflasyonu düşürebilmek ve iç talebi kısabilmektir. Dolayısıyla düşük kur politikasından vazgeçilmiş, kamu açıkları baskılanmaya çalışılmış, ortodoks ve heterodoks istikrar programları birlikte uygulamaya konulmak istenmiştir. 1994 Krizi'nin yaşanmasında önemli bir etken olarak görülen kurala dayalı para politikalarının terk edilerek duruma göre para politikalarının benimsenmesinin 1989'dan itibaren finansal liberalizasyon ve küresel ekonomiye entegrasyon sürecinde pek de doğru olmadığı görüşleri söz konusudur<sup>131</sup>.

### **2.3.2.3. 1995 – 1999 dönemi**

5 Nisan 1994 Kararları'nın başarısı sadece 1994 yılı ile sınırlı kalmıştır. Çünkü; iktisadi ve siyasi sistemdeki belirsizlikler risk primini artırarak hem kaynak bulmayı zorlaştırmış hem de önceden alınmış olan borçların maliyetini artırmıştır. Geleceğe yönelik olumsuz bekleyişler, yüksek enflasyon beraberinde risk priminin de eklenmesiyle faiz oranlarını daha da yükseltmiştir. Bir yandan devlete olan güven sarsılmış diğer yandan da devlet iç borçlanma araçları daha yüksek faiz oranları ile ihraç edilmeye başlamıştır. Tüm bu olumsuz koşullara rağmen devlet iç borçlanma araçlarının diğer finansal araçlara göre daha fazla güvenilir olması ve kârlılık oranının yüksek olması bu araçlara olan talebi sürdürmüştür.

1995-1999 dönemindeki iç borçlanmaya ilişkin olarak şunlar söylenebilir<sup>132</sup>:

<sup>130</sup> Ulusoy, 2011, 130.

<sup>131</sup> Parasız, 1995, 145.

<sup>132</sup> İnternet: Türkiye'nin güçlü ekonomiye geçiş programı. Web: <http://www.tcmb.gov.tr> adresinden 20 Şubat 2009'da alınmıştır.

- İç borç stokundaki artışın kaynağı, 1990-1994 yılları arasında FDKKKBG iken 1995-1999 yılları arasında yüksek reel faizlerin etkisiyle artan borçlanma maliyetidir.
- Yüksek vergi oranlarına rağmen vergi tabanının düşüklüğü gibi nedenlerden dolayı vergi gelirlerindeki azalış artan kamu harcamalarını karşılayamamıştır. Bu da iç borç stokunu artırmıştır.
- Devlet iç borçlanma araçlarının siyasi baskılar nedeniyle en büyük alıcısı olan kamu bankalarının görev zararları ve sosyal güvenlik kuruluşlarının açıklarından kaynaklanan KKBG iç borçlanmaya başvurulmaya devam edilmesine yol açmıştır.
- 1997-Güneydoğu Asya Krizi ve 1998-Rusya Krizi'nin Türkiye'ye etkileri iç borçlanma üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır<sup>133</sup>. Güneydoğu Asya Krizi ve Güneydoğu Asya ülkelerindeki devalüasyon politikasının Türkiye'ye etkileri Ekim 1997'de hissedilmeye başlanmış ancak olumsuz etkileri Türkiye'nin bu ülkeler ile olan dış ticaretinin sınırlı düzeyde olması (uluslararası dış ticaret pazarlarında aynı

<sup>133</sup> 1990'dan sonra hızlanan spekülâtif finansal sermaye hareketleri, kaynakların GÜ'lerden GOÜ ve AGÜ'lere doğru hareket etmesine yol açmıştır. Finansal sermayeyi bu ülkelere iten pek çok unsur söz konusudur özellikle finansal sermaye üzerinde kısıtlayıcı engellerin az ya da hiç bulunmaması ve sermayeyi ihraç eden ülkeden daha fazla getiri elde edilmesidir. Dolayısıyla 1990'dan sonra bazı GOÜ ve AGÜ'lerde finansal sermaye girişi artmıştır. Ancak hızla ülkelere giriş yapan spekülâtif nitelikteki finansal sermaye, girdiği ülkenin finansal piyasalarında hem baskı yaratır hem de içsel şoklardan etkilenmesi durumunda hızla ülkeyi terk etmeye başlar. Asıl sorun da finansal sermayenin hızla ülkeleri terk etmesinde başlar. Para piyasaları özellikle bankacılık sektörü ve/veya sermaye piyasaları ülkeden çıkan finansal sermayenin yıkıcı etkilerine maruz kalabilmektedir. 1997'ye gelindiğinde iyi bir büyüme performansı sergileyen Güneydoğu Asya ülkeleri özellikle Güney Kore, Malezya, Singapur, Tayvan, Endonezya ve Filipinler (Arın, T. 1998. Asya Krizi ve kriz yönetiminde hegemonya. *İktisat Dergisi*, Ocak-1998, 5.) tutarsız makroekonomik politikalar, kısa vadeli borçlardaki artış, yabancı sermaye girişlerinin yatırım olarak verimsiz alanlarda kullanılması, finansal piyasaların yapısal kırılganlıkları, döviz kuru politikaları, dışsal etkiler, vb. nedenlerden dolayı 1997'de finansal kriz ile karşı karşıya kalmışlardır (Yalçınar, 2008, 37.). Kriz ilk olarak Mayıs 1997'de Tayland'da başlamış ve sırasıyla Filipinler, Malezya, Endonezya ve Güney Kore'ye de sıçrayarak (Aydın, S. 2000. Asya Krizi ve sermaye hareketlerinin vergilendirilmesi. *Maliye Dergisi*, 133, 13-14.) Güneydoğu Asya ülkelerini derinden etkilemiştir. 1997'de Güneydoğu Asya Krizi'nin etkilerinin yansımaları yaşanırken 17 Ağustos'ta Rusya'nın moratoryum ilan etmesi ve rubleyi devalüe etmesi İMKB dahil tüm borsaları altüst etmiş, borsalardan yüksek miktarlarda hisse senedi kaçışına yol açmış ve bankacılık sektörünü de içerecek şekilde finans piyasalarını derinden sarsmıştır (İnternet: Karluk, R. S., Tonus, Ö. ve Çatalbaş, N. Güneydoğu Asya ve Rusya Krizi karşısında Türkiye. Web: [http://www.academia.edu/3320014/G%C3%BCneydo%C4%9Fu\\_Asya\\_ve\\_Rusya\\_Krizi\\_Kar%C5%9F%C4%B1s%C4%B1nda\\_T%C3%BCrkiye\\_adresinden\\_8\\_Mayıs\\_2015'te\\_alınmıştır.](http://www.academia.edu/3320014/G%C3%BCneydo%C4%9Fu_Asya_ve_Rusya_Krizi_Kar%C5%9F%C4%B1s%C4%B1nda_T%C3%BCrkiye_adresinden_8_Mayıs_2015'te_alınmıştır.)).

nitelikteki ürünler açısından Türkiye-Güneydoğu Asya ülkeleri arasındaki rekabet üstünlüğünü Türkiye kaybetmiş, bu ülkeler ile arasındaki dış ticaret sınırlı düzeyde olsa da aynı ihracat pazarlarına sahip olduklarından rekabet üstünlüğünden dolayı Türkiye'nin ihracat pazar payını daraltmıştır.), 24 Ocak 1980 Kararları'nın ardından benimsenen dışa açık büyüme politikasının, liberalizasyon yönünde atılan adımların, vb. nispeten sınırlı düzeyde kalması, sıcak paraya yönelik ihtiyatlı politikalar, 1990'dan itibaren büyük oranlarda dışa açılmamış olması gibi etkenlerden dolayı çok da yıkıcı olmamıştır ancak yaşanan krizden etkilendiği de bir gerçektir<sup>134</sup>. 1998'de Rusya'daki finansal ve siyasi kriz Türkiye'nin dış ticaretini, finansal piyasalarını ve iki ülke arasındaki bavul ticaretini olumsuz yönde etkileyerek, Türkiye'yi, Güneydoğu Asya Krizi'ne göre daha fazla sarsmıştır<sup>135</sup>. Rusya Krizi nedeniyle İMKB'de yüksek oranda düşüşler meydana gelmiş, 29 Ağustos 1998'de dönemin Başbakanı Mesut Yılmaz tarafından krize karşı bazı önlemler alınmış (bankalar arası mevduatlarda stopaj oranının % 6'dan sıfıra düşürülmesi, kamu kağıtlarının alım-satımında BSMV'nin % 5'ten 1'e düşürülmesi, Takasbank'ta gerçekleştirilen işlemlerde BSMV'nin % 5'ten 1'e düşürülmesi, forward işlemlere getirilen sınırlamaların kaldırılması), alınan önlemlerin yetersiz kalması sonucunda Eylül ayı başında ek önlemler de alınmış ancak kamu borçlanma senetlerinden alınan stopajlar, yatırım fonu alım-satım kazançlarının vergi ve beyan dışı tutulması, özel yatırımcıların hisse senetlerinden doğan kazançlarının vergi dışı tutulması, vb. konularda herhangi bir düzenleme yapılmaması, izleyen süreçte borsayı rahatlatmak bazı kararların alınmasına karşılık yasa ile ilgili düzenlemelere ihtiyaç duyulması Türkiye'nin Rusya Krizi'nden daha fazla etkilenmesine yol açmıştır<sup>136</sup>. Rusya Krizi'nin finansal piyasalarda yarattığı sermaye kaçışlarını önleyebilmek için nominal faiz oranları artırılmış ancak ekonomideki belirsizlikler ve olumsuz gidişattan dolayı bankacılık

<sup>134</sup> Karluk, Tonus ve Çatalbaş, 2015.

<sup>135</sup> İnternet: Yıldırım, O. Türk bankacılık sektöründe yaşanan finansal krizler (1980-2002): (Nedenleri, sonuçları ve ekonomik etkileri). Web: <http://www.biraz.gen.tr/bankacilik/turk-bankacilik-sektorunde-yasanan-finansal-krizler-1980-2002-nedenleri-sonuclari-ve-ekonomik-etkileri> adresinden 5 Mayıs 2015'te alınmıştır.

<sup>136</sup> Karluk, Tonus ve Çatalbaş, 2015.

sektörünün aktif-pasif dengesi bozulmuş, verdikleri kredilerin geri dönüşlerinde sıkıntılar ortaya çıkmış, yapısal açıdan güçlü olmamaları krizi atlatmalarını zorlaştırmış ve Kasım 2000 ile Şubat 2001 Krizlerine zemin hazırlamıştır<sup>137</sup>.

Çizelge 2.5'te 1994-1999 yılları arasında konsolide bütçe verilerinin GSYH'ye oranı gösterilmektedir. Bütçe açığının 1998'de % 5.42'den 1999'da % 8.75'e çıkmasında 1997 ve 1998 Krizlerinin etkileri vardır.

Çizelge 2.5. Konsolide Bütçe Gelir, Gider ve Dengesi (1994-1999)

Konsolide Bütçe Gelir, Gider ve Dengesi (1994-1999) (%)						
YIL	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Bütçe Giderleri (Harcama)	17.35	16.52	19.95	20.77	22.24	26.85
Bütçe Gelirleri (Tahsilat)	14.45	13.51	13.74	15.00	16.82	18.10
Bütçe Dengesi (Öngörülen)	-1.77	0.75	-4.34	-0.08	-5.68	-8.71
Bütçe Dengesi (Gerçekleşen)	-2.90	-3.02	-6.21	-5.77	-5.42	-8.75

Kaynak: BÜMKO verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Çizelge 2.6'da 1994-1999 yılları arasında KKBG/GSYH oranı bütçe türleri itibariyle gösterilmektedir. 1997-1999 yılları arasında faiz ödemeleri ve TKKBG artmıştır. Ancak TFHKKBG verilerine bakıldığında, 1997 ve 1998 yıllarında faiz ödemeleri hariç tutulduğunda kamu fazlası olduğu, 1999 yılında ise % 0.15 gibi küçük bir düzeyde kamu açığı olduğu görülmektedir. Faiz ödemeleri dikkate alındığında ise, TKKBG'nin 1997-1999 arasında faiz ödemelerindeki artıştan kaynaklı olarak arttığı görülmektedir.

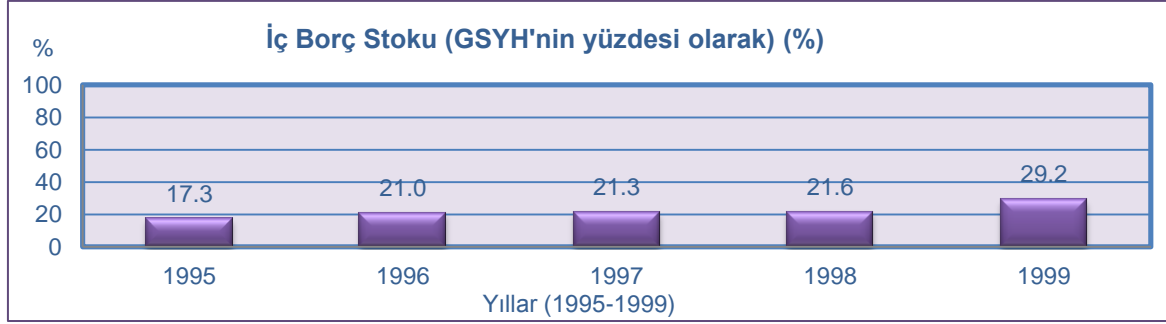
<sup>137</sup> Yıldırım, 2015.

Çizelge 2.6. KKBG'nin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı (1994-1999)

KKBG'nin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı (GSYH'ye oranı) (%)						
YIL	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>GENEL DEVLET (A)</b>	<b>4.34</b>	<b>4.00</b>	<b>6.57</b>	<b>6.06</b>	<b>6.15</b>	<b>9.84</b>
Konsolide Bütçe	2.92	3.03	6.23	5.78	5.55	8.88
Mahalli İdareler	0.31	0.15	0.21	0.21	0.29	0.33
Fon	0.67	0.48	0.11	0.02	0.04	0.50
İşsizlik Sigortası	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Sosyal Güvenlik	0.43	0.32	0.02	0.07	0.29	0.19
Genel Sağlık Sigortası	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Döner Sermaye	0.01	0.02	-0.01	-0.01	-0.02	-0.06
<b>KİT (B)</b>	<b>0.26</b>	<b>-0.27</b>	<b>-0.05</b>	<b>-0.24</b>	<b>1.00</b>	<b>1.80</b>
İşletmeci	-0.38	-0.48	-0.34	0.39	0.93	1.62
Tasarrufçu	0.15	0.32	-0.08	-0.69	0.06	0.12
Özelleştirme Kapsamındaki Kuruluşlar	0.50	-0.10	0.36	0.06	0.00	0.07
<b>Faiz Ödemeleri (a)</b>	<b>8.08</b>	<b>7.13</b>	<b>8.69</b>	<b>6.74</b>	<b>9.63</b>	<b>11.49</b>
<b>Özelleştirme Gelirleri (b)</b>	<b>0.28</b>	<b>0.21</b>	<b>0.12</b>	<b>0.20</b>	<b>0.74</b>	<b>0.06</b>
<b>TKKBG (1) (A+B)</b>	<b>4.61</b>	<b>3.74</b>	<b>6.52</b>	<b>5.83</b>	<b>7.15</b>	<b>11.64</b>
<b>TFHKKBG (2) (1-a)</b>	<b>-3.47</b>	<b>-3.39</b>	<b>-2.17</b>	<b>-0.92</b>	<b>-2.49</b>	<b>0.15</b>
<b>TÖGHKKBG (3) (1+b)</b>	<b>4.89</b>	<b>3.95</b>	<b>6.64</b>	<b>6.02</b>	<b>7.88</b>	<b>11.70</b>
<b>TFÖGHKKBG (4) (1-(2+3))</b>	<b>-3.19</b>	<b>-3.18</b>	<b>-2.05</b>	<b>-0.72</b>	<b>-1.75</b>	<b>0.21</b>

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı, Kamu Kesimi Borçlanma Gereği Özet Göstergeler'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Şekil 2.5'te 1995-1999 yılları arasındaki iç borç stoku/GSYH oranı gösterilmektedir. İç borç stoku 1995'ten itibaren yükselmeye devam etmiş ve 1998'de GSYH'nin yaklaşık % 22'sini iç borç stoku oluşturmaktadır. Vergi gelirlerindeki düşük seviyenin en önemli kaynaklarından biri olan kayıtdışı sorununu vergilendirilebilir alanları azalttığından artan kamu harcamalarına karşılık azalan vergi gelirleri finansman ihtiyacı için iç borçlanmaya başvurulmasını kaçınılmaz yapmıştır. 1995'te GSYH'nin piyasa fiyatlarıyla hedeflenen büyüme hızı % 4.2 iken gerçekleşen büyüme hızı % 7.2'dir. Ancak 1996-2000 yılları arasında GSYH'nin piyasa fiyatlarıyla hedeflenen büyüme hızı % 5.0-6.6 iken gerçekleşen büyüme hızı %3.9'dur. Bir diğer ifadeyle, 1996-1999 yılları arasında Türkiye ekonomisi potansiyelin altında kalmış ve kamu gelirlerinin artış hızı kamu giderlerinin artış hızına göre düşük seviyede gerçekleşmiştir. Bu da bütçe açığı ve KKBG ile birleşince iç borçlanmaya başvurulmasını kaçınılmaz yapmıştır.



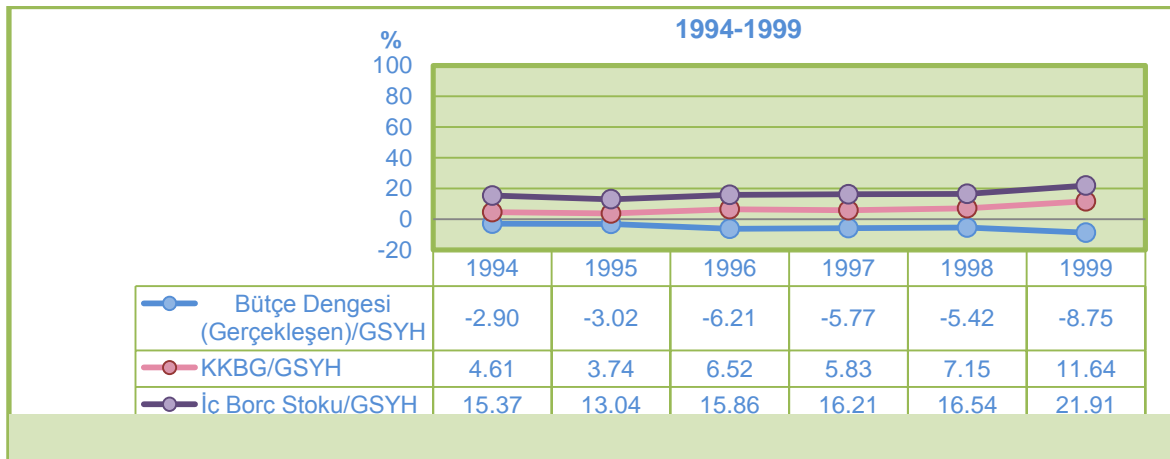
Şekil 2.5. İç Borç Stoku (1995-1999)

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı VDS'deki verilerden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Şekil 2.6'da 1994-1999 yılları arasındaki bütçe dengesi, KKBG ve iç borç stoku ile ilgili veriler gösterilmektedir. 1994 Krizi ile başlayan ve dış konjonktürel gelişmeler (1994 Meksika Krizi, 1997 Güneydoğu Asya Finansal Krizi ve 1998 Rusya Krizi) ile şiddetlenen makroekonomik etkileri birlikte ele aldığımızda 1996-1999 yılları arasında bütçe açığı, KKBG ve iç borç stokunun GSYH'ye oranının aynı trende sahip olduğu görülmektedir. Artan bütçe açıkları ve KKBG'nin iç borç stokunu da artırdığı ve söz konusu artışların faiz ödemelerinden kaynaklı olduğunu söylemek pek de yanlış olmayacaktır. Türkiye'nin 1946 yılında IMF ile başlayan ilişkileri süresince gerek IMF destekli gerekse IMF'in benimsediği politikalar çerçevesinde Türkiye ekonomisinde politika kararları alınmıştır. IMF'in isteği doğrultusunda olmayan ve desteği alınmadan hazırlanan kararların belki de ilki olan 5 Nisan 1994 Kararları'nın ardından 1997-1999 yılları arasında iç konjonktürel etkilerin yanı sıra dış konjonktürel etkilerin de ekonomiyi sarsmasına bağlı olarak 26 Haziran 1998'de IMF ile bir buçuk yıllık bir Yakın İzleme Anlaşması imzalanmış ve bu anlaşma gereğince 2000'de enflasyonla mücadele programı hazırlanacağı (IMF ve DB destekli olarak) taahhüdü verilmiştir<sup>138</sup>. Bu tarihten sonra Türkiye ekonomisi için alınan yapısal uyum kararları, reform yapılacak alanların belirlenmesi, hazırlanacak olan istikrar programının amaçları-kısa/orta/uzun vadeli hedefleri-çıpası-kararları, vb. politik adımlar IMF ile yapılan görüşmelerdeki verilen taahhütler çerçevesinde hazırlanmıştır. IMF'in ülkelere salık verdiği politikalar 1970'lerden beri neredeyse hep aynı türdendir: Minimal devlet, daraltıcı para ve maliye politikaları, düşürülme hedefi olan sosyal

<sup>138</sup> İnternet: Bağımsız Sosyal Bilimciler 2006 Yılı Raporu. IMF gözetiminde on uzun yıl, 1998-2008: Farklı hükümetler, tek siyaset. (Haziran, 2006). Web: <http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org> adresinden 29 Mart 2014'te alınmıştır.

harcamalar, vb. Ancak 1990'lı yıllarda Türkiye için 1994 Krizi ve diğer ülkelerde de yaşanan finansal krizler ve/veya reel sektörü de kapsayan finansal krizler IMF'in yıllardır salık verdiği politikalara yönelik güveni sarsmaya başlamıştır. 2006'da başlayacak ve 2008'de derinleşecek olan Küresel Finansal Kriz ile birlikte IMF politikalarının çöktüğü daha net olarak gözükecektir. Bu çerçevede Türkiye'nin yıllardır süregelen yüksek enflasyon sorununu aşmak için enflasyonla mücadele programı hazırlanacaktır. Ancak programın başarılı sonuçlar verip vermeyeceği 1999 yılı için oldukça karmaşıktır. Enflasyonun iç borç stoku açısından anapara ödemelerinde maliyet düşürücü etkiye sahip olmasına rağmen dış ticaret açısından ithalatı daha maliyetli yaparak dış ticaret açığını artıracaktır. Dolayısıyla dış borç ödemelerinin yapılabilmesi için iç borçlanmaya başvurulması da iç borç stokunun artmasına yol açacaktır.



Şekil 2.6. Makroekonomik Göstergeler (1994-1999)

#### 2.3.2.4. 2000 – 2008 dönemi

1999'a gelindiğinde 5 Nisan 1994 Kararları'nın hedeflenen başarıyı sağlayamaması, artan iç borç stoku, yüksek faiz ve yüksek enflasyon oranları ekonominin 5 Nisan 1994 Kararları'nın alınmasından önceki dönemin koşullarından daha kötü bir ortama sürüklemiştir. Fisher etkisi olarak bilinen yüksek enflasyonun yüksek nominal faiz oranlarını tetiklediği yönündeki bulgular genellikle ekonomiler için doğrudur. Diğer yandan enflasyona neden olan faktörlerden biri olan Merkez Bankası kaynaklarına başvurularak ekonomide yaratılan genişletici para arzı politikası uzunca yıllar Türkiye ekonomisinde uygulanmıştır. Hazine'nin ihtiyaç duyduğu finansman için Merkez Bankasından

kısa vadeli avans yoluyla kullandığı krediler, ekonomide para talebi olmaksızın karşılıksız para arzı genişliği yaratarak enflasyonist baskılara yol açmaktadır. 1975-1996 döneminde bütçe açıkları için Merkez Bankası'ndan kullanılan kısa vadeli avansların milli gelire oranı arttıkça genellikle enflasyon da yükselmektedir<sup>139</sup>. Bu çerçevede 5 Nisan 1994 Kararları'nın ardından 21 Nisan 1994'te Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan değişiklik çerçevesinde Hazine'nin Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans kullanımına sınırlamalar getirilmiş, 1998 yılından itibaren Hazine, Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans kullanmamış ve 2001 yılındaki yasal düzenleme ile bu kullanım olanağı yasal olarak ortadan kaldırılmıştır.

2000 Dezenflasyon Programı 9 Aralık 1999'da IMF'ye sunulan Niyet Mektubuna istinaden yürürlüğe konan, çipası döviz kuru olan bir enflasyonla mücadele programı olup temel hedefi enflasyonu üç yıl içerisinde tek haneli rakamlara düşürmektir<sup>140</sup>. Program, döviz kurunu çıpa olarak belirleyip sabit tutarak para arzı artışını döviz rezervlerindeki artış oranında yapmayı planlamaktadır (programın başında 2000'den başlayıp yaklaşık bir buçuk yıllık bir periyodu kapsayacak şekilde döviz kurunun alacağı değerler ilan edilmiş ve bir buçuk yılın sonunda da geniş bir bant içinde dalgalanacağı taahhüt edilmiştir.) ve para arzındaki artışın kamuya kredi kullandırılması yoluyla yapılması enflasyonist etkiler yaratabileceği düşüncesiyle istenmemektedir<sup>141</sup>. Program, ekonomideki likiditeyi TCMB rezervlerindeki artışa bağlı olarak artırmayı hedeflemiş dolayısıyla ülkeye çeşitli kanallar aracılığıyla döviz girmesini teşvik etmiştir<sup>142</sup>. Bu da Hazine ve bankaların yurtdışı piyasalardan borçlanmasını gerekli kılmış, iç borçlanmanın ikamesi olarak dış borçlanmanın yapılmasını sağlamış ve iç borçlanmadaki azalışın iç borçlanma faiz oranlarına yansiyarak enflasyonun da düşürülebileceği tasavvurunu yaratmıştır<sup>143</sup>. Aralık 1999'da Hazine iç borçlanmaya başvurmamıştır. Kasım 1999'da % 96.40 olan iç borçlanma faiz oranları Ocak 2000'de % 38.30'a gerilemiş, izleyen aylarda da aynı oranlarda gerçekleşmiş ve Ocak-Ekim 2000

<sup>139</sup> Özatay, F. (2009). Enflasyon ve para politikası. N. Özkaramete Coşkun (Editör), *Türkiye ekonomisi: Yeni yapı*. Ankara: İmaj Yayınevi, 6.

<sup>140</sup> Yılmaz, H. H. (2009). Enflasyon ve maliye politikası. N. Özkaramete Coşkun (Editör), *Türkiye ekonomisi: Yeni yapı*. Ankara: İmaj Yayınevi, 50-51.

<sup>141</sup> Özatay, 2009, 7.

<sup>142</sup> İnternet: Bağımsız Sosyal Bilimciler, 2006.

<sup>143</sup> İnternet: Bağımsız Sosyal Bilimciler, 2006.

arasında ortalama iç borçlanma faiz oranı % 37.54 olmuştur. Ancak program başlangıçta enflasyonu beklenen düzeyde düşüremeyince iktisadi yapıdaki belirsizlikler artmış, TL reel olarak değerlendirilmiş ve dış konjonktürel etkiler nedeniyle döviz girişleri azalarak ekonomideki likiditeyi azaltmıştır<sup>144</sup>. İnterbank piyasasında gecelik borçlanma bileşik faiz oranları 2000 yılı başından itibaren istikrarsız bir trendde ilerlemiş, Kasım ayında en yüksek % 315.9'a yükselmiş ve aylık ortalaması 2000 yılında % 199 oranında gerçekleşmiştir. Ayrıca 2000'li yılların başında tüm dünyada petrol, emtia, mal ve hizmetlerin fiyatları hızla yükselmeye başlamıştır. Dış ticaret hacminde yaşanan daralmalar pek çok ülkenin ihraç gelirlerini azaltmıştır. Tüm bu gelişmeler finans piyasasındaki hareketlilik ile birleşince Türkiye ekonomisi daha zor bir durumun içinde kalmıştır.

Kasım 2000 Bankacılık Krizi birden çok tetikleyici bileşeni olan bir krizdir. Öncelikle 1994 Krizi'nin ardından iyileştirilemeyen yapısal sorunlar, 2000 Dezenflasyon Programı'nın çıpa seçimi ve politikaları sonrasında finansal göstergelerde krize yol açacak hareketlerin gözden kaçırılmasıdır. Kasım 2000'de interbank piyasasında gecelik borçlanma basit faiz oranları % 210'a kadar yükselmiş, piyasalardaki beklentilerin olumsuz dönmeye sonucunda piyasalarda volatilité artmış ve bankacılık kesiminin açık pozisyon tutması sonucunda yetersiz sermaye yapıları ile birlikte finans sistemi kırılmalı bir yapıya bürünmüştür<sup>145</sup>. Dönem itibarıyla zaten yeterince gelişmiş bir finansal sisteme sahip olmayan Türkiye ekonomisi, yapısal sorunlar ve yanlış politik reçeteler sonucunda Kasım 2000 ve Şubat 2001 olmak üzere iki büyük bankacılık krizi ile karşı karşıya kalmıştır. Kriz, finansal kriz olarak ortaya çıkmış ve bankacılık kesiminin krizine dönüşmüştür. Bankacılık kesiminde krize zemin hazırlayan unsurlar bir tarafa Eylül 2000'de Bayındırbank'ın Romanya'daki iştirakinin Vakıfbank tarafından sağlanan kaynak ile kurtarılmaya çalışılması, Ekim 2000'de batmak üzere olan Etibank'ın TMSF bünyesine alınması ve Demirbank ile yakın ilişkide olabileceğinden dolayı Demirbank'ın da batma pozisyonuna sahip olabileceği algısı piyasaları tedirgin etmekte gecikmemiştir<sup>146</sup>. Demirbank, interbank piyasasından ihtiyaç duyduğu

<sup>144</sup> İnternet: Türkiye'nin güçlü ekonomiye geçiş programı, 2009.

<sup>145</sup> İnternet: Uygur, E. (2001) . Krizden krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri. Web: <http://www.tek.org.tr> adresinden 20 Mart 2015'te alınmıştır.

<sup>146</sup> İnternet: Uygur, 2001.

likiditeyi sağlayamayınca son çare olarak Merkez Bankası'na başvurmuş ancak olumlu sonuçlar alamamış çünkü, Merkez Bankası, para arzı artışlarını döviz rezervlerindeki artışa bağladığından Demirbank'a likidite temin etmemiştir<sup>147</sup>. Dolayısıyla Demirbank, portföyünde nakde dönüştürülebilir likit varlıklara sahip olduğu halde ihtiyacı olan nakdi sağlayamamıştır.

Demirbank, Hazine iç borçlanma araçlarının önemli bir kısmını portföyünde bulundurmaktadır ve ortaya çıkan batma riski nedeniyle yurtiçi/yurtdışı piyasalarda banka ile ilgili belirsizlikler hakim olmaya başlayınca finansman kaynağı bulması zorlaşmış, portföyündeki DİBS'leri satmak istemiş ancak başarılı olamamıştır<sup>148</sup>. Demirbank açık pozisyon tutmasından dolayı yeterli likiditeye sahip değildir. Demirbank'ın portföyünde olan DİBS'ler ise, risk ve belirsizliklerin azami düzeyde olmadığı zamanlarda hemen nakde dönüştürülebilecek likit varlıklardır. Merkez Bankası, 20-21 Kasım 2000 tarihleri arasında Demirbank gibi likiditeye ihtiyaç duyan diğer bankaların da taleplerini reddetmiş, 22 Kasım-6 Aralık 2000 tarihleri arasında interbank piyasası gecelik borçlanma faiz oranlarındaki yükseliş karşısında likidite talep eden bankalara likidite temin etmek durumunda kalmış hatta 4 Aralık'ta Demirbank'a da likidite temini sağlamış ancak bu likiditenin yetersiz kalması nedeniyle Demirbank, 6 Aralık'ta TMSF bünyesine alınmıştır<sup>149</sup>.

2000 Dezenflasyon Programı'nın Kasım 2000'de çöküşündeki en önemli etken TL'nin aşırı değeli olduğu bir dönemde nominal döviz kuru çıpası ile enflasyonun düşürülebileceği beklentisidir<sup>150</sup>. Çünkü; 1990'lardan itibaren ülkeye sıcak para çekebilmek için yüksek seviyede tutulan faiz oranları TL'ye olan talebi artırmıştır ancak dönemsel etkiler ve alınan politika kararları TL üzerindeki devalüasyon beklentilerini artırarak TL'den kaçış hareketlerini başlatmıştır. Ancak tüm olumsuzluklara rağmen TL ve yurtiçi faiz oranları, uluslararası piyasalardaki diğer para birimleri ve yurtdışı faiz oranlarına kıyasla yüksek seviyededir. Diğer taraftan devlet iç borçlanma araçlarının borçlu tarafının devlet olması nedeniyle daha güvenilir bulunması ve söz konusu araçların cazip koşulları ülke içerisine yabancı finansal

---

<sup>147</sup> Özatay, 2009, 10-11.

<sup>148</sup> İnternet: Uygur, 2001.

<sup>149</sup> Özatay, 2009, 10-12.

<sup>150</sup> Şahin, 2009, 252-253.

yatırımları çekici etkenlerindedir. Devlet iç borçlanma araçlarının çekici etkenlerinin yanısıra itici etkenleri de vardır. Bunlar, ülke içerisinde yaşanan iktisadi, siyasi ve sosyal istikrarsızlıklar, belirsizlikler, yatırımların marjinal verimliliğinde beklenen düşüşler, olası devalüasyon beklentisi, yüksek enflasyonun devlet iç borçlanma araçlarının değerinde yaratacağı aşındırıcı etkisi, vb. itici etkenlerdir. 2000 Dezenflasyon Programı, TL'nin aşırı değerli olduğu bir dönemde uygulamaya konarak enflasyonu düşürmeyi hedeflemiş ancak araçlarını doğru tespit edememiştir. Enflasyonla mücadele programlarının temel özelliklerinden biri olan *esnek döviz kuru rejiminin ilgili dönem itibariyle uygulanmıyor olması*<sup>151</sup> ve program çıpası olarak döviz kurunun belirlenmesi nedeniyle piyasadaki arz-talep dengesizliklerine anında cevap veremeyen döviz kuru rejimi, devalüasyon beklentilerini hızlandırmıştır. Enflasyonun hâlâ hedeflenen seviyeye düşmemesi nedeniyle program hedeflerini gerçekleştirememiş ve Kasım 2000'de program çökmüştür.

Kasım 2000 Bankacılık Krizi'nin arka planında çıpa olarak döviz kurunun belirlendiği ve bant içinde dalgalanma kur rejiminin benimsendiği bir program hedefinin uygulanma sonucu yer almaktadır. 2000 Dezenflasyon Programı, enflasyonun artış hızının düşürülmesi programı olarak tasarlanmış ve adım adım dalgalı kur rejimine geçişin hedeflendiği bir program olma özelliğini taşımaktadır. Ancak makroekonomik göstergeler istenilen düzeyde gerçekleşmeyince özellikle programın başarısının döviz girişine endekslenmesi ilgili yıl ve konjonktür itibariyle başarılması güç bir hedef olduğundan krizin temellerini atmıştır. Bankacılık kesimi, uluslararası piyasalardan döviz cinsi borçlanıp elde ettiği finansman ile devlet iç borçlanma araçlarına yönelmiş ve Hazine'ye borç vermiştir. Ancak risk primini artırıcı gelişmelerin olması TL'den kaçıışı başlatmış ve bankaların yükümlülüklerini yerine getirmelerinde likidite sıkıntısına düşmelerine yol açmıştır. Merkez Bankası'nın devreye girerek bankalara likidite temin etmesi, döviz rezervlerinin azalmasına yol açmış ancak TMSF bünyesine alınarak bankacılık sistemi içinden çekilen bankaların sistemi düzeltereği beklentisi kısa sürerek Şubat 2001'de Kasım 2000'de başlayan sürecin son halkasının yaşanmasına yol açmıştır.

---

<sup>151</sup> Dönemler itibariyle Türkiye'de uygulanan döviz kuru rejimleri şunlardır: 1980'e kadar sabit kur rejimi, 1980-2000 yılları arasında müdahaleli dalgalı kur rejimi, 2000-2001 yılları arasında bant içinde dalgalanma rejimi ve 2001'den sonra dalgalı kur rejimidir (İnternet: Eğilmez, M. Kur rejimleri ve Türkiye uygulaması. Web: <http://www.mahfiegilmez.com/2012/10/kur-rejimleri-ve-turkiye-uygulamas.html> adresinden 14 Nisan 2015'te alınmıştır.).

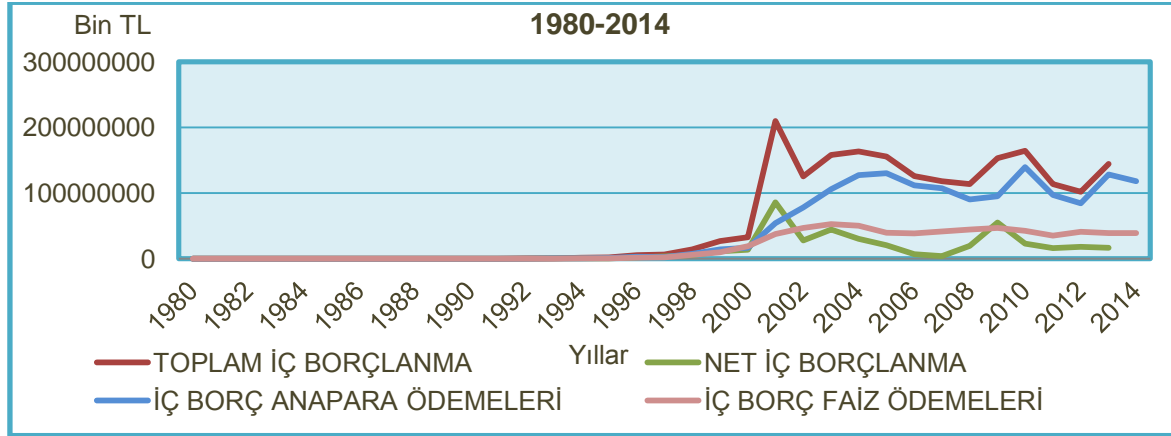
Spekülatif hareketlere son derece duyarlı olan finansal sistem, 2000 Kasım'da bazı bankaların batabileceği riski algısı ile bir kriz yaşarken 19 Şubat 2001'de MGK toplantısında dönemin Cumhurbaşkanı ile Başbakanı arasında geçen bir tartışma sonucunda TL'den kaçıışı ve dövize hücumu yeniden başlatarak Şubat 2001'de bankacılık krizinin ikinci sahnesinin yaşanmasına yol açmıştır<sup>152</sup>. İç borçlanma faiz oranları Kasım 2000'de % 41, Ocak-Nisan 2001 tarihleri arasında sırasıyla % 64.9, 110.3, 193.7 ve 130.4 olarak gerçekleşirken interbank piyasası gecelik borçlanma faiz oranları Ocak 2001'de en yüksek % 76.8'den Şubat 2001'de en yüksek % 4018.6'ya yükselmiştir.

1994 ve 2000'de uygulamaya konulan programlar da istenilen başarıya ulaşamamışlardır. Çünkü; ekonomi açısından gelinen nokta itibariyle hem tedavide geç kalınmış hem de yanlış reçeteler ile iyileşme beklenmiştir. İradi politiklardaki gecikme sorunu ve siyasi istikrarsızlıklar art arda krizleri getirmiştir. 2000 Dezenflasyon Programı dış konjonktürde yaşanan olumsuz gelişmelerin olduğu bir dönemde çıpa olarak döviz kurunu belirleyerek baştan sonunu çizmiştir. Çünkü; dışa açık ekonomilerde döviz kurunu belirli bir sabit seviyede tutmak pek de kolay olmayacaktır. Sağlam döviz rezervi gerektiren döviz kuru çıpası, 1990'lardan itibaren sıcak para girişi ile olumlu başlayan ancak izleyen yıllarda iktisadi ve siyasi etkenlerden dolayı olumsuzlaşan ekonominin finansman dengesi sermaye kaçışlarına ve dolarizasyon olgusuna yol açmıştır. 2000 yılının ortalarında IMF ile yapılan stand-by anlaşmaları sonucunda altı tane yapısal reform yapılması gereken alan söz konusudur<sup>153</sup>: *Sosyal güvenlik, tarım, vergi politikası ve idaresi, mali yönetim ve saydamlık, özelleştirme ve sermaye piyasası, bankacılık sektörü reformlarıdır*. Ancak o gün itibariyle ekonomideki gelecek krize ilişkin izlerin anlaşılabilmesi ya da görmezden gelinmesi bu reformlardan en acil olanının yani bankacılık sektörü reformunun son sıralara bırakılmasına neden olmuştur. Şekil 2.7 ve 2.8'de 1980-2014 yılları arasında iç borçlanma ile ilgili göstergeler yer almaktadır. Şekil 2.7'de toplam iç borçlanma, net iç borçlanma, iç borç anapara ve faiz ödemeleri Bin TL olarak gösterilmektedir. Şekil 2.8'de ise, iç borç stoku, toplam iç borçlanma, net iç borçlanma, iç borç anapara ve faiz ödemelerinin

<sup>152</sup> İnternet: Turan, Z. (2005). Türkiye ekonomisinde Kasım 2000-Şubat 2001 Krizleri. Web: <http://www.tuhis.org.tr/dergi/agustos2005/makalezturan.pdf> adresinden 15 Mayıs 2014'te alınmıştır.

<sup>153</sup> Özatay, 2009, 10.

GSYH'ye oranı gösterilmektedir. Tüm iç borç göstergeleri 1980-1994 yılları arasında bazı dönemlerde düzensiz hareketlere sahip olmalarına karşın birbirine yakın bir trende sahiptirler. Bazı yıllarda düşüş olmasına karşın 1995-2000 yılları arasında hemen hemen tüm iç borç göstergeleri artan bir trende sahiptirler. Şekil 2.7'de görüldüğü üzere 2000 yılında bir önceki yıla göre toplam iç borçlanma, net iç borçlanma ve iç borç anapara ödemeleri artmıştır. Aynı yılda iç borç faiz ödemeleri bir önceki yıla göre yaklaşık iki kat artmıştır. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri'ne bağlı olarak bankacılık kesimini yeniden yapılandırmaya bağlı olarak yapılan iç borçlanmalar (nakit dışı iç borçlanmalar) ve faiz oranlarındaki yükselişten dolayı artan iç borç faiz ödemeleri ancak 2005'ten sonra azalma trendine başlamıştır.



Şekil 2.7. İç Borç Göstergeleri (1980-2014)

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

Kasım 2000'e gelinen süreçte, bankalar, yurtdışından az maliyetle borçlanıp elde ettikleri finansmanlar ile yüksek faizli devlet iç borçlanma araçlarına yatırım yapmış, portföylerindeki ağırlık devlet iç borçlanma senetlerinden oluşmuş, borçlanmanın vade yapısı itibariyle açık pozisyon tutmuştur. Bankalar, döviz cinsi yükümlülüklerinin döviz cinsi varlıklarından fazla olması ve kısa vadeli borçlanmaları nedeniyle bilançolarının iflası ile karşılaşmışlardır. Aslında iç borç stokunun yüksekliği ve bankacılık sektörü yakından ilişkili konumdadır. Çünkü; hem devlet hem de bankalar birbirini besler konuma sahiptirler. Türkiye ekonomisinde finansal piyasaların yeterince mali derinliğe sahip olmamaları, bankaların sadece mevduat toplayıp tüketici kredileri verme ve devlet iç borçlanma

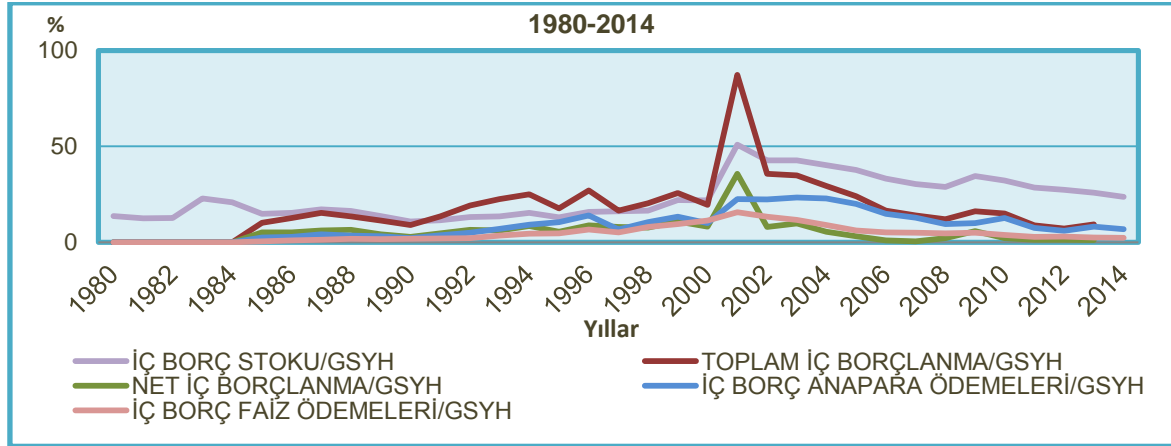
senetlerine yatırım yapmaları dışında 2000'lere kadar başka bir fonksiyonları bulunmamalarından dolayı finansal sermayeye bağlı yatırımlar kısır bir döngü içinde kalmışlardır. Devletin finansman ihtiyacını karşılamakta kamu bankalarını ve başta sosyal güvenlik kuruluşları olmak üzere kamu kuruluşlarını birer kaynak olarak görmesi bu doğrultudaki uygulamaları ile birlikte birleşince kamu bankalarının bilançolarında görev zararlarına ve kamu kuruluşlarının bütçelerinde de alacak hesabında devlet iç borçlanma araçlarının geniş yer tutmasına yol açmıştır. Burada bir hususa değinilmesi yararlı olacaktır. 2000'li yılların başında iki büyük bankacılık krizinin yaşanmasında 1990'lardan itibaren başlayan medya-bankacılık ilişkisinin payı büyüktür çünkü, medya gücünün siyasi ve iktisadi alanda her türlü sınırlandırmalardan uzak kalacak şekilde kullanılmasının bir sonucu olarak da bankacılık krizleri ortaya çıkmıştır<sup>154</sup>. 1990'larda pek çok medya patronları sahip oldukları holding bünyesine bankacılık sektörünü dahil etmeye çalışmış, holding sahibi medya patronları banka yönetimlerine bürokratlar da medya yönetimlerine geçmeye başlamış, siyaset ile medya iç içe geçerek holding bankacılığını yaratmış, devletin 1990-2001 yılları arasında benimsediği politikaların bir sonucu olarak yüksek getirisi ile cazip koşullara sahip olan devlet iç borçlanma araçlarına talep artmış ve tabiri-i caizse, holding bankaları topladıkları mevduatları DİBS'lerde plase edip elde ettikleri faiz getirileri ile kendi şirketlerine kredi vererek servetlerine servet katmaya devam etmişlerdir<sup>155</sup>. Bu durumun yarattığı sonuç ise, bankacılık sektörünün 2000-2001 yıllarındaki çöküşüdür. Holding bankacılığının fiili faaliyetleri, holding bünyesinde kurulan bankaların yine holding bünyesindeki şirketlere ve/veya holdingler arasındaki pazarlıklar ile çapraz şirketlere cazip koşullarda kredi temin etmesine böylece piyasada kredi talep eden diğer özel sektör kuruluşlarının dışlanmasına bir anlamda, kredi tayinlaması ile büyük fonların piyasanın küçük bir yüzdesine ayrılarak büyük yüzdenin kredi payını küçük fonlar ile sınırlanmıştır.

Şekil 2.8'de iç borç stoku/GSYH'nin 2001 yılında bir önceki yıla göre iki kat arttığı görülmektedir. 1980-2014 yılları arasında iç borç stokunun GSYH içindeki payının zirve noktası olan 2001 yılı, bankacılık krizleri sonrasında yapılan operasyonlara bağlı olarak artmış ve % 50.85'e ulaşmıştır. 2001 yılında iç borç

<sup>154</sup> Ayan, E. (2011). 90'lı yıllarda Türkiye'de medya ve bankacılık sektörleri ilişkilerinin analizi. *İletişim Kuram ve Araştırma Dergisi*, 33, 8-10.

<sup>155</sup> Ayan, 2011, 3. Oysa RTÜK Kanunu'na göre % 10'dan fazla paya sahip olamazlar.

anapara ödemeleri/GSYH oranı dışındaki tüm göstergeler bir önceki yıla göre artmış, toplam iç borçlanma/GSYH oranı % 87.26 olarak gerçekleşmiş ve iç borç faiz ödemeleri/GSYH oranı dışındaki tüm göstergelerin 2002'den itibaren düşüş trendi hızlanmıştır.



Şekil 2.8. İç Borç Göstergeleri (1980-2014)

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı ve TÜİK verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

Çizelge 2.7'de 1999-2005 yılları arasında konsolide bütçe verilerinin GSYH'ye oranı gösterilmektedir. Bütçe giderlerindeki artış hızının bütçe gelirlerindeki artış hızından daha fazla olmasından dolayı 2000-2002 yılları arasında bütçe açığının GSYH içindeki payı yüksektir. 2003'ten itibaren bütçe giderlerindeki azalışa rağmen bütçe gelirlerinin artırılamamasından dolayı bütçe, açık vermeye devam etmiş ancak 2003 yılı öncesine göre daha düşük düzeyde gerçekleşmiştir.

Çizelge 2.7. Konsolide Bütçe Gelir, Gider ve Dengesi (1999-2005)

Konsolide Bütçe Gelir, Gider ve Dengesi (1999-2005) (%)							
YIL	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Bütçe Giderleri (Harcama)	26.85	28.02	33.54	33.01	30.88	25.23	22.51
Bütçe Gelirleri (Tahsilat)	18.10	20.07	21.46	21.57	22.04	19.81	21.26
Bütçe Dengesi (Öngörülen)	-8.71	-8.48	0.39	-7.68	-8.09	-8.20	-4.49
Bütçe Dengesi (Gerçekleşen)	-8.75	-7.96	-12.09	-11.44	-8.84	-5.42	-1.25

Kaynak: BÜMKO verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Çizelge 2.8'de 1999-2005 yılları arasında KKBG/GSYH oranı bütçe türleri itibariyle gösterilmektedir. Bütçe türleri itibariyle KKBG/GSYH oranı incelendiğinde, 2003 yılından itibaren KKBG'nin içinde konsolide bütçenin payı ve faiz

ödemelerinin azalmasına karşın konsolide bütçeden kaynaklı KKBG olduğu ve faiz ödemelerinden kaynaklı KKBG artışı olduğu görülmektedir.

Çizelge 2.8. KKBG'nin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı (1999-2005)

KKBG'nin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı (GSYH'ye oranı) (%)							
YIL	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>GENEL DEVLET (A)</b>	9.84	7.31	11.79	10.77	7.90	4.07	0.06
Konsolide Bütçe	8.88	8.24	12.82	11.63	8.84	5.42	1.25
Mahalli İdareler	0.33	0.30	0.24	0.07	0.30	-0.05	-0.07
Fon	0.50	-0.89	-0.34	0.00	-0.14	-0.35	-0.48
İşsizlik Sigortası	0.00	-0.22	-0.77	-0.79	-0.87	-0.78	-0.73
Sosyal Güvenlik	0.19	-0.01	-0.06	0.03	0.03	0.04	0.02
Genel Sağlık Sigortası	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Döner Sermaye	-0.06	-0.11	-0.10	-0.15	-0.26	-0.20	0.06
<b>KİT (B)</b>	1.80	1.57	0.27	-0.79	-0.58	-0.44	-0.13
İşletmeci	1.62	1.11	0.00	-0.86	-0.28	-0.31	-0.10
Tasarrufçu	0.12	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Özelleştirme Kapsamındaki Kuruluşlar	0.07	0.33	0.27	0.07	-0.30	-0.13	-0.03
<b>Faiz Ödemeleri (a)</b>	11.49	13.17	18.03	15.49	13.44	10.45	7.24
<b>Özelleştirme Gelirleri (b)</b>	0.06	1.15	0.67	0.13	0.09	0.30	0.61
<b>TKKBG (1) (A+B)</b>	11.64	8.88	12.06	9.98	7.32	3.36	-0.07
<b>TFHKKBG (2) (1-a)</b>	0.15	-4.29	-5.97	-5.51	-6.12	-6.81	-7.31
<b>TÖGHKKBG (3) (1+b)</b>	11.70	10.03	12.73	10.11	7.42	3.93	0.54
<b>TFÖGHKKBG (4) (1-(2+3))</b>	0.21	-3.14	-5.30	-5.38	-6.02	-6.51	-6.70

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı, Kamu Kesimi Borçlanma Gereği Özet Göstergeler'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Çizelge 2.9'da 2006-2008 yılları arasında Merkezi Yönetim bütçe verilerinin GSYH'ye oranı gösterilmektedir. 2006 yılından itibaren bütçe giderleri artmaya başlamıştır ancak bütçe gelirlerindeki artış çok sınırlı düzeylerde kalmıştır.

Çizelge 2.9. Merkezi Yönetim Bütçe Gelir, Gider ve Dengesi (2006-2008)

Merkezi Yönetim Bütçe Gelir, Gider ve Dengesi (2006-2008) (%)			
YIL	2006	2007	2008
<b>Bütçe Giderleri (Harcama)</b>	23.49	24.20	23.88
<b>Bütçe Gelirleri (Tahsilat)</b>	22.88	22.58	22.05
<b>Bütçe Dengesi (Öngörülen)</b>	-1.85	-2.00	-1.89
<b>Bütçe Dengesi (Gerçekleşen)</b>	-0.61	-1.63	-1.83

Kaynak: BÜMKO verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Çizelge 2.10'da 2006-2008 yılları arasında KKBG/GSYH oranı bütçe türleri itibariyle gösterilmektedir. 2006 yılından itibaren KKBG'nin içinde konsolide bütçenin payı artmaya başlamış, faiz ödemeleri ise 2007 yılı dışında azalma trendini göstermeye devam etmiştir.

Çizelge 2.10. KKKBG'nin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı (2006-2008)

KKKBG'nin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı (GSYH'ye oranı) (%)			
YIL	2006	2007	2008
<b>GENEL DEVLET (A)</b>	<b>-1.34</b>	<b>0.20</b>	<b>1.65</b>
Konsolide Bütçe	0.61	1.63	1.83
Mahalli İdareler	0.16	0.47	0.64
Fon	-1.19	-0.86	0.04
İşsizlik Sigortası	-0.75	-0.83	-0.80
Sosyal Güvenlik	-0.12	-0.09	0.01
Genel Sağlık Sigortası	0.00	0.00	0.00
Döner Sermaye	-0.05	-0.11	-0.07
<b>KİT (B)</b>	<b>-0.49</b>	<b>-0.12</b>	<b>-0.03</b>
İşletmeci	-0.17	-0.18	-0.06
Tasarrufçu	0.00	0.00	0.00
Özelleştirme Kapsamındaki Kuruluşlar	-0.32	0.06	0.04
<b>Faiz Ödemeleri (a)</b>	<b>6.21</b>	<b>6.98</b>	<b>5.53</b>
<b>Özelleştirme Gelirleri (b)</b>	<b>1.58</b>	<b>1.40</b>	<b>0.86</b>
<b>TKKKBG (1) (A+B)</b>	<b>-1.83</b>	<b>0.08</b>	<b>1.62</b>
<b>TFHKKBG (2) (1-a)</b>	<b>-8.04</b>	<b>-5.91</b>	<b>-3.90</b>
<b>TÖGHKKBG (3) (1+b)</b>	<b>-0.26</b>	<b>1.48</b>	<b>2.48</b>
<b>TFÖGHKKBG (4) (1-(2+3))</b>	<b>-6.46</b>	<b>-4.51</b>	<b>-3.04</b>

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı, Kamu Kesimi Borçlanma Gereği Özet Göstergeler'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Çizelge 2.9 ve 2.10'dan anlaşılacağı üzere 1990'lardan itibaren benimsenen politikaların, kamu bütçe dengesini bozduğu, kamu gelirlerinin önemli bir payının faiz ödemelerine ayrılmasına ve kamu harcamalarının azaltılmaya çalışılmasına yol açtığına işaret etmektedir.

Şekil 2.9'da 2000-2008 yılları arasındaki iç borç stoku/GSYH oranı gösterilmektedir. Bankacılık sektörüne yönelik olarak gerekli düzenlemelerin yapılabilmesi için Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) 1999'da kurulmuş ancak faaliyete geçmesi 2000 yılının ortasında gerçekleşebilmiştir. 1999 yılının sonundan itibaren TMSF'ye devredilen banka sayısı artmaya başlamıştır. Kasım 2000'de Demirbank'ın da TMSF'ye devredilmesinin ardından krizin derinleşeceği anlaşılmıştır. Ancak yapılacak reformlar geciktikçe maliyeti de artmaya başlamıştır. Mayıs 2001'de yürürlüğe giren Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile bazı kararlar alınmış ve uygulamaya konmuştur. Mali sektörün yeniden yapılandırılması çerçevesinde kamu ve TMSF bünyesindeki bankaların portföylerindeki devlet iç borçlanma senetlerinden kaynaklanan likidite ihtiyaçlarının karşılanması için Hazine bu bankalara alacaklarına karşılık piyasa faiz oranlarına uygun yeni kağıtlar çıkartmıştır<sup>156</sup>. Dolayısıyla hem TMSF

<sup>156</sup> İnternet: Türkiye'nin güçlü ekonomiye geçiş programı, 2009.

bünyesine alınan bankaların yükümlülükleri için gerekli olan likidite ihtiyaçlarının karşılanması hem de kamu bankalarının görev zararlarının tasfiyesi için çıkartılan nakit dışı devlet iç borçlanma araçları iç borç stokunu artırmıştır<sup>157</sup>. İç borç stokunun 2001'den itibaren oldukça yükselmesinde ihale faizlerinin önceki döneme göre daha yüksek seyretmesinin etkisi vardır<sup>158</sup>. Ayrıca Haziran 2001'de iç borç çevriminin yapılabilmesi, bankaların döviz ihtiyaçlarının karşılanabilmesi, piyasalarda güvenilir ortamın yaratılabilmesi ve iç borçlanmanın vadesinin uzatılıp iç borç ödemelerinde yaşanacak güçlüklerin önlenmesi adına yapılan iç borç takasının da 2001 yılı iç borç stokunun GSYH içindeki payının artmasında etkisi vardır<sup>159</sup>. Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı çerçevesinde 2002'den itibaren dalgalı döviz kuru rejimine geçilmiş, örtük enflasyon hedeflemesi benimsenmiş ve 25 Nisan 2001'de çıkartılan 4651 Sayılı Kanun'un 56. maddesi ile Hazine'nin Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans kullanımı resmen kaldırılmıştır. Özellikle 2002-2005 yılları arasında uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi ile enflasyon beklentisi kırılmış, devlete karşı sarsılan güven yeniden tesis edilmeye ve makroekonomik göstergelerde kriz sonrası iyileşmeler görülmeye başlamıştır. İç borç stokunda 2001'den sonra yaşanan düşüşlerde uygulanan politikaların etkisi vardır. Aslında 1999 Enflasyonla Mücadele Programı'nın devamı niteliğinde olan program IMF ile yapılan görüşmelerin de etkisiyle sıkı para ve maliye politikalarının etkisiyle biraz olsun kontrol edilebilmiştir. Ancak 2000 yılının başından itibaren tüm dünyada yükselen emtia, altın, petrol, vb. fiyatlarındaki artışlar daralan dış ticaret hacmini de beraberinde getirmiştir. Ayrıca ithalata bağlı büyüyen ekonomileri maliyet enflasyonu ile karşı karşıya bırakan bu gelişmeler küresel finansal sistemde yaşanan belirsizlikler ve dalgalanmalar nedeniyle risk primini yükseltmiş ve riski minimize edebilmek için türev araçlar piyasasının gelişmesine katkı sağlamıştır. Başlangıçta olumlu gibi gözükken türev araçlar piyasası giderek olumsuz bir hâl alarak 2008 Küresel Finansal Krizi'nin fitilini ateşlemiştir. Türkiye'nin yaşanan krizden nispeten daha az etkilenmesinde 2002'den beri uygulanan politikaların etkisi olup bankaların güçlendirilen sermaye yapıları, yapısındaki giderilen kırılabilirlikleri finansal sistem içerisinde yurtdışındaki

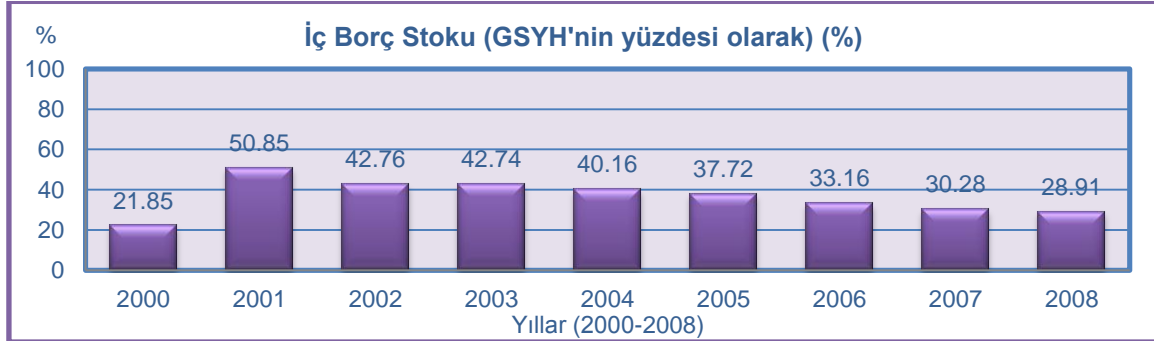
---

<sup>157</sup> Balıbek, E. (2011). 2001 iç borç takası: Nedenler, yöntem ve sonuçlar. *Maliye Dergisi*, 160, 375.

<sup>158</sup> Özatay, 2009, 13.

<sup>159</sup> Balıbek, 2011, 376.

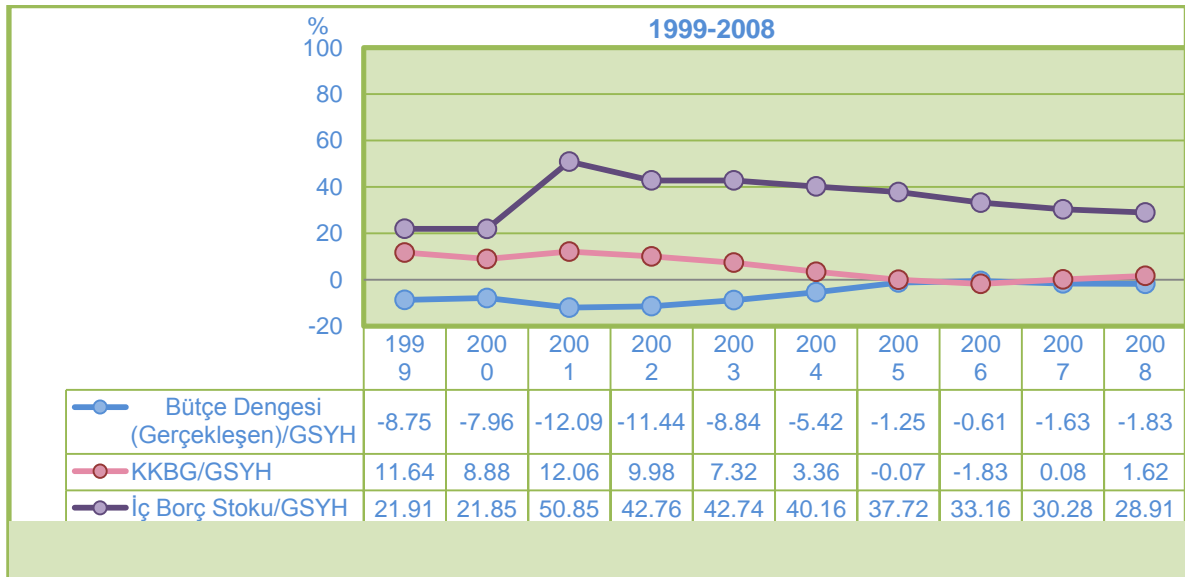
piyasalarda tutulan türev araçların ve toksik varlıkların payının yok denecek kadar az olmasının da etkisi vardır.



Şekil 2.9. İç Borç Stoku (2000-2007)

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı Veri Dağıtım Sistemi. Web: adresinden 3 Ocak 2015'te alınmış veriler kullanılarak düzenlenmiştir.

Şekil 2.10'da 1999-2008 yılları arasındaki bütçe dengesi, KKBG ve iç borç stoku ile ilgili veriler gösterilmektedir. Enflasyonun 2002'den itibaren düşmesinde Merkez Bankası'nın Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile uyguladığı örtük enflasyon hedeflemesinin katkısı ve başarısı söz konusudur. Programın diğer makroekonomik göstergelerde yarattığı olumlu sonuçlar da Şekil 2.10'dan görülebilmektedir.



Şekil 2.10. Makroekonomik Göstergeler (1999-2008)

### 2.3.2.5. 2009 – 2014 dönemi

2000'den itibaren tüm dünyada yükselen fiyatlar, daralan ticaret hacmi ve finansal sistemdeki kırılganlıklar 2006 yılında ABD'de mortgage sektöründe başlayan finansal krizin reel sektöre hatta Avrupa'daki ülkelere sıçramasına etki etmiştir. Özellikle birbirine eklemlenen piyasalar krizin derinleşmesinde ve hızla yayılmasında etkili olmuştur. ABD ekonomisinin 2001-2006 yılları arasında resesyona girme olasılığına karşı olarak düşürülen faiz oranları tüketici kredileri, tüketim ve yatırım harcamalarında artışa yol açarak resesyonist ortamı geciktirmiş<sup>160</sup> ve düşük faiz ile borçlanmayı cazip kılmıştır. Ayrıca ABD'de 2000'li yılların başından itibaren yükselen konut fiyatları konut piyasasını hareketlendirmiş ve cazip bir yatırım alanı haline dönüştürmüştür<sup>161</sup>. Hatta konut kredileri sözleşmeleri toplulaştırılıp ortak bir havuzda toplanarak türevleştirilmiş ve varlığa dayalı menkul kıymet ihracı şekline dönüştürülmüştür<sup>162</sup>. Uluslararası piyasalarda yüksek getirili varlığa dayalı menkul kıymet ihraçları cazip koşulları nedeniyle çok hızlı müşteri bulmuştur. Ancak giderek artan konut kredileri, konut fiyatlarında düşüşün başlamasıyla birlikte bu kredileri veren banka ve finansal aracı kuruluşlar tarafından geri çağırılmış ama kredilerin geri dönüşlerinde sıkıntılar ortaya çıkmıştır. Çünkü; başlangıçta yükselen konut fiyatlarının çekici etkisi, asimetrik bilgilenme ve ters seçim nedeniyle kredi verilen kesimler çok da önemsenmemiştir. Ayrıca finansal piyasalarda yaratılan subprime mortgage veya toksik varlıklar olarak nitelendirilen finansal enstrümanlara olan talep de yüksektir. Ancak konut fiyatlarındaki düşüş toksik varlıkların elden çıkartılmasına yol açmış, mortgage kredilerinde geri dönüşlerde sıkıntılar ortaya çıkmış, interbank piyasası ve kredi piyasalarında likidite kuruması başlamış, risk primi artmış ve belirsizlikler pek çok finans kurumunu güç duruma sokmuştur<sup>163</sup>. Bir diğer ifadeyle, hızla elden çıkartılan toksik varlıkların nakde dönüştürülmesi sürecinde ise, bu finansal enstrümanları ihraç edenlerin kredi geri dönüşlerinde yaşanan gecikme nedeniyle

<sup>160</sup> Durmuş, M. (2011). *Kapitalizmin krizi: Küresel krizin eleştirel bir çözümlemesi*. (Üçüncü Baskı). Ankara: Tan Kitabevi Yayınları, 114-115.

<sup>161</sup> Şahin, 2009, 275-276.

<sup>162</sup> İnternet: Erdönmez, P. A. (2006). Aktif menkul kıymetleştirilmesi. *Bankacılar Dergisi*, 57. Web: <http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi57/menkulk%C4%B1ymetlestirme.pdf> adresinden 3 Mayıs 2007'de alınmıştır.

<sup>163</sup> Akçay, B. (2011). Subprime Mortgage Krizinin kamu destekli kurum modeli üzerine etkileri. *Akademik Araştırmalar Dergisi*, 13(50), 4-5.

likidite sorunu ortaya çıkmıştır. Bu da piyasalarda likidite daralması, beklentilerde belirsizlikler, bankacılık ve sigortacılık sektörü ile finansal aracı kuruluşların temerrüde düşerek iflas etmelerine neden olmuştur<sup>164</sup>. Asıl sorun ABD’de başlayan krizin Avrupa’ya da sıçraması olmuştur. Çünkü; küreselleşmenin etkisiyle birbirine eklenilen piyasalarda yüksek mobiliteye sahip olan finansal sermaye söz konusu toksik varlıklara yüksek oranda plase edilmiştir. Bir anda tersine dönen süreçte Avrupa’daki bankalar ve finansal kuruluşların portföylerinde yüksek düzeyde subprime mortgage varlıkları vardır. Dolayısıyla sistem içerisindeki bir kuruluşun batması demek o kuruluştan alacağı olan çok daha fazla kuruluşun da batması demektir ki; 2008 Küresel Finansal Krizi olarak adlandırılan kriz sadece bankacılık ve finansal sistem içerisinde kalmayarak reel sektörün de yüksek kârlılık nedeniyle yatırım yaptığı bir alan olması nedeniyle birçok ülke ekonomisinin hatta ülkenin iflasın eşiğine gelmesine yol açmıştır. Bu yüzden başta ABD hükümeti olmak üzere pek çok ülkede yıllardır IMF gibi uluslararası finansal kuruluşlar tarafından salık verilen daraltıcı politikalar terk edilerek genişletici maliye politikaları uygulamaya konmuş ve kurtarma paketleri art arda hazırlanmaya başlamıştır. Uygulamaya konulan genişletici maliye politikaları ve kurtarma paketlerinin bir istisnası, kriz döneminde yüksek cari açık, kamu açığı ve yapısal sorunları olan ekonomilerdir. Bu ekonomilere kriz sürecinde salık verilen politikalar ise, daraltıcı maliye politikaları ve kemer sıkma paketleridir. Türkiye ise, bu süreçten etkilenmekle birlikte diğer ülkelere göre nispeten daha az etkilenmiştir. Çünkü; 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri’nin ardından aldığı tedbirler, bankacılık sektörünün güçlenen sermaye yapısı, enflasyonda görülen iyileşmeler, büyüme oranlarındaki olumlu trend, vb. makroekonomik gelişmeler ile toksik varlıkların finansal sistem içerisinde yaygın olmaması krizin etkilerinin ABD ve Avrupa’daki kadar yüksek düzeyde gerçekleşmesini engellemiştir. Diğer taraftan Türkiye ekonomisinin ihracatının yaklaşık % 50’den fazlasının Avrupa’ya yapılması, Avrupa’da daralan dış ticaret hacmi, azaltılan ithalat miktarı, harcama eğiliminin düşerken tasarruf eğiliminin artması Türkiye’de dış ticaret açığı ve cari işlemler açığında yükselmeye neden olmuştur. Ayrıca Türkiye ekonomisinde de yurtiçi piyasalarda talep daralması yaşanarak hanehalkı davranışlarında tüketimden tasarruf eğilimine doğru bir kayma yaratmıştır. Çizelge 2.11’deki 2008-2014 yılları

<sup>164</sup> İnternet: Ünal, A. ve Kara, H. (2009). Küresel Kriz ve Türkiye. *Ekonomi ve Politika Araştırmaları Merkezi*. Web: <http://www.ekopolitik.org> adresinden 3 Ocak 2013’te alınmıştır.

arasında Merkezi Yönetim bütçe verilerinin GSYH'ye oranından da görüleceği üzere iç piyasanın canlandırılmasına yönelik olarak vergi indirimleri, vergisel teşvikler, vb. talep canlandırıcı tedbirler ile krizin ex-ante etkisi hafifletilmeye çalışıldığından bütçe gelirlerindeki artış sınırlı düzeyde kalmıştır. Diğer taraftan, bütçe giderleri artmış ve 2009 yılında bir önceki yıla göre bütçe açığı artmıştır.

Çizelge 2.11. Merkezi Yönetim Bütçe Gelir, Gider ve Dengesi (2009-2014)

Merkezi Yönetim Bütçe Gelir, Gider ve Dengesi (2009-2014) (%)							
YIL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Bütçe Giderleri (Harcama)	23.88	28.16	26.79	24.24	25.44	25.70	25.40
Bütçe Gelirleri (Tahsilat)	22.05	22.62	23.14	22.87	23.41	23.60	23.50
Bütçe Dengesi (Öngörülen)	-1.89	-1.09	-4.57	-2.59	-1.49	-	-
Bütçe Dengesi (Gerçekleşen)	-1.83	-5.54	-3.65	-1.37	-2.03	-2.20	-1.90

Kaynak: BÜMKO verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

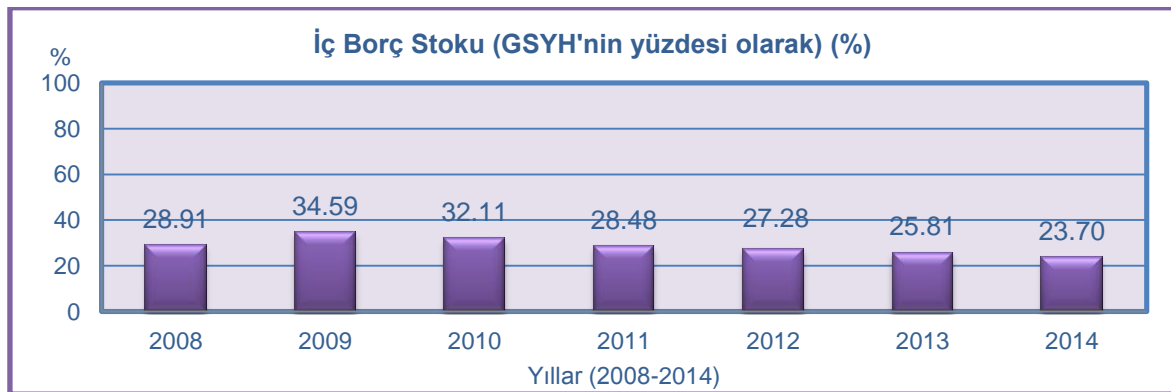
Çizelge 2.12'de 2008-2014 yılları arasında KKBG/GSYH oranı bütçe türleri itibariyle gösterilmektedir. KKBG'deki artışın konsolide bütçeden kaynaklandığı görülmekle birlikte faiz ödemelerinin de GSYH içinde geçmiş döneme oranla azalış göstermekle birlikte önemli bir paya sahip olduğu görülmektedir.

Çizelge 2.12. KKBG'nin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı (2008-2014)

KKBG'nin Bütçe Türlerine Göre Dağılımı (GSYH'ye oranı) (%)							
YIL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>GENEL DEVLET (A)</b>	<b>1.65</b>	<b>5.46</b>	<b>3.00</b>	<b>0.35</b>	<b>1.03</b>	<b>0.75</b>	<b>0.78</b>
Konsolide Bütçe	1.83	5.54	3.65	1.37	2.08	1.18	1.39
Mahalli İdareler	0.64	0.42	-0.09	-0.19	-0.02	0.15	0.00
Fon	0.04	0.04	-0.04	-0.10	-0.46	0.17	0.02
İşsizlik Sigortası	-0.80	-0.39	-0.35	-0.58	-0.54	-0.59	-0.59
Sosyal Güvenlik	0.01	-0.06	-0.03	-0.02	0.01	0.33	0.36
Genel Sağlık Sigortası	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.37	-0.36
Döner Sermaye	-0.07	-0.09	-0.13	-0.12	-0.04	-0.12	-0.04
<b>KİT (B)</b>	<b>-0.03</b>	<b>-0.41</b>	<b>-0.64</b>	<b>-0.22</b>	<b>-0.05</b>	<b>-0.29</b>	<b>0.21</b>
İşletmecisi	-0.06	-0.44	-0.73	-0.17	-0.05	-0.09	0.43
Tasarrufçusu	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Özelleştirme Kapsamındaki Kuruluşlar	0.04	0.03	0.09	-0.05	0.00	-0.20	-0.22
<b>Faiz Ödemeleri (a)</b>	<b>5.53</b>	<b>5.81</b>	<b>4.58</b>	<b>3.41</b>	<b>3.55</b>	<b>3.31</b>	<b>2.98</b>
<b>Özelleştirme Gelirleri (b)</b>	<b>0.86</b>	<b>0.46</b>	<b>0.36</b>	<b>0.32</b>	<b>0.46</b>	<b>0.81</b>	<b>0.60</b>
<b>TKKBG (1) (A+B)</b>	<b>1.62</b>	<b>5.05</b>	<b>2.36</b>	<b>0.14</b>	<b>0.98</b>	<b>0.46</b>	<b>0.98</b>
<b>TFHKKBG (2) (1-a)</b>	<b>-3.90</b>	<b>-0.76</b>	<b>-2.22</b>	<b>-3.27</b>	<b>-2.57</b>	<b>-2.85</b>	<b>-1.99</b>
<b>TÖGHKKBG (3) (1+b)</b>	<b>2.48</b>	<b>5.51</b>	<b>2.72</b>	<b>0.46</b>	<b>1.43</b>	<b>1.26</b>	<b>1.59</b>
<b>TFÖGHKKBG (4) (1-(2+3))</b>	<b>-3.04</b>	<b>-0.30</b>	<b>-1.86</b>	<b>-2.95</b>	<b>-2.12</b>	<b>-2.06</b>	<b>-1.39</b>

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı, Kamu Kesimi Borçlanma Gereği Özet Göstergeler'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

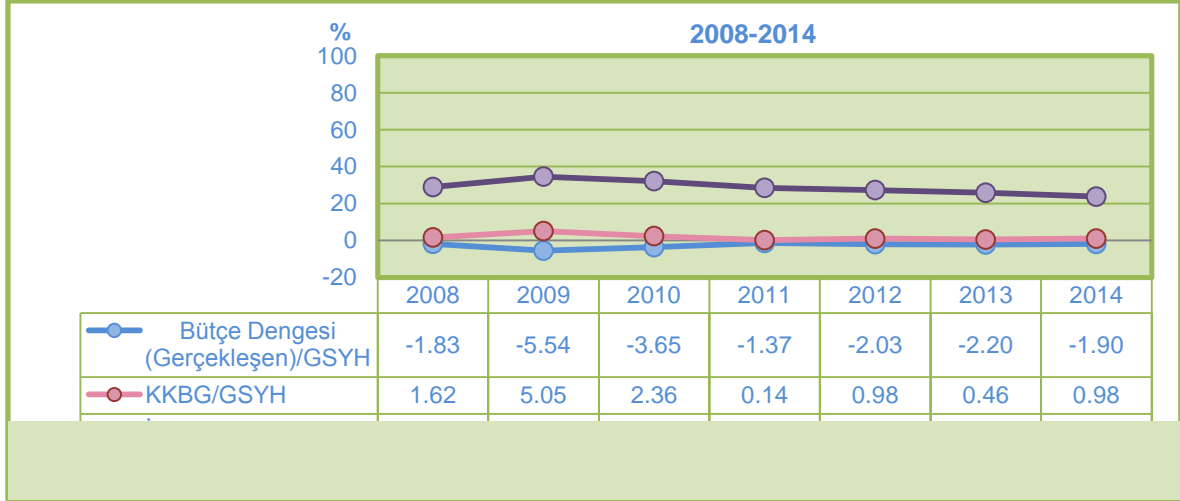
Şekil 2.11’de 2008-2013 yılları arasındaki iç borç stoku/GSYH oranı gösterilmektedir. Çizelge 2.11 ve 2.12 ile birlikte değerlendirildiğinde, 2008 Küresel Finansal Krizi’nin uluslararası piyasalarda yarattığı talep daralmasının iç piyasalardan karşılanmak istenmesi ayrıca iç piyasadaki durgunluğu da gidermek üzere alınan gelirler politikası (vergi indirimleri-kamu harcama artışları) kamu gelirlerini azaltmış buna karşın kamu harcamalarını artırmıştır. 2009 yılında iç borç stokunun GSYH içindeki payının bir önceki yıla göre artmasında hem uygulanan politikaların hem de büyüme hızının etkisi vardır. Şöyle ki, 2004 yılından itibaren GSYH’nin büyüme hızı düşmektedir. 2008 Küresel Finansal Krizi’nin etkilerinin şiddetlendiği bu dönemde GSYH’nin büyüme hızı 2006-2009 yılları arasında sırasıyla % 6.9, 4.7, 0.7 ve -4.8’dir. 2009 yılında Türkiye ekonomisinde yaşanan küçülmenin etkisiyle iç borç stokunun GSYH içindeki payı da buna bağlı olarak artmıştır.



Şekil 2.11. İç Borç Stoku (2008-2013)

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı Veri Dağıtım Sistemi. Web: adresinden 3 Ocak 2015’te alınmış veriler kullanılarak düzenlenmiştir.

Şekil 2.12’de 2008-2014 yılları arasındaki bütçe dengesi, KKBG ve iç borç stoku ile ilgili veriler gösterilmektedir. Tüm göstergeler birlikte ele alındığında ciddi artışlar olmamasına karşın istikrarsız bir trende sahip oldukları görülmekte ve 2008 Küresel Finansal Krizi’nin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerinin sürdüğü dikkati çekmektedir.



Şekil 2.12. Makroekonomik Göstergeler (2008-2014)

#### 2.4. Bileşimi açısından iç borçlanma ve bankacılık kesimi ilişkisi

1930 yılında Merkez Bankası kurulmuş, para basmak, paranın değerini korumak, ekonominin genel likiditesini ayarlamak ve bankalara ödünç para vermek gibi görevlerle bir emisyon bankası olarak işe başlamış, 1971 yılına kadar yürürlükte olan kanunda bazı değişiklikler yapılmış, Bankanın Hazineye ve kamu iktisadi teşekküllerine daha fazla kredi vermesi sağlanmıştır<sup>165</sup>. 1945'lerden sonra özel bankacılık önem kazanmaya başlamış, Yapı ve Kredi Bankası, Garanti Bankası, Akbank ve Pamukbank ilk kurulan özel bankalardan olup 1960 yılı itibariyle 31 özel banka kurulmuş ve 1958'de de Türkiye Bankalar Birliği kurulmuştur<sup>166</sup>.

1982 yılında Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuş, 1985'te yürürlüğe giren 3182 sayılı Bankalar Kanunu ile bankacılık sistemine uluslararası standartlara uygunluk getirilmeye çalışılmış, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu kurulmuş ve bankalara zorunlu karşılık ayırma yükümlülüğü getirilmiştir<sup>167</sup>. 1986'da İnterbank Piyasası kurulmuştur ve aynı yıl İMKB faaliyetlerine başlamıştır.

<sup>165</sup> Akgüç, Ö. (2000). *Yüz soruda Türkiye'de bankacılık*. İstanbul: Gerçek Yayınevi.

<sup>166</sup> Karluk, S. R. (2005). *Cumhuriyetin ilanında günümüze Türkiye ekonomisinde yapısal dönüşüm*. (Onuncu Baskı). İstanbul: Beta Yayınları.

<sup>167</sup> Korukçu, Ü. (1998). *Bankacılığın tarihsel gelişimi: 40. yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türk Bankacılık Sistemi*. Ankara: TBB Yayınları.

Bankacılık sektörü ile ilgili önemli gelişmelerden biri 1990'larda bankacılık sisteminin holding bankacılığı haline dönüşmesidir. Ayrıca bankacılık sektörü bu dönemde yüksek kârlılık güdüsüyle sıcak para girişlerinin cazibesinden kaynaklı olarak devletin iç borçlanmaya ağırlıkla başvurması sonucunda DİBS'lere portföylerinde büyük pay ayırmışlardır. Bankacılık sektörünün ağırlaşması ve sağlam sermaye yapıları olmaması nedeniyle uygulanan politikalar ile birlikte bankacılık sektörü 2000-2001 yılları arasında krize girmiştir. Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasına yönelik bir dizi reform politikaları sonucunda bankacılık sektörünün günümüzde önceki yıllara rağmen daha sağlam bir yapıya sahip oldukları görülmektedir. Bankacılık sistemi içinde ise yabancıların payı azımsanmayacak derecededir.

Çizelge 2.13'de 1960-2014 yılları arasında banka sayısı gösterilmektedir. Buna göre mevduat bankalarının payı 2000'e kadar artmış, 2000'den sonra azalmıştır. 2014 itibariyle bankacılık sistemi içinde kamusal ve özel sermayeli bankaların payı azalmış buna karşın yabancı sermayeli bankaların payı artmıştır.

Çizelge 2.13. Banka Sayısı (1960-2014)

	1960	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2014
<b>Mevduat Bankaları</b>	51	46	44	40	40	47	56	55	61	34	32	32
<b>Kamusal Sermayeli</b>	14	12	12	12	12	12	8	5	4	3	3	3
<b>Özel Sermayeli</b>	20	23	22	23	24	20	25	32	28	17	11	10
<b>Yabancı Sermayeli</b>	5	5	5	5	4	15	23	18	18	13	17	19
<b>Mahalli</b>	12	6	5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Tas.Mevd.Sig.Fonu. Devr.</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	11	1	1	-
<b>Kalkınma ve Yatırım Bankaları</b>	0	2	2	2	3	3	10	13	18	13	13	13
<b>Katılım Bankaları</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4	4	4
<b>Toplam</b>	51	48	46	42	43	50	66	68	79	51	49	49

Kaynak: BDDK

Çizelge 2.14'te 2014 yılı itibariyle bankacılık sektörü sermaye yapısı gösterilmektedir. Kamusal sermayeli bankaların sermaye yapılarında halka arz edilmeyen yerleşik payı % 80 iken özel sermayeli bankaların payı % 50'dir. Bu da özel sermayeli bankaların sermaye yapılarında yabancıların payının olduğunu göstermektedir.

Çizelge 2.14. Sermaye Yapısı (Ödenmiş Sermaye Bazında, 2014 itibariyle)

%	Halka Arz Edilen	Halka Arz Edilmeyen Yerleşik	Halka Arz Edilmeyen Yerleşik Olmayan
Sektör Toplamı	14,8	54,8	30,4
Mevduat Bankaları	18,8	40,8	40,5
Kamusal Sermayeli Bankalar	19,9	80,1	0,0
Özel Sermayeli Bankalar	29,6	50,0	20,5
Tas.Mevd.Sig.Fon.Devr. Bankalar	0,0	100,0	0,0
Yabancı Bankalar	0,1	2,5	97,4
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	4,1	93,3	2,5

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği

#### 2.4.1. Alacaklılar açısından iç borçlanmanın bileşimi

1970'lerde sermaye sahiplerinin yaşadığı kâr sıkışması, doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının iktisadi belirsizlikleri ve marjinal verimliliklerindeki düşüş nedeniyle yeni yatırım alanlarına yönelmelerine yol açmıştır. Neo-liberal politikalar, finansal sektörde liberalizasyon hareketleri ile başlamıştır. Uluslararası piyasalarda çok rahatlıkla hareket edebilen finansal sermayeyi ülkeye çekebilmek için kullanılan yüksek faiz ve değerli TL uygulaması, iç borçlanma araçlarına olan talebi artırmıştır. Ülkeye daha fazla sıcak parayı çekerek açık finansmanında kullanabilmek için yüksek faiz uygulamasına devam edildikçe iç borçlanmanın maliyeti de artmıştır.

1990'larda tüm dünyada hızla yayılan küresel ekonomiye entegrasyon birçok ekonomide finansal liberalizasyon süreçlerinin tamamlanmasına yönelik gelişmelere sahne olmuştur. Değerli TL ve yüksek faizlerin etkisi ile iç borçlanma araçları diğer finansal enstrümanlar karşısında daha cazip konuma gelmiştir. 1990'dan itibaren ticari bankaların uluslararası piyasalardan düşük faiz ile borçlanıp elde ettikleri kaynakları devlet iç borçlanma araçlarında yüksek faiz ile değerlendirmeleri bankaların portföylerindeki devlet iç borçlanma araçlarının payını yükseltmiştir. Bankacılık kesimi, yetersiz sermaye yapıları ve güçlü olmayan yönetim organizasyonları, yaşanan iktisadi ve siyasi krizler sonucunda bankacılık

krizleri ile karşı karşıya kalmıştır. 1994 Krizi'nin ardından yüksek enflasyon ve geleceğe dönük beklentilerdeki belirsizlikler TL'ye olan güveni azaltarak para ikamesi ya da dolarizasyon olgusunu gündeme getirmiştir<sup>168</sup>. Özellikle bankaların açık pozisyon tutmaları, TL'nin değerinin enflasyonun etkisiyle aşınması ve döviz kurunun yükselmesi nedeniyle döviz cinsi yükümlülüklerinin değerini artırmıştır. 1995-1999 dönem itibariyle bankacılık kesiminin kırılğan yapıya sahip, dışsal şoklara açık ve sermaye yapılarının yetersiz olması ile finansal sistemin mali derinliğe sahip olmaması bir yandan bankacılık kesiminin portföylerinde bulunan devlet iç borçlanma araçlarının değerini düşürmüş diğer yandan da döviz cinsi yükümlülüklerin maliyetini artırmıştır. Yüksek enflasyon, devlet iç borçlanma araçlarının TL cinsinden değerini düşürücü etki yapıp iç borç anapara yükümlülüklerini azaltmaktadır. Ancak yüksek reel faiz nedeniyle hem iç borç faiz ödemeleri artmış hem de bu faiz ödemeleri için iç borçlanmaya başvurulması iç borç stokunu artmıştır. İç borçlanmanın sürdürülebilmesi için borç çevriminin aksatılmadan yapılması gerekmektedir. Bu da vadesi gelen iç borçların geri ödenebilmesi için tekrar borçlanılmasına yol açabilmektedir. Dolayısıyla kaynak arayışına başvuracak olan devletin borç yükümlülükleri hızla artacaktır. İçeriden borçlanma olanaklarının daralması ya da yetmemesi dışarıdan borçlanmaya yol açacak hatta uluslararası finansal kuruluşlardan borçlanılmasını gündeme getirecektir. Bu anlamda IMF ile yapılan stand-by anlaşmaları finansman ihtiyacı için gerekli kaynakları sağlar iken ağır yükümlülükleri de devletin üzerine yüklemektedir. Bu yükümlülükler sadece iktisadi açıdan olmayıp, sosyal ve askeri yönden de harcamaları etkilemektedir. Giderek daha fazla borç yükü altına giren devlet, sosyal açıdan sorumluluklarını yerine getiremez konuma düşerek sosyal devlet olma olgusunu kaybetmektedir. Bu da sosyal açıdan gelir dağılımı adaletsizliklerini artırmakta ve başta iç borçlanma olmak üzere borçlanmanın yükünün vergi ödeyen kesim bir diğer ifadeyle düşük ve orta gelirliiler üzerinde kalmasına neden olmaktadır.

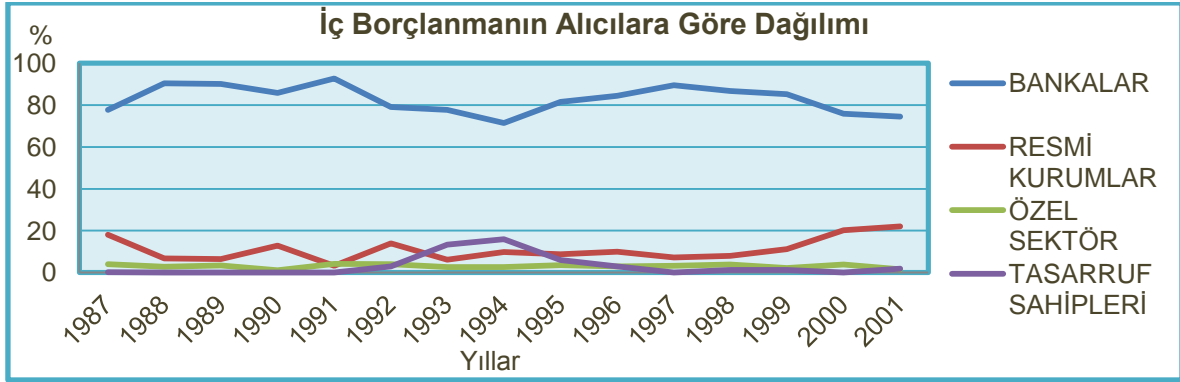
Kasım 2000 Bankacılık Krizi'ni tetikleyen devletin yüksek oranlarda iç borçlanmaya başvurması ve kamu bankalarının portföylerinde diğer finansal enstrümanlarına kıyasla devlet iç borçlanma senetlerinin yer almasıdır. Türkiye'de

---

<sup>168</sup> İnternet: Türkiye'nin güçlü ekonomiye geçiş programı, 2009.

krizlerin tarihçesi incelendiğinde çoğunlukla döviz darboğazından kaynaklı krizler yaşandığı görülmektedir. Bunların bir istisnası 1994 Krizi olup ihracata dayalı büyüme stratejisi ve yapısal sorunlar krizin ana nedeni olmuştur. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri ise, bankacılık sektöründe patlak veren, para ve maliye politikalarının uyumsuz işleyişi nedeniyle ortaya çıkan krizlerdir. Küreselleşme ve küresel ekonomiye entegrasyon sürecinin hızlandığı 1990-2000 döneminde ülkeye döviz girişleri bol olmuş, TL'ye olan talep fazlası da piyasada olumsuz beklentiler oluşmaya başlayınca ikidite sıkıntısına yol açmıştır. Dolayısıyla TL'den kaçışlar ve ülkeden sermaye çıkışları başlamıştır. Devlet TL'ye olan güveni koruyabilmek adına yüksek faizler ile borçlanmaya devam etmiştir. Devlet iç borçlanma araçlarının en büyük alıcısı konumunda olan kamu bankalarının portföylerinde giderek daha fazla yer tutan devlet iç borçlanma senetleri yurtdışına olan döviz cinsi yükümlülüklerini yerine getirebilmelerini zorlaştırmıştır. En büyük sıkıntı da vade uyumsuzluğundan kaynaklanmıştır. Kamu bankaları, TL'den kaçışın başladığı ve ülkeden sermaye kaçışlarının hızlandığı dönemde yükümlülüklerini yerine getirebilmek için likiditeye ihtiyaç duymuşlardır. Ancak 2000 Dezenflasyon Programı'nın döviz çıpasını nominal döviz kuru olarak belirlemesinden dolayı ülkeden döviz kaçışının olduğu bir dönemde Merkez Bankası piyasadaki para arzını artırmamış, piyasaya TL sürmemiştir. Bu da kamu bankaları açısından devlet iç borçlanma senetlerinin nakde dönüştürülememesi sorunu yaratarak bankacılık krizlerine neden olmuştur.

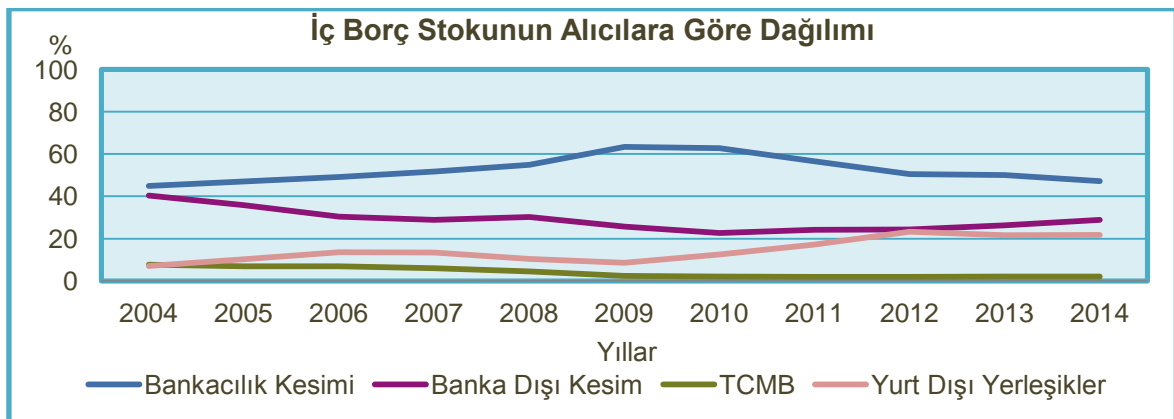
Şekil 2.13'te iç borçlanmanın alıcılara göre dağılımı 1987-2001 dönemi itibariyle gösterilmektedir. Dönem boyunca bankaların iç borçlanma araçlarının önemli bir alıcısı konumunda oldukları ve fiili faaliyetlerinin kamu açıklarının finansmanında bir gelir kaynağı olma işlevine sahip olduğu anlaşılmaktadır. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Bankacılık Krizleri'nin etkilerinin bir sonucu olarak bankaların iç borçlanma araçlarının alıcısı olma konumlarında az da olsa bir düşüş meydana gelmiş ancak diğer iç borçlanma kaynakları ile karşılaştırıldığında bankaların iç borçlanma araçlarının en büyük paya sahip alıcısı olduğu sonucu değişmemiştir. 2002 ve 2003 yıllarında bankacılık krizlerinin ardından alınan bir dizi politika kararlarının uygulama sonucu olarak kamu bankalarının iç borçlanmanın alıcıları içindeki payı düşürülmeye çalışılmış ve sırasıyla % 16.2 ile % 14 olarak gerçekleşmiştir.



Şekil 2.13. İç Borçlanmanın Alıcılara Göre Dağılımı (1987-2001)

Kaynak: Aydın, M. F. 2002. Türkiye'de kamu kesimi iç borçlanmasının bankacılık sektörü bilançolarına ve risklerine olan etkileri. *TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği*, 13, 7'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Şekil 2.14'te iç borç stokunun alıcılara göre dağılımı 2004-2014 dönemi itibariyle gösterilmektedir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Bankacılık Krizleri'nin ardından Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile başlayan Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı ile devam eden süreçte Bankalar Kanunu, Türkiye Bankalar Birliği ve BDDK aracılığıyla Türkiye ekonomisindeki bankaların krizin etkisinden kurtarılıp yeni finansal krizlere olan kırılganlığının giderilmesi ve bankacılık sektörünün güçlendirilmesine yönelik çalışmalar başlatılmıştır<sup>169</sup>.



Şekil 2.14. İç Borç Stokunun Alıcılara Göre Dağılımı (2004-2014)

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

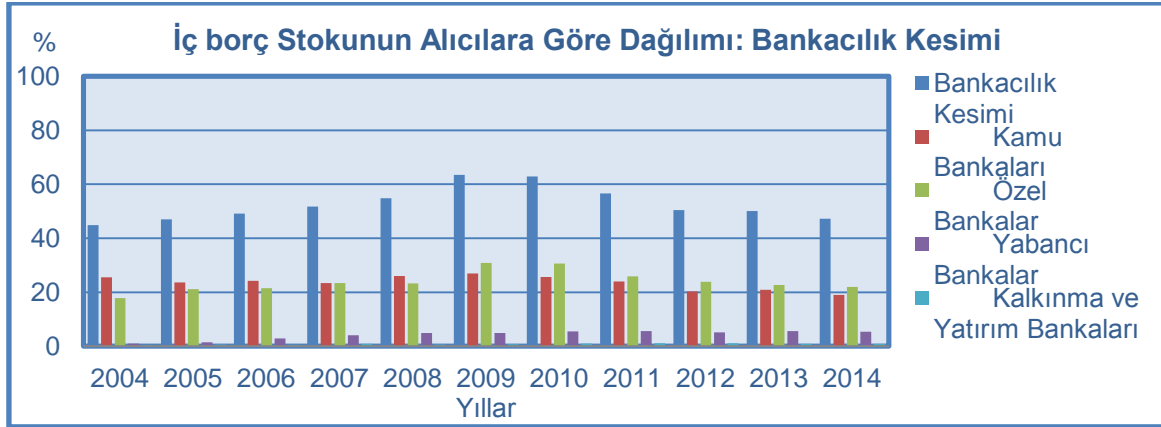
<sup>169</sup> BDDK. (2001). *Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı*. Ankara: BDDK, 13-19.

Yapısal düzenlemeler ile kamu kesimi iç borçlanması ve bankacılık sektörü ile yakından ilişkili olan kamu bankalarının iç borçlanmanın kaynakları içindeki payının düşürülmesi, özel bankaların finansal sistem içinde etkinliğinin artırılması, bankaların bilançolarının daha sağlıklı yapıya kavuşturulması için bir dizi önlem alınmıştır. Bu anlamda 1987-2001 dönemine kıyasla 2004-2014 dönemi içinde bankacılık kesiminin iç borç stokunun alıcıları arasındaki payı azalmış ve 2001'den itibaren uygulanan politikalar başarılı sonuçlar vermiştir. Ancak 2008 Küresel Finansal Krizi'nin etkisiyle uluslararası piyasalarda yatırımcıların olumsuz beklentilerinden dolayı finansal yatırımlar açısından durgunluk dönemine girilmiştir. Devletin, krizin etkisiyle girilen durgunluk döneminden çıkabilmek için aldığı politika tedbirleri sonucunda iç borçlanmaya gitmesi üzerine bankacılık kesimi de kriz döneminde risksiz yatırım alanlarına dolayısıyla devlet iç borçlanma araçlarına yönelmeyi seçmiştir<sup>170</sup>. Bu da bankacılık kesiminin 2008-2010 yılları arasında iç borç stokunun alıcıları arasında payının artmasına neden olmuştur.

Şekil 2.15'te iç borç stokunun alıcılara göre dağılımında bankacılık sektörünün bileşenleri 2004-2014 yılları itibariyle gösterilmektedir. 2009'a kadar iç borç stokunun alıcıları arasında kamu bankalarının payı diğer bankalara göre yüksektir. 2009'dan itibaren özel bankaların payı kamu bankalarına kıyasla artmaya başlamıştır. Çünkü, 2008 Küresel Finansal Krizi'nin etkisiyle özel bankalar da güvenilir liman etkisiyle topladıkları fonları devlet iç borçlanma araçlarının yüksek güven ve getiri değerinden dolayı devlet iç borçlanma araçlarına plase etmişlerdir. 2005'ten itibaren iç borç stokunun alıcıları arasında yabancı bankaların payı artmakta ve devlet iç borçlanma araçlarına yönelmeleri söz konusu enstrümanlara olan olumlu bakış açılarını yansıtmaktadır.

---

<sup>170</sup> Erdem, E., İlgün, M. F. ve Dumrul, C. (2011). Finansal istikrarın bankacılık sisteminin borç verme politikaları üzerindeki etkisi: 2008 Küresel Krizi çerçevesinde Türkiye üzerine bir inceleme. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 5(1), 16.



Şekil 2.15. İç Borç Stokunun Alıcılara Göre Dağılımı: Bankacılık Kesimi

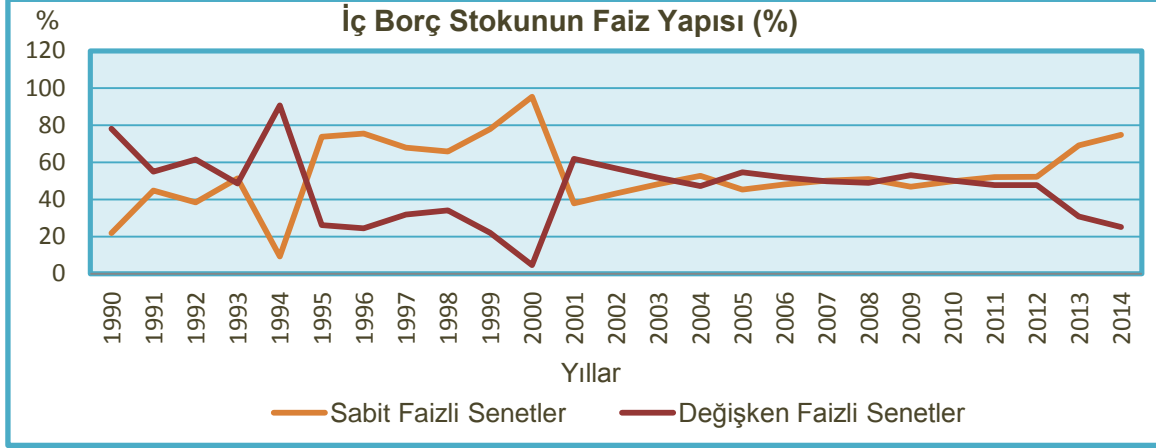
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

#### 2.4.2. Faiz açısından iç borçlanmanın bileşimi

Türkiye’de iç borçlanmanın faiz açısından bileşimi incelendiğinde, sabit faizli ve değişken faizli iç borçlanma araçları ile borçlanmaya başvurulduğu görülmektedir. Şekil 2.16’da 1990-2014 yılları arasında iç borç stokunun faiz yapısı gösterilmektedir. 1990-2000 döneminde sabit faizli iç borç stoku yapısı ile değişken faizli iç borç stoku yapısı arasında negatif ilişki vardır. 1994’te iç borç stokun içinde değişken faizli senetlerin payı oldukça yüksektir. Çünkü; 1994 Krizi nedeniyle ülkeden sermaye kaçışlarını önleyebilmek için daha yüksek faiz oranlarından iç borçlanmaya başvurulmuştur. Bu da krizin etkilerinden dolayı farklı faiz oranları ile borçlanılmasına neden olmuştur. 1995-2000 döneminde iç borç stoku üzerinde faiz oranlarındaki volatiliteden kaynaklanan olumsuz etkilerden kaçınmak adına değişken faizli senetler ile iç borçlanmaya gidilmesi azaltılmak istenmiştir. 2000’de faiz oranlarındaki yükselişten kamu ve fon bankalarının portföylerinde tuttıkları sabit faizli DİBS’ler nedeniyle menkul değerler cüzdanının değer kaybına uğramaması için sabit faizli DİBS’ler değişken faizli DİBS’ler ile değiştirilmiştir<sup>171</sup>. Bu da 2001’de değişken faizli senetlerin iç borç stoku içindeki payının artmasına yol açmıştır. 2002-2012 döneminde sabit faizli ve değişken faizli senetler payı hemen hemen aynı seviyede gerçekleşmiştir. 2000’den sonra iç borç stoku üzerinde faiz baskısının kırılmak ve değişken faizli senetlerin yaratacağı

<sup>171</sup> BDDK, 2001, 9.

likidite sorunun önlenmek istenmesinden dolayı iç borçlanma içinde daha çok sabit faizli senetlere yer verilmiştir<sup>172</sup>.



Şekil 2.16. İç Borç Stokunun Faiz Yapısı (1990-2014)

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

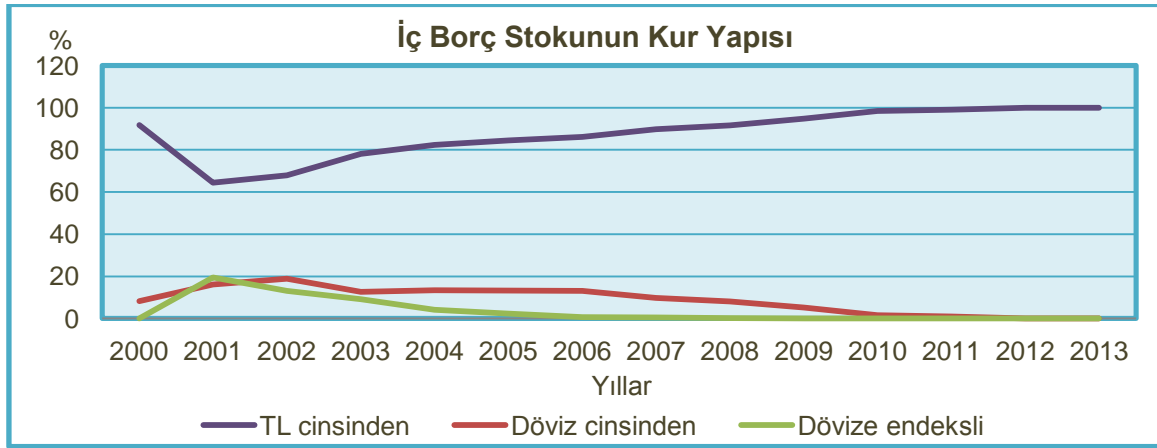
### 2.4.3. Kur açısından iç borçlanmanın bileşimi

1990'lardan itibaren uygulanan yüksek faiz-düşük kur politikasının ekonomi içinde yarattığı kırılgan yapı iç borçlanma araçlarının bileşimini etkilemiştir. İç borçlanmaya başvurulmasında döviz cinsi senetlerin taşıdığı kur riski nedeniyle daha az tercih edilmesi beklenen bir durumdur. Şekil 2.17'de 2000-2013 yılları arasında iç borç stokunun kur yapısı gösterilmektedir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Bankacılık Krizleri sonrasında ile bankacılık kesimine yönelik reformlar hazırlanmıştır. 2000 Dezenflasyon Programında bankacılık sektörüne yönelik reformlar kapsamında yer almamasına karşın katkı sağlayacağı düşüncesiyle Haziran 2001'de iç borç takası yapılmış, bankaların ellerindeki borçlanma senetleri ile değiştirilmiş böylece Hazine Müsteşarlığı bankaların açık pozisyonlarını bankacılık sektörü de vade riskini üstlenmiştir<sup>173</sup>. Bu da 2001 yılında döviz cinsi senetlerin iç borç stoku içindeki payının artmasına neden olmuştur. TL cinsi kısa vadeli kamu borçlanma senetleri döviz cinsi uzun vadeli kamu Kasım 2000 ve Şubat 2001 Bankacılık Krizleri sonrasında iç borçlanma araçları içinde döviz cinsi senetlerin tercih edilmemesi ve TL cinsi senetlerin ağırlıkla kullanılması iç

<sup>172</sup> TOBB. (2008). *Ekonomik rapor*. Ankara, 20.

<sup>173</sup> İnan, E. A. (2004). Dezenflasyon süreci ve düşük enflasyon ortamı: Türkiye'de makroekonomi ve bankacılık üzerine etkileri. *Bankacılar Dergisi*, 50, 47.

borçlanma araçlarını portföylerinde bulunduranlar açısından kur riski taşıdığı gibi devlet açısından da maliyet riski taşımaktadır. Kurdaki dalgalanmalara bağlı olarak kurun yükselmesi durumunda devlet açısından iç borçlanma daha maliyetli olacak iken kurun düşmesi durumunda da iç borçlanma araçlarını portföylerinde bulunduranlar açısından getiri kaybı sorunu ortaya çıkacaktır. Söz konusu etkilerden kurtulabilmek için döviz cinsi senetlere iç borçlanmada daha az başvurulmaktadır.



Şekil 2.17. İç Borç Stokunun Kur Yapısı (2000-2013)

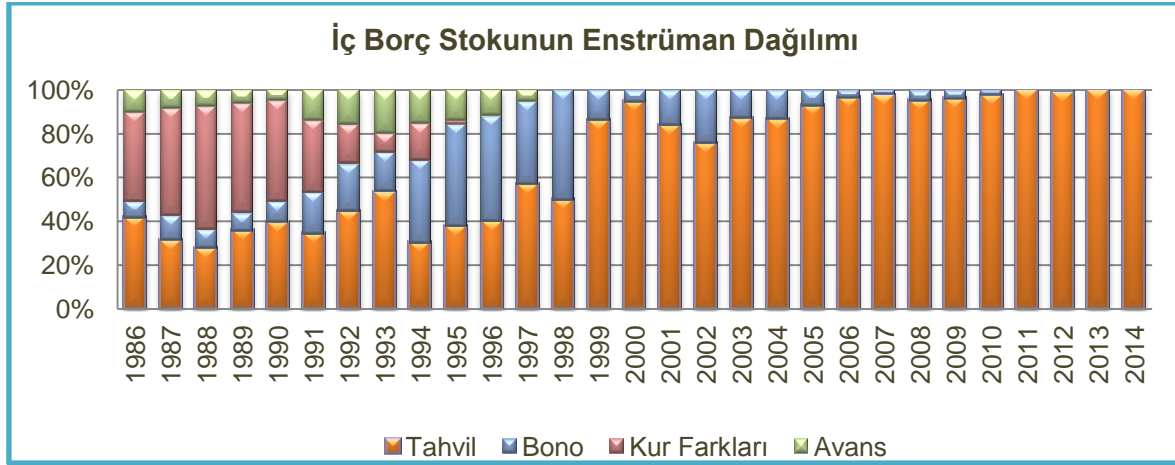
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

#### 2.4.4. Vade açısından iç borçlanmanın bileşimi

İç borç stokunun vade açısından bileşimi iki açıdan önemlidir. Birincisi, iç borçlanmanın hangi amaçla yapıldığı; ikincisi, iç borçların çevrimidir. İç borçlanmanın kısa vadeli yapıya sahip olması geçici bütçe açıklarının giderilmesi ve hesap döneminin kapatılmasından kaynaklanabileceği gibi kriz ortamında finansmana olan ihtiyacın karşılanmasından da kaynaklanabilecektir. İç borçlanmanın uzun vadeli yapıya sahip olması ise, ekonomideki güven ortamının bir göstergesi olabileceği gibi iç borçların uzun ölçekli yatırım finansmanı ve borç çevriminde kullanıldığının göstergesidir. Vadenin uzaması yatırımcıların geleceğe bakışlarının olumlu olduğunu göstermektedir.

Türkiye’de iç borç stokunun vade yapısına değinmeden önce iç borç stokunun enstrüman dağılımının incelenmesi gerekmektedir. Ekonominin genel

görünümü hakkında fikir verebilecek olan iç borç stokunun enstrüman yapısı Şekil 2.18'de 1986-2013 yılları arasında gösterilmektedir. 1986-1993 döneminde iç borç stoku içinde tahvillerin payı yüksektir. 1990'lardan itibaren liberalizasyonun etkisiyle iç borç stoku içinde bonoların payı artmaya başlamıştır. 1994-1998 döneminde krizin etkisiyle finansman ihtiyacı arttığından iç borç stoku içinde bonoların payı tahvillere göre oldukça artmıştır. Bonoların payının yükselmesi, ekonomik ajanların planlama ufğunun daraldığını göstermektedir. Nitekim iç borçlanmanın ortalama vadesine ilişkin Çizelge 2.15'ten de aynı tespiti yapmak mümkündür. Bu durumda mali baskınlığın arttığını görüyoruz. Normalde finansal yatırımcılar açısından vade-getiri doğru orantılı iken 1990'larda bir yandan vadenin kısaldığı diğer yandan faizlerin yükseldiğini görmekteyiz. Prof. Karakaş'ın 1990'ların sonunda bir konferansta "Türkiye'de iç borç stoku sorunu yoktur. Çünkü, borcun tamamı akım halindedir." biçimindeki tespiti sorunsalı özetlemektedir. Bu nedenle mevcut borç stokunun bir yıl içinde birden fazla çevrim yükümlülüğü mali sistemi zorlayarak faizleri yükseltmekte ve vadeyi kısaltmaktadır. 1999'dan itibaren istikrar programları çerçevesinde kısa vadeli borçlanmaya duyulan ihtiyacın ortadan kaldırılması amacıyla iç borçlanmanın uzun vadeli olarak yapılmak istenmesi iç borç stoku içinde tahvillerin payını artırmıştır. İç borç stokunun enstrüman yapısı içinde 1986'dan 1996'ya kadar kısa vadeli avans ve kur farklarının payı, tahvillere neredeyse yakındır. Hatta 1986-1991 döneminde kısa vadeli avans ve kur farklarının payı, tahvillerden daha yüksektir. Uzun yıllar Hazine'nin Merkez Bankasından kısa vadeli avans kullanması iç borç stokunun artmasında önemli bir rol oynamıştır. Şekil 2.18'de gösterilen kur farkları aslında nakit dışı borçlanmayı ifade etmektedir. TCMB bir A.Ş. olarak aktifini değerlemeye tabi tutmaktadır. Altın ve döviz hesaplarının değerlendirilmesi sonucunda kur farklarından kaynaklı zarar ortaya çıkması halinde bu zararı kapatmaya yönelik özel tertip devlet tahvili ihraç etmektedir. Bu tip tahvil ihracı ile Hazine'nin kasasına nakit girişi gerçekleşmemektedir.



Şekil 2.18. İç Borç Stokunun Enstrüman Yapısı (1986-2013)

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Çizelge 2.15'te 1998-2013 yılları arasında iç borç stokunun vade yapısı % olarak gösterilmektedir. Şekil 2.18, Çizelge 2.15'teki verileri doğrular niteliktedir. Şekilde, beş yıl vadeli borçlanmada 2005'ten sonra önemli bir artış gözükmemektedir. Bu da konjonktürel açıdan Türkiye ekonomisinin finansal yatırımlar için daha güvenilir bir liman izlenimi vermesinden kaynaklanabilmektedir.

Çizelge 2.15. İç Borç Stokunun Vade Yapısı (1998-2013)

VADE BİLEŞİMİ	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>NAKDEN SATILAN</b>	<b>81.91</b>	<b>88.12</b>	<b>80.79</b>	<b>47.38</b>	<b>59.57</b>	<b>67.13</b>	<b>73.76</b>	<b>79.32</b>	<b>82.86</b>	<b>86.40</b>	<b>90.49</b>	<b>94.92</b>	<b>99.30</b>	<b>99.34</b>	<b>99.52</b>	<b>99.69</b>
<b>TAHVİL</b>	<b>32.86</b>	<b>74.00</b>	<b>75.16</b>	<b>32.93</b>	<b>34.86</b>	<b>54.45</b>	<b>60.27</b>	<b>72.04</b>	<b>79.05</b>	<b>84.00</b>	<b>85.40</b>	<b>90.66</b>	<b>96.60</b>	<b>99.34</b>	<b>98.56</b>	<b>0.00</b>
Hesaben	1.12	2.57	2.54	6.51	3.39	0.15	2.38	1.10	1.01	1.27	1.40	1.53	0.00	0.00	0.00	11.41
1 Yıl	21.07	46.31	50.82	2.97	9.47	29.95	36.23	37.51	32.89	29.50	27.55	25.98	24.83	22.89	17.59	4.76
Kırk Vade Vade (1Yıl- 2Yıl)	0.82	8.51	11.35	4.59	9.78	8.25	7.73	2.81	5.08	5.51	0.61	0.00	1.25	2.23	3.00	4.27
2 Yıl	8.58	10.70	6.74	0.67	0.00	0.00	0.00	0.00	0.87	0.62	1.12	0.93	3.84	9.77	9.32	0.91
3 Yıl	1.25	5.89	3.71	4.13	2.41	9.24	8.20	10.67	10.74	5.61	3.46	2.50	3.95	4.12	3.58	3.77
4 Yıl	0.00	0.00	0.00	10.75	6.46	4.36	1.97	2.97	2.76	4.44	4.19	4.76	4.00	3.04	4.56	27.49
5 Yıl	0.00	0.00	0.00	3.31	3.35	2.51	2.49	15.84	25.40	31.46	41.86	48.96	43.17	35.96	30.53	47.08
6 Yıl	-	-	-	-	-	-	0.34	0.00	0.30	5.58	5.21	5.99	15.56	21.33	29.98	0.00
<b>BONO</b>	<b>49.05</b>	<b>14.12</b>	<b>5.63</b>	<b>14.45</b>	<b>24.70</b>	<b>12.68</b>	<b>13.49</b>	<b>7.28</b>	<b>3.81</b>	<b>2.40</b>	<b>5.09</b>	<b>4.25</b>	<b>2.70</b>	<b>0.00</b>	<b>0.95</b>	<b>0.00</b>
3 Ay	0.00	3.23	2.17	2.43	2.56	2.26	2.48	1.33	0.33	0.35	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Kırk Vade (3Ay-6Ay)	5.16	0.00	0.00	4.79	5.61	1.16	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
6 Ay	14.14	5.76	0.00	0.88	0.00	0.77	0.00	0.86	2.60	2.05	2.51	1.73	1.04	0.00	0.00	0.00
Kırk Vade (6Ay-9Ay)	9.59	5.13	0.40	5.44	6.99	2.09	5.55	0.00	0.00	0.00	1.19	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
9 Ay	14.74	0.00	0.00	0.00	0.53	0.00	0.00	2.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Kırk Vade (9Ay-1Yıl)	5.42	0.00	3.06	0.91	9.02	6.41	5.46	3.06	0.89	0.00	1.39	2.52	1.66	0.00	0.95	0.31
<b>NAKİT DIŞI SATILAN</b>	<b>18.09</b>	<b>11.88</b>	<b>19.21</b>	<b>52.62</b>	<b>40.43</b>	<b>32.87</b>	<b>26.24</b>	<b>20.68</b>	<b>17.14</b>	<b>13.60</b>	<b>9.51</b>	<b>5.08</b>	<b>0.70</b>	<b>0.66</b>	<b>0.48</b>	<b>0.31</b>

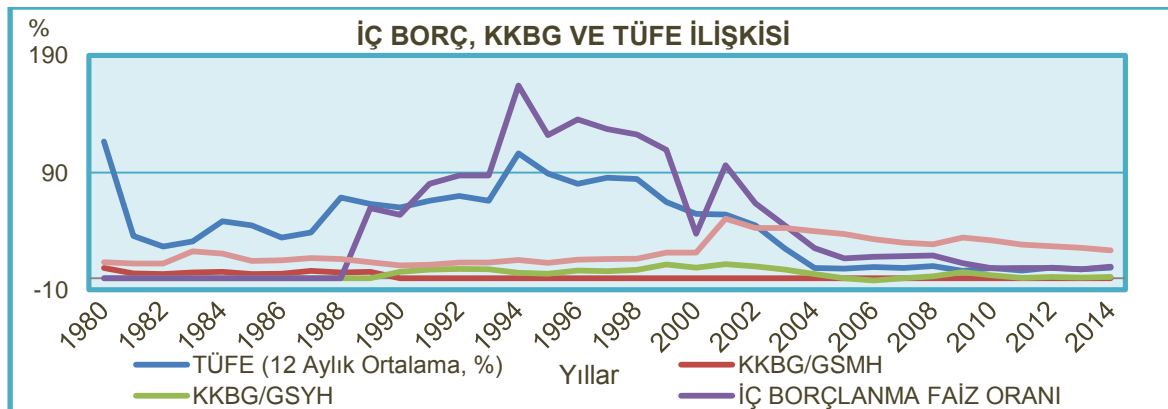
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

## 2.5. Türkiye’de İç Borçlanmanın İktisadi Etkileri

### 2.5.1. Enflasyonist etkiler

Türkiye’de iç borçlanmanın dönemler itibariyle incelenmesi sonucunda devletin farklı nedenlerle iç borçlanmaya başvurmasının iç borçlanma kaynakları açısından etkileri değişmektedir. 1980’den 1997 yılına kadar ağırlıklı Merkez Bankası kaynaklarından iç borçlanma yoluna gidilmiştir. Merkez Bankası’ndan borçlanması da ekonomide genişletici etkiler yaratarak enflasyonist baskılar meydana getirmiştir. 1994’ten sonra Merkez Bankası kaynaklarından iç borçlanmaya başvurulması tedricen azaltılmış ve 2001’den sonra da yasal düzenleme ile kaldırılmıştır. Devletin iç borçlanma için başvuracağı kaynaklardan biri de bankalardır. 1990’ların başından itibaren iç borçlanmanın kaynakları arasında bankaların önemli bir paya sahip oldukları Şekil 2.18, 2.19 ve 2.20’de görülmektedir.

Şekil 2.19’da 1980-2014 yılları arasında iç borç stoku/GSYH, iç borçlanma faiz oranları ve TÜFE ilişkisi gösterilmektedir. Ayrıca şekilde 1980-1989 yılları arasında KKBG/GSMH ve 1990-2014 yılları arasında KKBG/GSYH ilişkisi de gösterilmektedir. 1988-2010 döneminde iç borçlanma faiz oranları ile enflasyon arasında 2000 yılı dışında pozitif yönlü bir ilişki vardır. İç borçlanma faiz oranlarındaki artış enflasyonu da artırmaktadır. Ancak enflasyondaki artış iç borçlanma faiz oranlarındaki artıştan daha düşüktür.



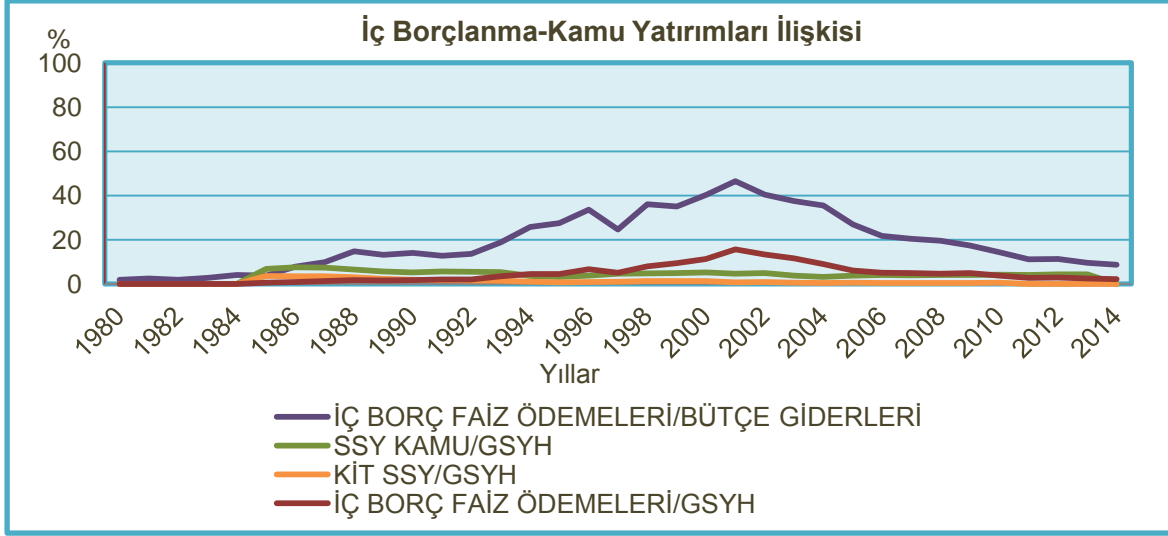
Şekil 2.19. İç Borç, KKBG ve TÜFE İlişkisi

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı Ekonomik ve Sosyal Göstergeler verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

### 2.5.2. Yatırımlar açısından etkiler

İç borçlanmanı yatırımlar üzerindeki etkileri kamu yatırımları ve özel yatırımlar olmak üzere iki alt grupta incelenebilir. İç borçlanma ile elde edilen kaynakların kamu altyapı harcamaları için kullanılması durumunda iç borçlanma, özel yatırımları destekleme işlevi görecektir. Çünkü; özel sektörün yatırım yapabilmesi için maliyetli olan altyapı yatırımlarının devlet tarafından finanse edilerek yapılması özel sektörü yatırım yapmaya teşvik edecek niteliktedir. Literatürde, içleme etkisi olarak geçen kamu altyapı yatırımlarının özel yatırımlar üzerindeki olumlu ve tamamlayıcı etkisi; kamu yatırımlarının özel sektör ile rekabet edici alanlarda yapılmasında dışlama etkisi olarak ortaya çıkmaktadır. Bu durumda iç borçlanmanın yatırımlar üzerindeki etkileri, yatırımların bileşimine göre farklılaşacaktır. İç borçlanma ve kamu yatırımları arasındaki ilişki, yapılan yatırımların özel sektörü tamamlayıcı nitelikteki altyapı, haberleşme, ulaşım, vb. hizmetlerde gerçekleşmesi durumunda olumlu yönde beklenmektedir.

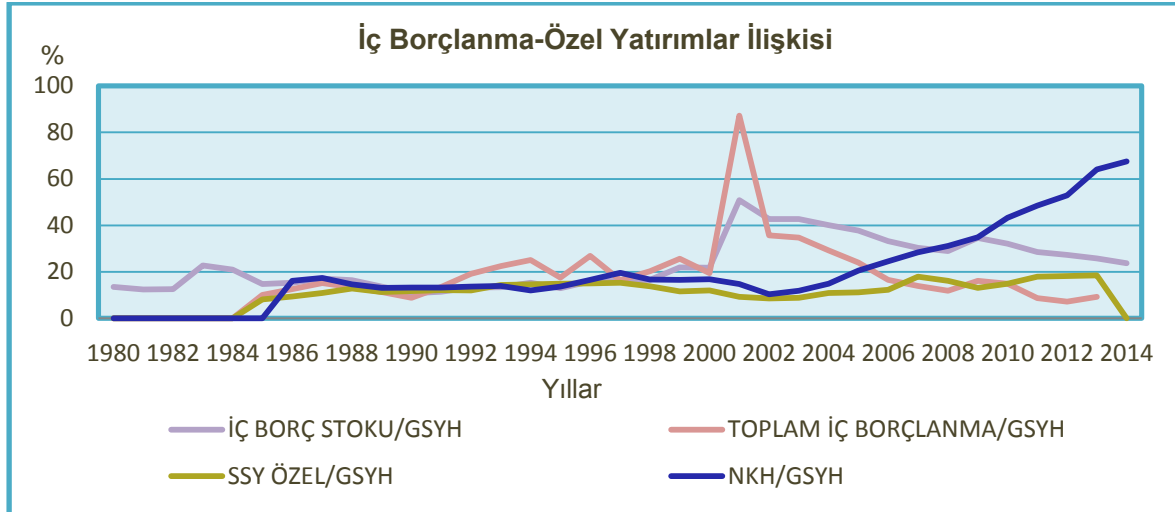
Şekil 2.20'de 1980-2014 yılları arasında iç borç faiz ödemeleri/bütçe giderleri, kamu sektörü sabit sermaye yatırımları (SSY KAMU)/GSYH, KİT sabit sermaye yatırımları (KİT SSY)/GSYH ve iç borç faiz ödemeleri/GSYH verileri gösterilmektedir. İç borç faiz ödemelerinin bütçe giderleri içindeki payı 1980'den itibaren artar iken 2002'den itibaren azalmaya başlamıştır. Kamu sabit sermaye yatırımlarının ve KİT sabit sermaye yatırımlarının GSYH içindeki payı 1985'ten itibaren azalmaya başlamıştır. 2006'dan itibaren ise, kamu sabit sermaye yatırımlarının GSYH içindeki payı artmaya başlamıştır. İç borç faiz ödemelerinin GSYH içindeki payı da 1985'ten itibaren artmaya başlamış, 2004'ten itibaren ise, azalmaya başlamıştır. Kamu sabit sermaye yatırımlarının GSYH içindeki payı ile iç borç faiz ödemelerinin GSYH içindeki payı karşılaştırıldığında, 1994-2009 döneminde GSYH'den iç borç faiz ödemelerine ayrılan kaynaklar kamu sabit sermaye yatırımlarına ayrılan kaynaklardan daha fazladır.



Şekil 2.20. İç Borçlanma-Kamu Yatırımları İlişkisi

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı Ekonomik ve Sosyal Göstergeler verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Şekil 2.21’de 1980-2014 yılları arasında iç borç stoku/GSYH, toplam iç borçlanma/GSYH, özel sabit sermaye yatırımları (SSY ÖZEL)/GSYH ve net kredi hacmi (NKH)/GSYH verileri gösterilmektedir. Toplam iç borçlanmanın GSYH içindeki payı arttıkça genellikle özel sabit sermaye yatırımlarının GSYH içindeki payı azalmaktadır. Özel sabit sermaye yatırımlarının GSYH içindeki payında kriz dönemlerinde bir azalma görülmektedir. Bu da Türkiye’de toplam iç borçlanmanın özel yatırımlar üzerinde dışlama etkisini yarattığını doğrular niteliktedir. Kriz dönemlerinde özel yatırımların azalması iki türlü açıklanabilir. İlki, kriz dönemlerinin neden olduğu gelecekte olumsuz beklentiler ve yatırım yapmanın getireceği riskler nedeniyle özel yatırımların kriz dönemlerinde azalabileceği; ikincisi ise, özel sektörün yatırım yapabilmesi için gerekli olan fon temininin kriz dönemlerinde sağlanmasının güç olmasından dolayı özel yatırımların azalabileceğidir.



Şekil 2.21. İç Borçlanma-Özel Yatırımlar İlişkisi

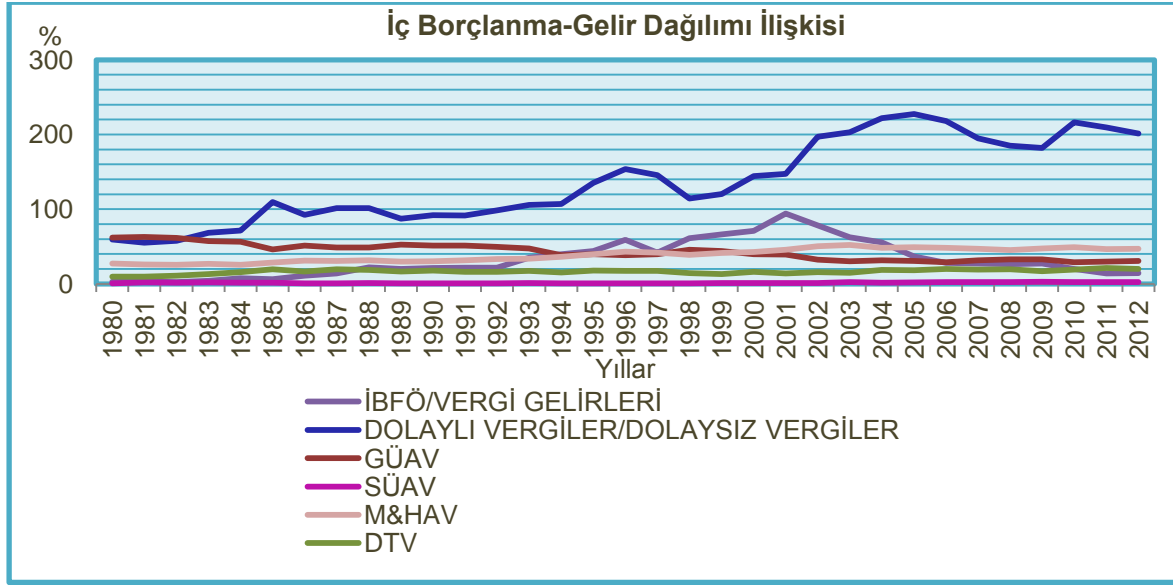
Kaynak: Kalkınma Bakanlığı Ekonomik ve Sosyal Göstergeler ile TCMB verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

### 2.5.3. Gelir dağılımı açısından etkiler

İç borçlanmanın gelir dağılımı üzerindeki etkileri iç borç faiz ödemelerinin kamu gelirleri içindeki payına ve kamu gelirlerinin bileşimine bağlı olarak ortaya çıkmakta olup Türkiye’de dolaylı vergilerin payının yüksek olduğu düşünüldüğünde, iç borçlanmanın yüksek gelir gruplarına kaynak aktarımı yaptığı sonucuna varılmaktadır<sup>174</sup>. Şekil 2.22’de 1980-2012 yılları arasında iç borç faiz ödemeleri/vergi gelirleri, dolaylı vergiler/dolaysız vergiler ile gelir üzerinden alınan vergiler (GÜAV), servet üzerinden alınan vergiler (SÜAV), mal ve hizmetlerden alınan vergiler (M&HAV), dış ticaret vergilerinin (DTV) vergi gelirleri içindeki payı gösterilmektedir. İç borç faiz ödemelerinin vergi gelirleri içindeki payı 2001’e kadar artar iken 2002’den itibaren azalmaya başlamıştır. Vergi gelirlerinin konularına göre dağılımı incelendiğinde ise, mal ve hizmetlerden alınan vergilerin payının diğer vergi gelirlerine göre oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Dolaylı vergiler ile dolaysız vergilerin payı incelendiğinde ise, neredeyse dolaylı vergiler dolaysız vergilerin iki katı kadardır. Bu da vergi gelirlerinin dolaylı vergiler ağırlıkta olduğunu, vergi gelirlerini karşılama açısından düşük ve orta gelirliilerin daha yüksek bir paya sahip olduğunu, vergi gelirlerinin önemli bir payının iç borç faiz ödemelerini karşılamaya ayrıldığını ve iç borç faiz ödemelerinin yüksek gelirliiler tarafından çok düşük bir

<sup>174</sup> Saraçoğlu, F. (2001). 1980-2001 yılları arasında Türkiye’de iç borçların yapısal gelişimi ve değerlendirilmesi. *Ekonomik Yaklaşım*, 76-77.

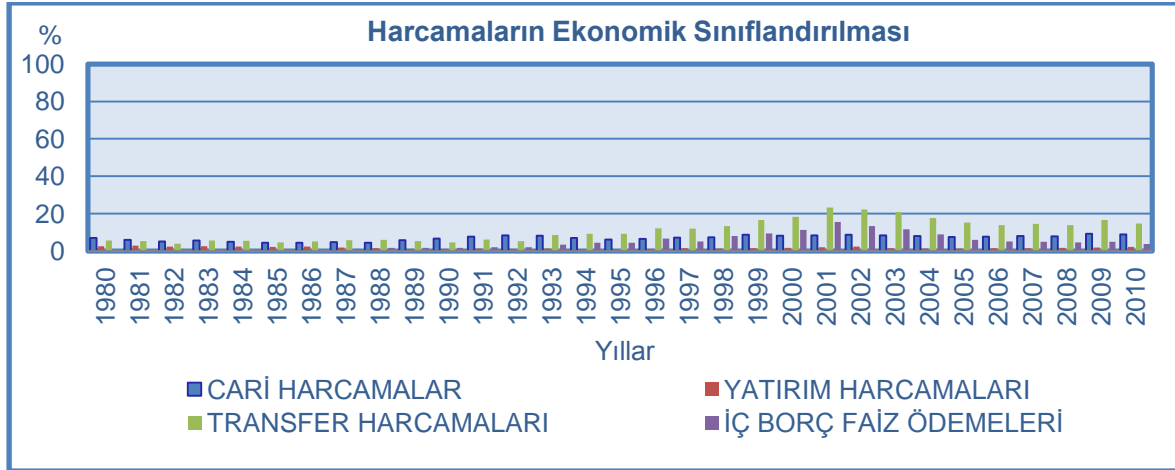
kısımının karşılandığını yansıtmaktadır. Dolayısıyla iç borçlanma faiz ödemelerinin finansmanına katlanan düşük ve orta gelir grubundakiler maliyetleri üstlenir iken yüksek gelir grubundakilere bu kesimler tarafından sağlanan kaynak aktarımı yapılmaktadır. Bu yüzden iç borçlanma gelir dağılımı üzerinde olumsuz etkilere sahiptir.



Şekil 2.22. İç Borçlanma-Gelir Dağılımı İlişkisi

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı Ekonomik ve Sosyal Göstergeler ile BÜMKO verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Şekil 2.23'te 1980-2010 yılları arasında ekonomik sınıflandırmaya göre kamu harcamalarının GSYH'ye oranı gösterilmektedir. İç borç faiz ödemelerinin GSYH içindeki payı 1998'e kadar artmıştır. Ancak aynı dönemde cari harcamalar da artmıştır. 1998'e kadar cari harcamaların GSYH içindeki payı, iç borç faiz ödemelerinin payından yüksektir. 1998-2004 döneminde ise, iç borç faiz ödemelerinin GSYH içindeki payı, cari harcamaların payından daha yüksektir. 2005'ten itibaren de iç borç faiz ödemelerinin GSYH içindeki payı azalmaktadır.



Şekil 2.23. Harcamaların Ekonomik Sınıflandırılması

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

## 2.6. İç Borçlanmanın Bankacılık Kesimi Açısından Etkileri

2000'lerin ortalarına kadar iç borçlanma-bankacılık sektörü bir yanıyla monopson diğer yanıyla monopol piyasayı ifade etmektedir. Ekonomideki ödünç verilebilir fon arzı açısından bankalar tek fon arz edici; Hazine ise, bankaların plase ettiği kaynakların tek alıcısı konumundadır. Bu güç dengesi istisnalar dışında hep monopol lehinde olmuş ve bankalar fiyat yapıcı davranabilmişlerdir. Bu bağlamda; iç borçlanma bir yandan bankacılık kesiminin pasifinin (özellikle mevduat) ortalama vadesinden etkilenirken aynı zamanda mevduatların ortalama vadesini etkilemektedir. Hazine ortalama altı ay vade ile borçlanırken yatırımcıların mevduatlarını iki yıla çıkarmaları beklenemez. Aynı şekilde bankaların kısa vadeli topladıkları fonları, Hazine'ye uzun vadeli iç borç olarak vermeleri, bankaları vade kaynaklı likidite krizine sokabilecektir. Diğer taraftan bankaların aktif içinde kredi portföyü ile menkul kıymet portföyü arasında bir ödünleşim söz konusudur. Hazine kağıtlarının risksiz ve yüksek getirili olması, özel kesime açılan kredi hacmini daraltacaktır. Nitekim Türkiye'de finansal aracılık ve özel sektörü fonlama açısından gerçek bankacılık 2000'lerin ortalarından itibaren başlamıştır.

İç boçlanma, finansal sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasından sonra bankaların yurtdışı yükümlülüklerini doğrudan etkilemiştir. Yurtdışından borçlanma olanaklarının genişlediği dönemlerde bankalar faiz-kur makasından yararlanarak aldıkları sendikasyon kredileri ile Hazine'yi fonlamış ve faizler görece düşmüş ve vade uzamış; yurtdışı piyasalarda borçlanma olanaklarının daraldığı dönemde ise, vade

kısalmiş ve faiz yükselmiştir. Aynı zamanda piyasa yapıcılığı sistemi de Hazine ve bankaları işbirliğine zorlamıştır. Bu da her iki tarafın bilançolarını etkilemiştir.

Piyasa yapıcılığı sistemi ilk olarak ABD’de Federal Reserve Bank of New York tarafından 1960’ta para piyasası işlemlerinin yürütülmesinde merkez bankasına yardımcı işlev görmesi amacıyla başlamış ve günümüzde pek çok ülkede uygulanmakta olan sistem Türkiye’de Mayıs 2000’de uygulanmaya başlamış ancak bankacılık krizleri nedeniyle Eylül 2002’ye kadar işlevselliğini yitirmiştir<sup>175</sup>.

Piyasa yapıcılığı sistemi, Mayıs 2000’de niyet mektuplarında IMF’e verilen taahhütler çerçevesinde kamu borç yönetiminin etkinleştirilmesi ve kamu borçlanmasında istikrar sağlanması, DİBS ikincil piyasasının derinleştirilmesi amaçlarıyla Hazine Müsteşarlığı tarafından uygulanmaya konmuş bir sistemdir<sup>176</sup>. Ancak bankacılık krizleri nedeniyle 2002’ye kadar uygulanamamıştır. Piyasa yapıcılığı sisteminin tekrar uygulamaya başlanması, Nisan 2002’de yürürlüğe giren 4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun çerçevesinde Eylül 2002’de gerçekleşebilmiştir. Bu kanuna göre piyasa yapıcılığı sistemi, devlet iç borçlanma senetleri ihalelerinde ve söz konusu senetlerin ikincil piyasa işlemlerinde etkinliğin artırılması amacıyla önceden belirlenen kriterlere göre seçilmiş bankalara, Hazine Müsteşarlığı tarafından bazı hak ve görevler verilmesini içeren sistemdir.

DİBS’lerin birincil ve ikincil piyasada ihraç edilmesine işlerlik kazandırılması ve piyasaların likit kalmasında piyasa yapıcılığı sistemi, Hazine Müsteşarlığı’nın yasal mevzuat düzenlemelerine uygun olarak tespit edilen piyasa yapıcı bankalar ile yıllık yapılan sözleşmeler dahilinde gerçekleştirilmektedir<sup>177</sup>. Bu sözleşmelerde piyasa yapıcısı bankalara sağlanan bazı önemli hak ve yükümlülükler vardır<sup>178</sup>:

- Haklar; ihalelere teminatsız katılmak, rekabetçi olmayan teklif ve ihale sonrası teklif vermek, ihale sonrası değişim hakkı, vb.

<sup>175</sup> Turan, N., Kaya, M., Köker, M. ve Akkaş, H. (2012). Kamu borç yönetimi kapsamında dünyada ve Türkiye’de iç borçlanma piyasalarının gelişimi. C. Cangöz ve E. Balıbek (Editörler), *Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi*. Ankara: Seçkin Kitabevi, 176-177.

<sup>176</sup> Yılmaz, B. E. (2005). Kamu borç yönetiminde piyasa yapıcılığı sistemi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Merkezi Araştırma Merkezi Konferansları*. (47. Seri). İstanbul, 68-69.

<sup>177</sup> Sayıştay Başkanlığı. (2007). *2006 yılı Hazine işlemleri raporu*. Ankara, 113.

<sup>178</sup> Sayıştay Başkanlığı, 2007, 113.

- Yükümlülükler; ihale miktarının belli bir oranında alım şartı getirilmesi, DİBS'lerin likiditesini sağlamak amacıyla ikincil piyasalarda sürekli alım-satım kotasyonu verme zorunluluğu, vb.

Piyasa yapıcılığı sistemi, borç çevriminin sürdürülebilirliğinin sağlanabilmesinde etkin bir role sahip olacaktır. Finansal derinliğe sahip piyasalar ve işler bir ikincil piyasanın varlığı, devlet iç borçlanma araçlarının ilk ihracında ve nihai tüketiciye ulaşmasında oldukça önemlidir. Yüksek borçluluk düzeyine sahip olunması, finansal sistemdeki kırılmalıklar, bankacılık kesimine yönelik sorunlar, ekonomi içindeki belirsizlikler ve güven duygusunun yitirilmesi iç borçların çevriminde sorunlar ortaya çıkmasına yol açacaktır. Ancak piyasa yapıcılığı sistemi gibi bir sistem, bu anlamda, piyasalara gerekli işlevselliği sağlamanın yanısıra piyasalardaki güven ortamının da tesis edilmesinde yararlı olacaktır. 2001 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile birlikte bir dizi yapısal reform tedbirleri hazırlanmıştır. Bankacılık kesimine yönelik olan reformlarda piyasa yapıcılığı sistemi ile bankaların portföylerinde yüksek oranda DİBS tutulmasının önüne geçilmek istenmiş<sup>179</sup> ve 2000-2001 yıllarında yaşanan bankacılık krizlerinin tekrarlanması önlenmek istenmiştir. Nitekim 2008 Küresel Finansal Krizi'nde bankacılık sektörünün sağlam bir şekilde durabilmesinde kuşkusuz yapısal reformların katkısı vardır.

Piyasa yapıcılığı sistemi, verilmiş olan yükümlülükler nedeniyle bankaların (toplamda) Hazine'nin sattığı tahvillerin % 65'ini alması anlamına gelir ki, Hazine'nin birincil piyasada manevra alanını genişletmektedir. Aynı zamanda piyasa yapıcısı bankaların gösterge tahvile ilişkin alım-satım kotasyonu verme zorunlulukları ikincil piyasa etkinliğini sağlayarak hem yerli hem yabancı yatırımcıların birincil piyasa taleplerini olumlu etkilemektedir.

### **2.6.1. İç borçlanma-mevduat ilişkisi**

1980'lerden itibaren ihracata dayalı büyüme stratejisi, dışa açık ekonomi politikalarının benimsenmesine neden olmuştur. 24 Ocak 1980 Kararları ile birlikte ihracatı desteklemek ve artırmak için özel sektörü teşvik edici politikalara başvurulmuştur. Bu açıdan yabancı sermayenin ülkeye girişlerine sıcak bakılmış

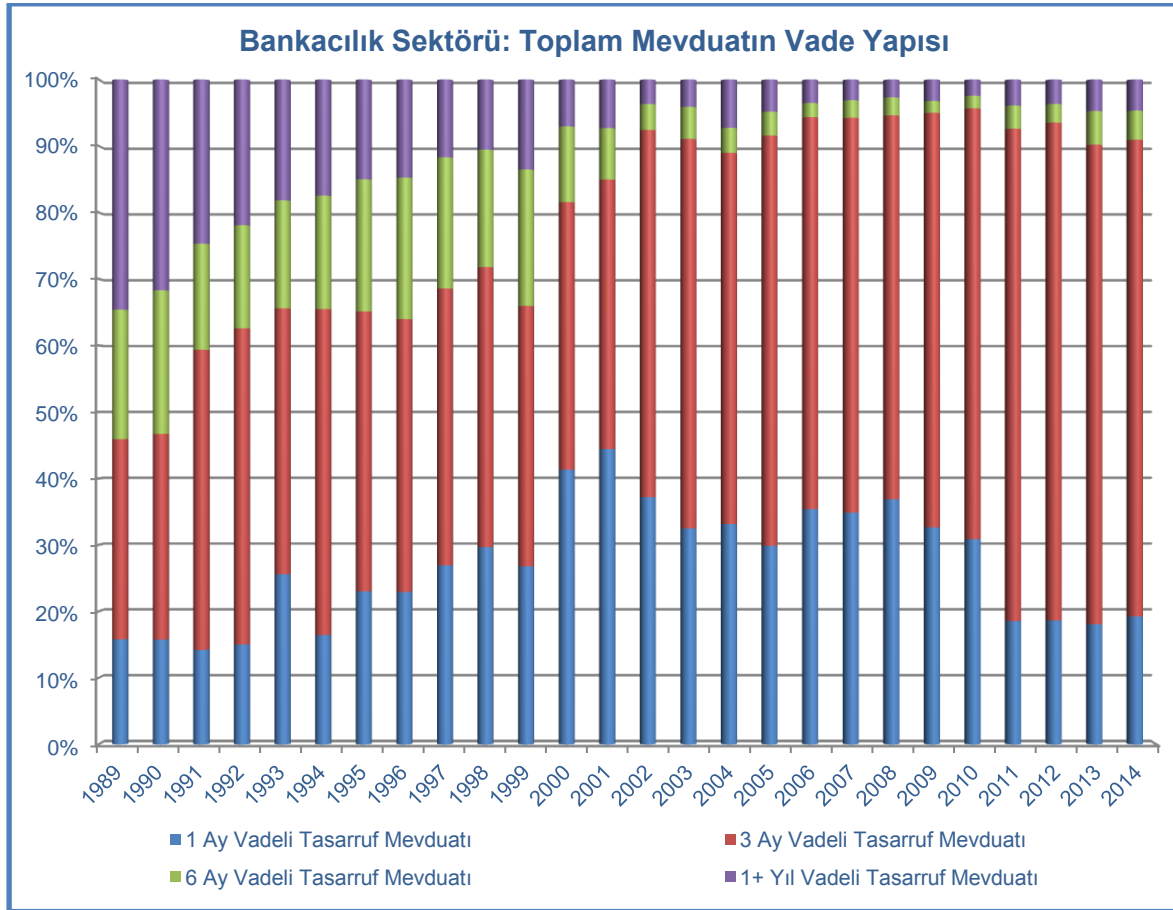
<sup>179</sup> Aydın, A. B. (2005). *Piyasa yapıcılığı sistemi, seçilmiş ülke örnekleri ve Türkiye uygulaması*, Yayınlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.

özellikle 1989'da Türki Parasının Kıymetini Koruma Kanunu'nda değişiklik yapan 32 Sayılı Karar ile finansal liberalizasyon süreci tamamlanmıştır. İç borçlanma dönemler itibariyle incelendiğinde net iç borçlanmanın 2002'ye kadar arttığı Şekil 2.7'den görülmektedir. Alacaklılar açısından iç borçlanmanın bileşimi incelendiğinde de bankacılık sektörünün en büyük alıcı konumunda olduğu Şekil 2.13, 2.14 ve 2.15'ten görülmektedir.

Devletin iç borçlanmaya ağırlıkla başvurması ve bankaların da devlet iç borçlanma araçlarının en büyük alıcısı olmasının bankacılık sektörü açısından bazı etkileri söz konusudur. Şekil 2.24'te bankacılık sektörünün toplam mevduat yapısı gösterilmektedir. 1989-1999 yılları arasında üç ay vadeli tasarruf mevduatının ağırlıkta olduğu görülmektedir. 2000'den sonra toplam mevduatın vade yapısında üç ay vadeli mevduatların payının artmasının yanısıra bir ay vadeli mevduatların payı da artış göstermiştir. Şekil 2.22 incelendiğinde, tezimizdeki genel tespitlerin dışında bulgulara rastlamaktayız. 2000'lerde iç borçlanma faiz oranlarının düşmesi ve borçlanma vadelerinin uzamasına rağmen mevduatın ortalama vadesinin anlamlı şekilde uzamadığı görülmektedir. Bir aya kadar vadeli mevduatın payı 2001 krizindeki planlama ufkunun daralması ile zirve değerine ulaşmış ve izleyen dönemde tedricen azalmıştır. Bir yıl ve uzun vadeli mevduatın payının 2014 yılı itibariyle yaklaşık % 4.7 gibi düşük bir düzeye kalması aynı zamanda döviz tevdiat hesaplarının toplam mevduat içindeki payının yaklaşık % 33 düzeyinde olması (2013 sonu itibariyle<sup>180</sup>) tasarruf sahiplerinin ekonomiye güvenlerinin sınırlı olduğunu göstermektedir. Bu durum, aslında bankaların vade açısından önemli ölçüde risk taşıdığını göstermektedir. Ortalama üç ay vade ile mevduat toplayıp beş yıl vadeli bireysel kredi (bugün itibariyle üç yıl) ve 240 ay vadeli konut kredisi kullanılmaktadır. Bu tespitlere iki açıdan açıklama getirerek çekince koymak gerekir. İlki, her ne kadar mevduat ağırlıkla üç aya kadar yığılsa da Ziraat Bankası Genel Müdürü Hüseyin Aydın, kalıntı mevduat adını verdiği bir kavramla bu olguya açıklama getirmektedir: "Her ne kadar mevduat kısa vadeli olsa da müşteri sürekli mevduatını yenileyerek bankada ortalama 4.5 yıl kalmaktadır". İkinci nokta ise, küresel likidite genişlemesi nedeniyle bankaların pasif içinde mevduatın payında sistematik düşüş söz konusudur. Bankaların pasifi içinde mevduatın payı 2014 itibariyle % 56'ya inmiştir. Aynı zamanda kredi/mevduat oranı % 120'ye çıkmıştır. Bu da bankaların mevduat dışı kaynaklarla fon topladığını göstermektedir. Bu kaynaklar içinde yurtdışından sağlanan

<sup>180</sup> Türkiye Bankalar Birliği. (2014.). *Bankalarımız 2013*. İstanbul, 246.

sendikasyon ve seküritizasyon kredilerinin payının arttığını ve özellikle 2010 yılından itibaren bankaların sermaye piyasalarında tahvil ve bono satarak kaynak temin ettiklerini göstermektedir. Bu bağlamda yurtdışı piyasalarda finansmana erişim açısından ortaya çıkacak kısıtlar, bankacılık sisteminde kırılmalara neden olacaktır.



Şekil 2.24. Bankacılık Sektörü: Toplam Mevduatın Vade Yapısı

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği yıllık raporlarından yararlanılarak hazırlanmıştır.

İç borçlanma faiz oranları ile mevduat faiz oranları arasındaki ilişki bankacılık kesimindeki toplam tasarruf mevduatları üzerinde rol oynamaktadır. Çünkü; iç borçlanmanın GSYH içindeki payının artması, faiz oranları üzerinde iki kanaldan kendini gösterebilmektedir<sup>181</sup>:

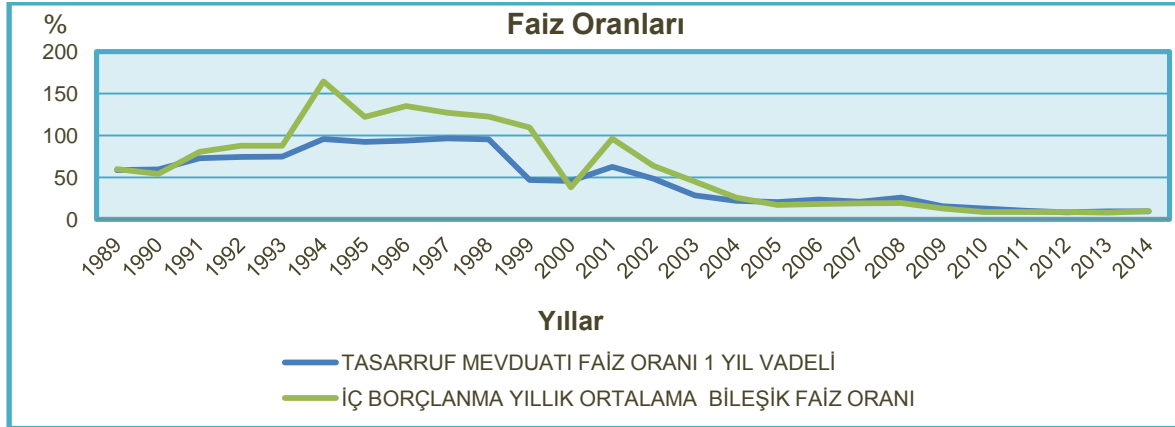
<sup>181</sup> Özbilen, Ş. (2013). *Makro modellerde kamu iç borçlanması (Türkiye uygulaması 1980-1995)*. Ankara: Gazi Kitabevi, 248.

- İç borçlanmadaki artışlar fon talebindeki artıştan dolayı iç borçlanma faiz oranlarını yükseltmektedir. Yükselen iç borçlanma faiz oranları da piyasadaki diğer faiz oranlarının yükselmesinde etkili olabilmektedir.
- İç borçlanmanın vadesinin kısa olmasından dolayı iç borç çevrimi için sıklıkla borçlanmaya başvurulması faiz oranlarının yükselmesinde etkili olabilmektedir.

Şekil 2.25'te 1989-2014 yılları arasında iç borçlanma yıllık ortalama bileşik faiz oranları ve bir yıl vadeli tasarruf mevduatı faiz oranları gösterilmektedir. İlgili dönem itibarıyla iç borçlanma faiz oranları 2000 yılı hariç tasarruf mevduatı faiz oranlarının üzerindedir. 2000'den sonra da iç borçlanma faiz oranları 2005'e kadar tasarruf mevduatı faiz oranlarının üzerindedir. 2005'ten sonra ise, iç borçlanma faiz oranları ve tasarruf mevduatı faiz oranları birbirine yakın düzeydedir. Dikkati çeken nokta, iç borçlanma faiz oranlarının 2001'den itibaren düşmesidir. 1994'te iç borçlanma faiz oranlarının ilgili dönem içerisinde zirve noktası olmasının nedenleri, 1993 yılında faiz oranlarını düşürmeye yönelik ihale iptalleri iç borç piyasalarını olumsuz yönde etkilemesi, 1994'te kurlardaki dalgalanmalar ve piyasalarda güven duygusundan yoksunluk olup bu durum, Hazine ihalelerine talebi düşürmüş ve DİBS'lerin yüksek faizli olarak halka arz yoluyla ihraç edilmesine yol açmıştır<sup>182</sup>. 2000 Dezenflasyon Programı çerçevesinde Hazine'nin Aralık 1999'da iç borçlanmaya başvurmaması iç borçlanma faiz oranlarının 2000 yılı içinde gerilemesine yol açmıştır. 2001'de ise, iç borçlanma faiz oranlarının tekrar artmasında bankacılık sektörüne yönelik olarak yapılan iç borç takasıdır ve yapılan iç borçlanmada Çizelge 2.15'ten görüleceği üzere nakit dışı iç borçlanmanın payı daha yüksektir. Yapılan iç borç takasından dolayı da iç borçlanma faiz oranları artmıştır. 2002'den itibaren de iç borçlanmaya başvurulmasının azaltılması nedeniyle iç borçlanma faiz oranları düşmeye başlamıştır.

---

<sup>182</sup> Turan, Kaya, Köker ve Akkaş, 2012, 193.



Şekil 2.25. Faiz Oranları (1989-2014)

Kaynak: Kalkınma Bakanlığı Ekonomik ve Sosyal Göstergeler ile Temel Ekonomik Göstergeler verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

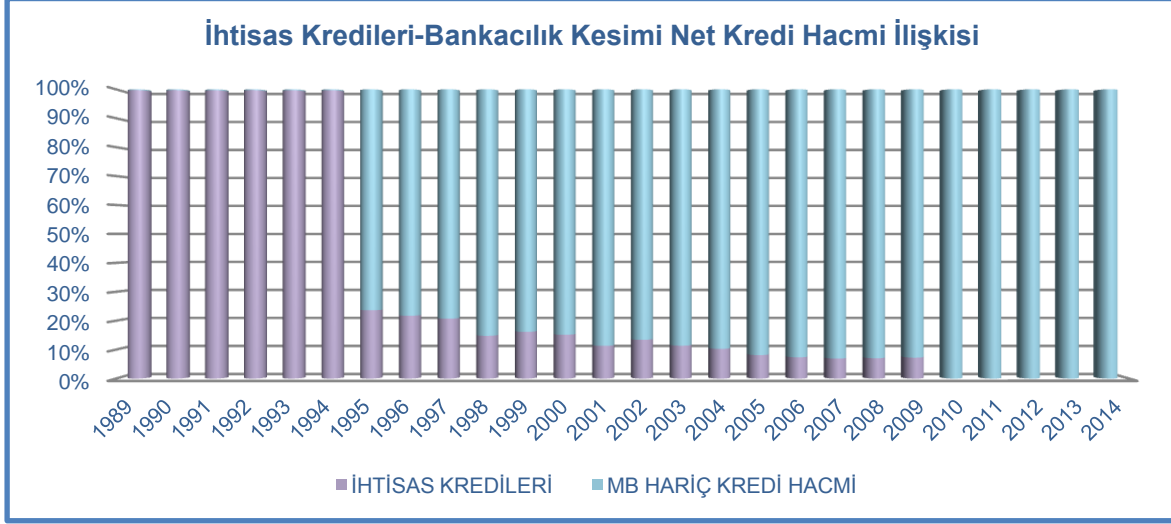
Hazine bonolarının halka satışları nedeniyle faiz oranlarının mevduat faiz oranlarından yüksek olması, 1993'ten itibaren mevduata kıyasla hazine bonolarının daha çok tercih edilmesine yol açmıştır<sup>183</sup>. Şekil 2.24 ve 2.25 birlikte değerlendirildiğinde, tasarruf mevduatının görece getirisinin daha düşük düzeyde kalması ve enflasyon oranındaki yükseklik nedeniyle daha fazla getiri kaybına uğramak istemeyen tasarruf sahipleri uzun vadeli mevduata yönelmek yerine kısa vadeli mevduata yönelmeyi tercih etmişlerdir.

### 2.6.2. İç borçlanma-kredi hacmi ilişkisi

Türkiye'de iç borçlanmanın bankacılık kesimi net kredi hacmi üzerindeki etkileri genellikle olumsuzdur. İç borç stokunun GSYH içindeki payı arttıkça net kredi hacminin GSYH içindeki payı azalmaktadır. Bu durum Şekil 2.26'dan da görülebilmektedir. Şekil 2.26'da ise, 1989'dan günümüze ihtisas kredileri ile net kredi hacmi arasındaki ilişki gösterilmektedir. Uzun yıllar ihtisas kredilerinin payı ihtisas dışı kredilerin payından yüksek olmuştur. İhtisas dışı krediler içerisinde yer alan yatırım kredilerinin payı da bu doğrultuda ihtisas kredilerinden daha düşük düzeyde gerçekleşmiştir. Bankacılık kesiminin kredi dağılımı içinde yatırım kredilerinin düşük olması, özel sektöre açılan yatırım kredilerinin sınırlı düzeyde olduğunun bir göstergesi sayılabilir. 2001'e kadar bankacılık sektörü içinde payı fazla olan kamu bankalarının toplam krediler içinde ihtisas kredilerinin payının

<sup>183</sup> Gök, A. (2003). Türkiye'de iç borçlanmanın ekonomik etkileri. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 18(1), 131.

yüksek olması mali yapılarını olumsuz etkilemiş ve likidite ihtiyaçlarını artırmıştır dolayısıyla bankacılık krizlerinin ardından bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması çerçevesinde 2001’de ihtisas kredilerine sınırlama getirilmiştir<sup>184</sup>.



Şekil 2.26. İhtisas Kredileri-Bankacılık Kesimi Net Kredi Hacmi İlişkisi

Kaynak: Türkiye Bankalar Birliği ve TCMB verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

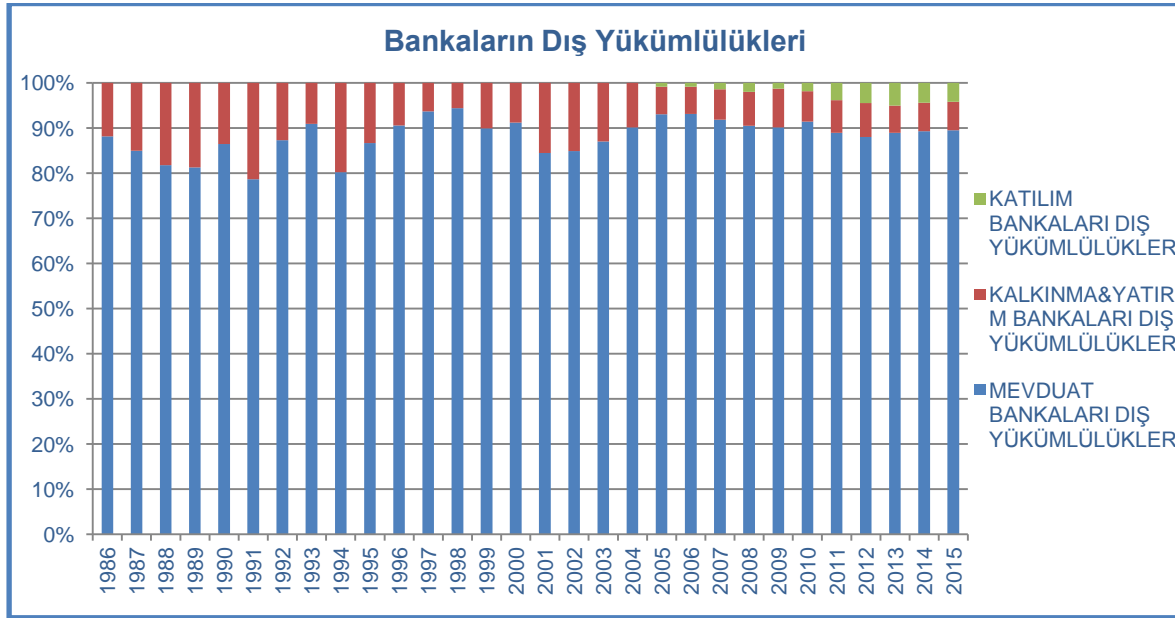
### 2.6.3. İç borçlanma-bankacılık kesiminin yurtdışı yükümlülükleri ilişkisi

1989’da Türki Parasının Kıymetini Koruma Kanunu’nda değişiklik yapan 32 Sayılı Karar ile döviz işlemleri ve sermaye hareketlerinde liberalizasyona gidilmesi, bankacılık kesimi için mevduatların yanısıra ek bir kaynak yaratmış ve bankalar, yurtdışından düşük maliyetle elde ettikleri kredileri yurtiçinde değerlendirmişlerdir<sup>185</sup> özellikle de DİBS’lerin alımında kullanmışlardır. Bu da bankacılık kesiminin dış yükümlülüklerinin artmasına yol açmıştır. Şekil 2.27’de 1986-2015 yılları arasında banka türleri itibariyle dış yükümlülüklerin payı gösterilmektedir. Buna göre mevduat bankalarının dış yükümlülükleri, kalkınma&yatırım bankaları ile katılım bankalarının dış yükümlülüklerinden oldukça fazladır. Mevduat bankaları dış yükümlülüklerin yaklaşık % 80’inden fazlasına sahiptir. 1990’larda düşük kur-yüksek faiz politikasının bir sonucu olarak bankalar, faizler ile kur arasındaki makasın açılacağı beklentisi ile yurtdışından sağladıkları kredileri devlete borç vermekte

<sup>184</sup> TCMB. (2000). *TCMB 2000 Yılı Ekonomik Raporu*, 103.

<sup>185</sup> Aydın, M. F. (2002). Türkiye’de kamu kesimi iç borçlanmasının bankacılık sektörü bilançolarına ve risklerine olan etkileri. *TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği*, 13, 10.

değerlendirmişler ve açık pozisyon almışlardır<sup>186</sup>. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri'nin arka planında bankaların 1990'lardan itibaren açık pozisyon tutmalarının bu anlamda rolü büyüktür.

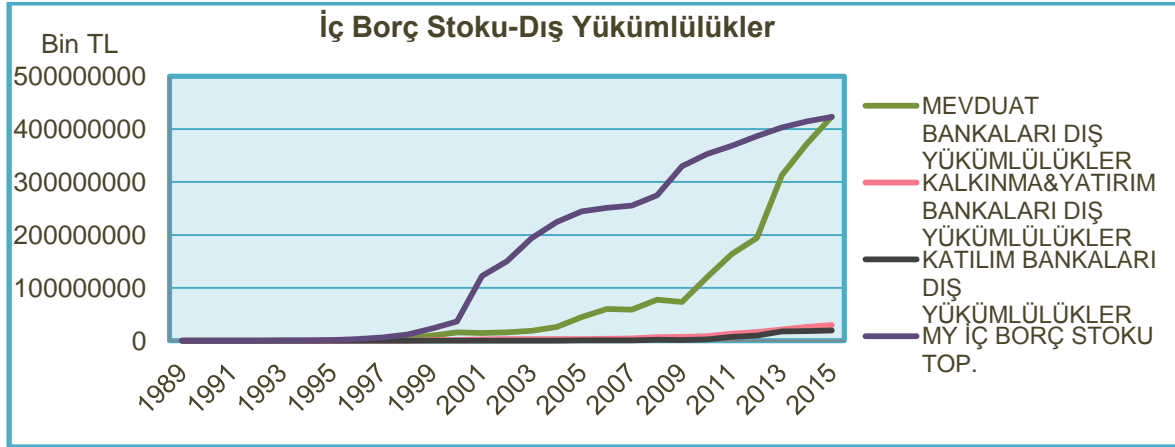


Şekil 2.27. Bankaların Dış Yükümlülükleri (1986-2015)

Kaynak: TCMB verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Şekil 2.28'de 1989-2015 yılları arasında Merkezi Yönetim toplam iç borç stoku ile banka grupları itibariyle dış yükümlülükler Bin TL olarak gösterilmektedir. Buna göre iç borç stoku ile mevduat bankalarının dış yükümlülükleri arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu görülmektedir. Devletin iç borçlanmaya ağırlıklı başvurması sonucunda mevduat bankalarının dış yükümlülükleri de artmaktadır. Söz konusu ilişkinin temelinde ise, bankacılık kesiminin yüksek getiri-düşük risk özelliklerine sahip olan devlet iç borçlanma araçlarına yatırım yapma isteklerinden kaynaklanmaktadır.

<sup>186</sup> Aydın, 2002, 14-15.



Şekil 2.28. İç Borç Stoku-Dış Yükümlülükler İlişkisi (1989-2015)

Kaynak: TCMB verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

### 3. BÖLÜM

## TÜRKİYE'DE İÇ BORÇLANMAYA ETKİ EDEN FAKTÖRLER VE İÇ BORÇLANMANIN BANKACILIK KESİMİNDE YARATTIĞI ETKİLER: EKONOMETRİK ANALİZ

### 3.1. Giriş

İç borçlanmanın etkileri iktisadi, siyasi ve sosyal açıdan ortaya çıkmaktadır. GÜ, GOÜ ve AGÜ'lerin iç borçlanmaya başvurma gerekçeleri ve söz konusu etkileri birbirlerinden ayrılmaktadır. Literatürde, borçlanmaya ilişkin teorik çerçeve çeşitli ekonometrik analizler ile sınanmaya çalışılmıştır. Farklı ülke grupları, farklı dönemlendirme ve farklı değişkenler ile iç borçlanmanın teorik görüşleri doğrulayıp doğrulamadığı ampirik bulgular ile desteklenmiştir. Ampirik bulguların birbirleri ile aynı sonuçlara varması mümkün olduğu kadar sonuçlar yönünden farklılaşabilmektedir. Çünkü; iç borçlanmanın etkilerinin analiz edilmesinde seçilen dönemin, ülke ve/veya ülkelerin özellikle de değişkenlerin belirleyiciliği yüksektir. Ülkelerin farklı gelişmişlik seviyelerine sahip olmaları ampirik bulguların birbirinden ayrılmasına neden olmaktadır.

Çalışmada, iç borçlanmanın finansal piyasalar üzerindeki etkileri bankacılık kesimi üzerinden analiz edilmeye çalışılacaktır. Türkiye'de 1980'den günümüze iç borçlanmanın seyri incelendiğinde finansal piyasaların yeterince derinleşmemiş olması ve bankacılık kesiminin finansal sistem içindeki ağırlığı ile birleştiğinde iç borçlanmanın finansal piyasalar üzerinde önemli etkileri olduğu görülmektedir. İç borçlanmanın etkin bir maliye politikası aracı olarak kullanılmasının yerine bir amaç olarak işlev gördüğü sonucuna varılmaktadır. Bankacılık kesiminin para piyasaları içindeki ağırlığı ve iç borçlanmanın en büyük paya sahip alıcısı olması uzun yıllar sürmüştür. Bankacılık kesiminin 2000 öncesinde güçlü bir sermaye yapısına sahip olmamaları ve kırılğan bir yapıya sahip olmaları, bankacılık kesimini temel işlevlerinden uzaklaştırarak devlete borç veren ve devlete iç borçlanmanın finansman kaynağını oluşturma görevini yüklemiştir. Aslında yüklemek yerine bankacılık kesimi bu işlevi gönüllü olarak bir misyon olarak üstlenmiştir. Çünkü; iç borçlanmanın çeşitli yönlerden etkileri ve bileşimi incelendiğinde bankacılık kesimi

için devlet iç borçlanma araçlarına yatırım yapmanın daha cazip ve daha az riskli olduğu sonucuna varılmaktadır. Bankacılık kesimi, birçok açıdan DİBS'leri portföylerinde bulundurmışlardır. Bu da bankacılık kesiminin topladığı mevduatlar ile özel sektöre kredi vermesini ve piyasalarda likidite sağlayıcı fonksiyonunu geri plana itmesine yol açmıştır. İç borçlanma ve bankacılık kesimi arasındaki ilişki, 1989.Q1-2014.Q3 döneminde iç borç stokunun GSYH içindeki payı, iç borçlanma bileşik faiz oranları ve iç borçlanmanın vadesinin bankacılık kesimi net kredi hacmi üzerindeki etkileri ile EViews-7 paket programında Johansen Eşbütünleşme Testi kullanılarak analiz edilmeye çalışılacaktır.

Ekonometrik analiz için Harrabi&Bousrih&Salisu (2007) tarafından yapılan çalışmanın ampirik sonuçları incelenerek Türkiye için farklı değişkenler ve metodoloji ile dışlama etkisinin varlığının sınımlanabileceğine kanaat getirmemize neden olmuştur. Çünkü; iç borçlanma politikasının bankacılık kesimi net kredi hacmi üzerinden özel sektörde dışlama etkisine yol açıp açmayacağına sınımlanmasında eşanlı olarak kullanılacak olan metodoloji ve değişkenler, yapılmış olan çalışmalardan farklı nitelikler taşımaktadır. Bu da çalışmanın kendi dinamiklerinden kaynaklanmaktadır.

### **3.2. Literatür Taraması**

Kesbiç&Baldemir&Bakımlı'nın (2005)<sup>187</sup> çalışmasında, 1989-2003 döneminde GSMH, TUFİ, iç borç stoku, kamu harcamaları, para arzı (M2) ve iç borç faizi değişkenleri ile kurulan denklemlerin Hausman Testi aracılığıyla eşanlı denklem sınaması yapılmış, denklemlerin eşanlı olduğu sonucuna varılmış ve İki Aşamalı En Küçük Kareler yöntemi ile regresyon analizi yapılmıştır. 1997'de kamu açıklarının finansmanında Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans kullanımı sınımlaması nedeniyle regresyon analizi iki alt döneme ayrılmıştır. 1989-1997 döneminde, iç borç stokundaki % 1 oranındaki artışın para arzını % 3.22 oranında artırdığı ve enflasyonist etkiler yarattığı sonucuna varılmıştır. 1997-2003 döneminde ise, iç borç stokundaki % 1oranındaki artışın para arzını % 0.52 oranında artırdığı ve iç borç stokundaki artışların para arzı üzerindeki etkisinin sınırlı düzeyde kaldığı sonucuna

---

<sup>187</sup> Kesbiç, Baldemir ve Bakımlı, 2005.

varılmıştır. Ayrıca 1997-2003 döneminde TUFÉ'deki artışların para arzını azalttığı dolayısıyla enflasyonist etkilerin para ikamesine yol açtığı bulgusuna varılmıştır.

Peker&Acar'ın (2010)<sup>188</sup> çalışmasında, 1992.M1-2005.M12 döneminde bütçe açıkları ile iç borçlanma faiz oranları arasındaki ilişki incelenmiştir. Analiz için ilgili serilerin durağanlık sınaması için Augmented Dickey-Fuller (ADF) Testi'nden yararlanılmıştır. Serilerin farklı durağanlık derecelerine sahip olmalarından dolayı aralarındaki uzun dönem eşbütünlüşme ilişkisi, farklı durağanlık derecelerine sahip serilerde eşbütünlüşme ilişkisini analiz eden Pesaran Eşbütünlüşme Yöntemi ile sınanmıştır. Analiz sonuçları, iç borçlanma faiz oranlarındaki artışların bütçe açıklarını artırdığını ve enflasyonist etkiler yarattığını ortaya koymaktadır.

Aytaç&Sağlam'ın (2014)<sup>189</sup> çalışmasında, 1980-2012 döneminde KKBG, iç borç stoku, büyüme, mevduat faiz oranları ve enflasyon arasındaki ilişki Granger Nedensellik Testi ile sınanmıştır. Ampirik bulgular; iç borç stokunun KKBG'nin Granger nedeni, enflasyonun KKBG'nin Granger nedeni, iç borç stokunun enflasyonun Granger nedeni ve mevduat faiz oranının enflasyonun Granger nedeni olduğunu ortaya koymaktadır. Dolayısıyla KKBG'deki değişiklikler iç borç stoku ve enflasyondan kaynaklanmakta iken enflasyondaki değişiklikler iç borç stoku ve mevduat faiz oranından kaynaklanmaktadır. İç borç stokundaki artışlar doğrudan enflasyonist etkiler yaratarak KKBG'yi artırmaktadır. Kamunun daha çok borçlanmaya ihtiyaç duyması da ödünç verilebilir fon piyasasında kamunun ağırlığını artıracak ve özel sektörün payını daraltacaktır.

Uzay'ın (2002)<sup>190</sup> çalışmasında, 1971-1999 döneminde büyüme üzerindeki kamu büyüklüğü (kamu harcamalarının GSYH'deki payı), kamu harcamalarındaki artış, sermaye birikimindeki artış ve işgücündeki artışın etkileri En Küçük Kareler (EKK) yöntemi ile sınanmıştır. Ampirik bulgular, kamu büyüklüğündeki artışların büyümeyi ve özel yatırımları negatif yönde etkilediğini buna karşın kamu harcamalarındaki artışın büyüme ve özel yatırımları pozitif yönde etkilediğini ortaya

<sup>188</sup> Peker, O. ve Acar, Y. (2010). Türkiye'de konsolide bütçe açıklarıyla-iç borçlanma faiz oranları arasındaki ilişki: Ekonometrik analiz. *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 11(1).

<sup>189</sup> Aytaç, D. ve Sağlam, M. (2014). Kamu açıkları iç borç ve faiz oranı ilişkisi: Türkiye örneği. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 9(1).

<sup>190</sup> Uzay, 2002.

koymaktadır. Buna göre kamu harcamalarındaki artış özel yatırımları destekleyerek artırmakta ancak kamu sektörünün GSYH'deki payının özel sektörün payından daha büyük olması özel yatırımları azaltmaktadır. Dolayısıyla devletin ekonomideki ağırlığının artması, kamu harcamalarının finansmanı için iç borçlanmaya başvurulmasını gündeme getirebileceğinden özel sektörün yatırımlar açısından dışlanması sonucunu ortaya çıkaracaktır.

Ardıç'ın (2005)<sup>191</sup> çalışmasında, 1990-2003 döneminde Barro-Lucas perspektifinden kamu borçları-büyüme ilişkisi incelenmektedir. Bu çerçevede oluşturulan modeller EKK yöntemi ile sınanmıştır. Ampirik bulgular, bir birim sermaye stoku için ihtiyaç duyulan kamu iç borcundaki artışların GSMH içinde özel sektör yatırımlarını azaltacağını ortaya koymaktadır. Bu da iç borçlanmanın özel sektör üzerinde dışlama etkisi yaratabileceği yönündeki iktisadi teoriyi doğrular niteliktedir.

Altunç&Şentürk'ün (2010)<sup>192</sup> çalışmasında, özel sektöre açılan banka kredileri ve kamu yatırımlarının özel sektör yatırımları üzerindeki etkilerini inceleyen Blejer-Khan (1984) modelinden yararlanılarak Otoresif Dağıtılmış Gecikme Modeli (ARDLM) ile söz konusu ilişki analiz edilmeye çalışılmıştır. Modelde, kamu sektörü sabit sermaye yatırımları, kamu sektörü altyapı niteliği taşımayan yatırım harcamaları, bankacılık kesimi tarafından özel sektöre açılan krediler ve reel GSYH artış hızının özel sektör sabit sermaye yatırımları üzerindeki etkisi sınır testi ile sınanmıştır. Modeldeki değişkenler arasında öncelikle eşbütünleşme ilişkisinin varlığı sınanmış ve bulunmuştur. Daha sonra sınır testi sınaması sonucunda bulunan ampirik bulgular, kamu sektörü sabit sermaye yatırımları, kamu sektörü altyapı niteliği taşımayan yatırım harcamaları ve bankacılık kesimi tarafından özel sektöre açılan kredilerin özel sektör sabit sermaye yatırımlarını dışlamadığını aksine artırdığını ancak kısa dönemde kamu sektörü altyapı niteliği taşımayan yatırım harcamalarının özel sektör sabit sermaye yatırımlarını negatif yönde etkilediğini ortaya koymaktadır.

---

<sup>191</sup> Ardıç, K. ve Baydur, C. M. (2005). Barro-Lucas bakış açısıyla kamu borçlanma sürecinin iktisadi büyüme üzerine etkisi: Türkiye örneği (1990-2003). *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları*, 48.

<sup>192</sup> Altunç, Ö. F. ve Şentürk, B. (2010). Türkiye'de özel yatırımlar ve kamu yatırımları arasındaki ilişkinin ampirik analizi: Sınır testi yaklaşımı. *Maliye Dergisi*, 158.

Uysal&Mucuk'un (2003)<sup>193</sup> çalışmasında, 1975-2000 döneminde faiz oranları ve kamu yatırım harcamalarının özel sektör yatırımları üzerindeki etkileri EKK yöntemi ile sınınmıştır. Ampirik bulgular, faiz oranlarının ve kamu yatırım harcamalarının özel sektör yatırımlarını azalttığını ortaya koymaktadır. Devlet, kamu yatırım harcamalarının finansmanında iç borçlanmaya da başvurduğundan iç borçlanma ile finanse edilen kamu yatırım harcamaları özel sektörün yatırımları için fon temin edebileceği ödünç verilebilir fon piyasasından miktarsal açıdan dışlanması sonucunu doğuracağından özel sektör yatırımları azalacaktır.

Tülümce&Buyrukoğlu'nun (2013)<sup>194</sup> çalışmasında, 1980-2010 döneminde iç borçlanma faiz oranları, iç borç stoku ve kamu yatırımlarının özel yatırımlar üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Vektör Otoregresif Modeli (VARM) kullanılarak değişkenler arasındaki uzun dönem eşbütünleşme etkileri Johansen Eşbütünleşme Testi ile sınınmıştır. Ampiribulgular, değişkenler arasında uzun dönemli bir etkileşim olduğunu göstermektedir. İlişkilerin yönü Vektör Hata Düzeltme Modeli (VECM) kullanılarak Granger Nedensellik Testi ile sınınmıştır. Ampirik bulgular; iç borçlanma faiz oranının özel yatırımların Granger nedeni, özel yatırımların kamu yatırımlarının Granger nedeni, iç borçlanma faiz oranının iç borç stokunun Granger nedeni ve iç borç stokunun enflasyonun Granger nedeni olduğunu ortaya koymuştur. Dolayısıyla enflasyondaki değişiklikler iç borç stokundan kaynaklanır iken iç borç stokundaki değişiklikler de iç borçlanma faiz oranlarından kaynaklanmaktadır. Bu durumda enflasyondaki değişiklikler dolaylı olarak iç borçlanma faiz oranlarından kaynaklanmaktadır. Özel yatırımlardaki değişiklikler ise, iç borçlanma faiz oranlarından kaynaklanmaktadır. İç borçlanma faiz oranı ile özel yatırımlar arasındaki ilişki negatif olup devletin yüksek iç borçlanma faiz oranı ile iç borçlanmaya başvurması sonucunda özel yatırımlar, iç borçlanma faiz oranlarındaki artıştan dolayı azalacaktır. Bu da özel yatırımların faizler yönünden dışlanmasına yol açacaktır. Çünkü, özel sektör yüksek iç borçlanma faiz oranlarından dolayı ya yatırım yapmaktan vazgeçerek devlet iç borçlanma araçlarına yönelecek ya da iç borçlanma faiz oranlarındaki artışların

<sup>193</sup> Uysal, D. ve Mucuk, M. (2003). Crowding-out (dışlama) etkisi: Türkiye örneği (1975-2000). *SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 5.

<sup>194</sup> Tülümce ve Buyrukoğlu, 2013.

kredi faizlerini de artırmasına yol açması durumunda yatırımlar için gerekli olan fona erişimi maliyetli olacağından yatırımlarını azaltmayı tercih edecektir.

Altunöz'ün (2013)<sup>195</sup> çalışmasında, 1989.Q1-2004.Q4 döneminde sabit fiyatlarla kamu kesimi sabit sermaye yatırımları, sabit fiyatlarla kamu iç borç stoku, sabit fiyatlarla reel GSMH, devlet iç borçlanma faiz oranları ve TEFE oranının sabit fiyatlarla özel yatırım harcamaları üzerindeki etkileri analiz edilmeye çalışılmıştır. Analiz için ARDLM kullanılmış, değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi analiz edilmiş ve sınır testi ile model sınanmıştır. Ampirik bulgular, modeldeki değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisi bulunmuş, kamu iç borç stoku ve iç borçlanma faiz oranlarındaki artışların özel yatırım harcamalarını azalttığını ortaya koymuştur. Ancak iç borçlanma faiz oranlarının istatistiki açıdan anlamlı bulunmaması söz konusu ilişkinin gücünün zayıf olduğunu ortaya koymaktadır. Bu da özel yatırım harcamaları üzerindeki azaltıcı etkilerin, kamu iç borç stokundaki artışların özel sektörü kullanılabilir ödünç verilebilir fon piyasasından açıdan dışlaması sonucunda ortaya çıktığını göstermektedir.

Bahmani'nin (1999)<sup>196</sup> çalışmasında, Amerika'da 1947.Q1-1992.Q2 döneminde bütçe açığı, nominal faiz oranı ve GSYH'nin brüt sabit sermaye yatırımı üzerindeki uzun dönem eşbütünleşim etkileri Johansen-Juselius Eşbütünleşme Testi ile sınanmıştır. Ampirik bulgular, değişkenler arasında en çok üç eşbütünleşme ilişkisi olduğunu ve tümünde bütçe açığının sabit sermaye yatırımlarını artırdığını bir diğer ifadeyle, uzun dönemde Amerika federal bütçe açığının sabit sermaye yatırımları üzerinde işleme etkisi yarattığını ortaya koymaktadır.

Gjini'nin (2012)<sup>197</sup> çalışmasında, seçilmiş on bir Doğu Avrupa ülkelerinde 1991-2009 döneminde kamu yatırımları, reel faiz oranları, bankacılık sektörü tarafından sağlanan krediler ve enflasyonun özel yatırımlar üzerindeki etkileri Ağırlıklandırılmış En Küçük Kareler (WLS) yöntemi ile analiz edilmiştir. Ampirik

<sup>195</sup> Altunöz, U. (2013). Kamu kesimi iç borçlanmasının özel yatırım harcamaları üzerinde etkisi: Türkiye örneği. *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 32(2).

<sup>196</sup> Bahmani, M. (1999). Do federal budget deficits crowd out or crowd in private investment? *Journal of Policy Modeling*, 21(5).

<sup>197</sup> Gjini, A. (2012). Crowding-out effect of public investment on private investment: An empirical investigation. *Journal of Business&Economic Research*, 10(5).

bulgular, kamu yatırımlarının özel yatırımları dışlamadığı aksine artırdığını ortaya koymaktadır. Ancak analiz sonucunda modelde spesifikasyon hatası olabileceği yönünde şüpheler olduğundan bulguların güvenilirliği düşüktür.

Fayed'in (2012)<sup>198</sup> çalışmasında, Mısır'da 1998.Q2-2010.Q3 döneminde KKBG, GSYH, mali derinliğin bir dönem gecikmeli değeri, kurumsal kalite ve borç verme faiz oranının özel krediler üzerindeki uzun dönem etkileri Johansen Eşbütünleşme Testi ile sınanmıştır. Ampirik bulgular, kamu borçlanması ile özel krediler arasında uzun dönem eşbütünleşme ilişkisi olduğunu, özel krediler üzerinde dışlama etkisine sahip olduğunu göstermektedir. Kısa dönemde ise, değişkenler arasında bir denge ilişkisi bulunmamıştır.

Claeys&Moreno&Suriñach'ın (2012)<sup>199</sup> çalışmasında, OECD, AB ve yükselen piyasa ekonomilerinin oluşturduğu elli ülke içinde kamu iç borçlanması, diğer bazı değişkenler (kısa vadeli faiz oranı, enflasyon ve büyüme) ve finansal derinliğin yurtiçi nominal faiz oranları üzerindeki etkileri mekansal gecikme modeli kurularak ML Panel Veri Yöntemi ile sınanmıştır. Havuzlanmış, panel ve mekansal panel gecikme modeline ait ampirik bulgular, OECD ve AB ülkelerinde finansal piyasaların derinliğine ve ülkeler arasındaki finansal piyasaların entegrasyonuna bağlı olarak yüksek iç borçlanma faiz oranlarını artırma eğilimindedir. Bu ülkelerde iç borçlanmada % 1 oranındaki artış yurtiçi nominal faiz oranlarını iki baz puan artırmaktadır. Yükselen piyasa ekonomileri ise, uluslararası finansal piyasalara çok fazla entegre olamadığından benzer etkiler görece daha azdır. Ancak mekansal gecikme panel modelinin ayrı ayrı ülke grupları itibariyle ampirik bulguları, OECD, ve AB ülkelerinde iç borçlanmadaki artışların yurtiçi nominal faiz oranlarını artırmadığını, yükselen piyasa ekonomilerinde ise, iç borçlanmada % 1 oranındaki artışın yurtiçi nominal faiz oranlarını on iki baz puan artırdığını ve düşük düzeyde de olsa dışlama etkisinin varlığını ortaya koymaktadır.

<sup>198</sup> İnternet: Fayed, M. E. (2012). Crowding out effect of public borrowing: The case of Egypt. Web: <http://www.fesp-eg.org/wp-content/uploads/2012> adresinden 12 Ocak 2015'te alınmıştır.

<sup>199</sup> Claeys, P., Moreno, R. ve Suriñach. (2012). Debt, interest rates, and integration of financial markets. *Economic Modelling*, 29.

Hsing'in (2010)<sup>200</sup> çalışmasında, Slovak Cumhuriyeti'nde 2000.Q3-2008.Q4 döneminde reel kısa vadeli faiz oranı, enflasyon beklentisi, büyüme, kamu borçlanması, AB uzun vadeli faiz oranı ve nominal döviz kurunun uzun vadeli faiz oranı üzerindeki etkileri Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (GEKK) yöntemi ile sınınanmıştır. Ampirik bulgular, nominal döviz kuru dışındaki tüm değişkenlerin uzun vadeli faiz oranları üzerinde pozitif etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Nominal döviz kurundaki artışlar, ulusal para biriminin değerini yabancı para birimleri karşısında düşüreceğinden uzun vadeli faiz oranları üzerinde negatif etki yapması beklenen bir etkidir. Kamu borçlanmasındaki artışlar uzun vadeli faiz oranlarını artırarak devlet tahvillerinden daha yüksek getiri elde edilmesini sağlamakta iken özel yatırım harcamaları üzerindeki dışlama etkisini artırmaktadır.

Adiningsih'in (2009)<sup>201</sup> çalışmasında, Endonezya'da 2000.M4-2008.M12 döneminde Cebula-Cuellar (2009) modelinden yararlanarak kurulan model ile net hükümet tahvillerinin miktarı, reel para arzı, büyüme oranı ve net uluslararası sermaye akışlarının interbank faiz oranları üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Analiz, Engle-Granger ECM ile sınınanmıştır. Ampirik bulgular, kamu açıklarının finans piyasalarından devlet tahvilleri ile finanse edilmesi, Endonezya'da finansal piyasaların sığ olmasından dolayı interbank faiz oranlarını artırmaktadır. Bu da özel sektörün az da olsa dışlanmasına yol açmaktadır. Söz konusu dışlama etkisinin sınırlı düzeyde olması, ticari bankaların yatırım kredileri kararlarında faiz oranlarının yanısıra risk primi, banka kârı, vb. unsurların etkili olmasından kaynaklanmaktadır.

Harrabi&Bousrih&Salisu'nun (2007)<sup>202</sup> çalışmasında, elli iki Afrika ülkesi ile 1988-2004 döneminde borçlanma, kurumsal kalite, reel faiz oranı ve kamu açığının özel sektör kredilerinin GSYH'ye oranı üzerindeki etkileri GMM sistem tahmini ile sınınanmıştır. Ampirik bulgular, kısa dönemde borçlanmadaki artışların özel kredileri artırdığını uzun dönemde ise, aynı etkinin ancak ve ancak kurumsal kalitenin sağlanması ile ortaya çıkacağını ortaya koymaktadır.

<sup>200</sup> Hsing, Y. (2010). Government borrowing and the long-term interest rate: Application of an extended loanable funds model to the Slovak Republic. *Economic Annals*, LV(184).

<sup>201</sup> Adiningsih, S. (2009). The impact of government debt issuance on short-term interest rates in Indonesia. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 11(1).

<sup>202</sup> Harrabi, S., Bousrih, L. ve Salisu, M. (2007). *Debt relief and credit to the private sector in African Countries*. USA: Blackwell Publishing Ltd.

Sönmezler'in (2008)<sup>203</sup> çalışmasında, Türkiye'de 1997.M1-1999.M2 döneminde Kısmi Otokorelasyon Modeli kurularak bütçe açığı ve iç borçlanma faiz oranının bankaların toplam dış yükümlülükleri üzerindeki etkileri EKK yöntemi ile analiz edilmeye çalışılmıştır. Tahmin sonuçları bütçe açığının modelde anlamlı bir değişken olmadığını ortaya koymuştur. Dolayısıyla analize oluşturulan yeni iki model ile devam edilmiştir. Birinci model, bütçe açığının iç borçlanma faiz oranları üzerindeki etkileri sınımış ve modelde bütçe açığındaki artışın iç borçlanma faiz oranlarını % 1.06 oranında artırdığı bulgusuna varılmıştır. İkinci model, iç borçlanma faiz oranlarının bankaların toplam dış yükümlülükleri üzerindeki etkileri sınımış ve modelde iç borçlanma faiz oranlarındaki artışın bankaların toplam dış yükümlülüklerini % 0.68 oranında artırdığı bulgusuna varılmıştır. Dolayısıyla kamunun açık vermesi ödünç verilebilir fon piyasasından finansman kaynağı bulmaya yönelmesine yol açmaktadır. Çalışmanın yapıldığı dönem itibariyle açık finansmanında Merkez Bankası kaynaklarına başvurulmasına sınırlama getirilmiş, 1997 Güneydoğu Asya ve 1998 Arjantin Finansal Krizleri yaşanmıştır. Bu da açık finansmanında Merkez Bankası ve dış borçlanmanın yerine iç borçlanmaya başvurulmasına yol açmıştır. Fon talebindeki artış, iç borçlanma faiz oranlarını artırmıştır. Diğer taraftan iç borçlanma faiz oranlarındaki artış da bankaların toplam dış yükümlülüklerini artırmıştır. Bankalar iç borçlanma faiz oranlarındaki artış cazibesinden dolayı kâr güdüsüyle devlet iç borçlanma araçlarına yönelmek için gerekli olan fonları uluslararası finans piyasalarından daha düşük faiz oranları ile sağlamıştır. Bankalar, yurtdışından düşük maliyetle elde ettikleri fonları yurtiçinde devlet iç borçlanma araçlarında plase ederek yüksek iç borçlanma faiz oranlarından yüksek getiri elde etmeyi hedeflemiştirler. Dolayısıyla bankaların dış yükümlülüklerinde artış meydana gelmiştir.

Berksoy&Doğruel'in (1989)<sup>204</sup> çalışmasında, Türkiye'de banka dışı kesimin kamu kesiminin borçlanma talebine nasıl cevap verdiği Tobin tipi bir model çerçevesinde incelenmiştir. Tobin modelinin sahip olduğu bazı varsayımlar vardır. Bunalar; servet kararları ile harcama kararlarının birbirinden bağımsız olması, ekonomik sistem içinde yer alan her kesim için servetin toplam getiri oranlarındaki

<sup>203</sup> Sönmezler, G. (2008). Dışlama etkisi ve banka bilançolarına yansımaları: Türkiye örneği. *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(1).

<sup>204</sup> Berksoy ve Doğruel, 1989, 41-50.

değişmelerden etkilenmesi, servet saklama araçlarının birbirinin ikamesi olması ve servetteki değişmelerin servet araçları arasındaki dağılımı etkilememesidir. Eşanlı denklem sistemi kurularak Üç Aşamalı En Küçük Kareler (ÜAEKK) yöntemi benzeri SUR yöntemi ile yapılan analizin bulguları; vadesiz mevduatın talep fonksiyonunda vadeli mevduatın getiri oranı esnekliği arttıkça vadesiz mevduata olan talebin azalacağı, vadeli mevduatın talep fonksiyonunda kendi getiri oranı dışındaki getiri oranları esnekliği arttıkça vadeli mevduata olan talebin azalması, devlet tahvili ve bonosu talep fonksiyonunda vadeli mevduatın getiri oranı esnekliği arttıkça devlet tahvili ve bonosuna talebin azalmasıdır. Ampirik bulgular, vadeli mevduatın devlet tahvili ve bonosu ile diğer araçlar arasında güçlü bir ikame etkisi olduğunu göstermektedir. Çalışmanın ampirik bulgularından kamunun iç borçlanmaya başvurması durumunda devlet tahvili ve bonoların yüksek getiri oranına sahip olmaları tasarruf sahiplerinin bu araçlara yönelmesine yol açacaktır. Gerek bankacılık kesiminin topladığı fonlar gerek fonları toplayabilmek için ödemeyi taahhüt ettikleri faiz oranları devlet tahvil ve bonolarının getiri oranlarından etkilenecektir. Devletin iç borçlanmaya başvurması, DİBS'lerin yüksek faiz oranına sahip olmasından dolayı bankacılık kesiminin toplayacağı mevduatların payını azaltacaktır. Dolayısıyla bankalar mevduat faiz oranlarını yükselterek tasarrufları çekmeye çalışacaklardır. Mevduat faizlerindeki artışlar kredi faizlerine de yansıtacaktır.

### 3.3. Metodoloji

Ekonometrik modeller, iktisadi teorilerin test edilip doğruluğunun sınanarak öngörülerde bulunmaya ve politikalar saptamaya yaramaktadır. Ekonometrik bir analize başlamadan önce sınanacak olan iktisadi teorinin sağlam temellere dayandırılması gerekmektedir. Aksi takdirde analiz sonuçları modelin değişkenleri arasında gerçekte varolmayan ancak istatistiki açıdan anlamlı bir ilişki olduğunu gösteren sahte korelasyon sorununa neden olacaktır.

Çalışmada, kamu kesiminin iç borçlanmaya başvurması durumundaki iktisadi etkilerine literatür taraması olarak 1. Bölüm'de ve Türkiye açısından da 2. Bölüm'de değinilmiştir. Literatürde, kamu kesiminin iç borçlanmaya başvurmasının özel sektör üzerinde iki tür etkiye sahip olabileceği yönünde görüşler söz konusudur. Bunlardan

ilki işleme etkisi diğeri de dışlama etkisidir. Çalışmanın bu bölümünde yapılacak olan ekonometrik analiz, kamu kesiminin iç borçlanmaya başvurmasının özel sektör üzerinde yaratacağı etkiyi tespit etmek üzere yapılmak istenmektedir. Bu çerçevede ekonometrik analiz için kurulacak olan modelin değişkenleri zaman serisi olma özelliğini taşıyacağından durağan olmaları önemlidir. Durağanlıktan kasıt; ortalamasıyla varyansı zaman içinde değişmeyen ve iki dönem arasındaki ortak varyansı bu ortak varyansın hesaplandığı döneme değil de yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olan olasılıklı bir süreçtir<sup>205</sup>. Bir zaman serisinin durağanlığını sınamakta Dickey-Fuller (DF) ya da Genişletilmiş Dickey-Fuller (Augmented Dickey-Fuller) (DF sınaması için oluşturulan modellerde otokorelasyon sorunu ortaya çıkma ihtimaline karşın modele bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin eklenmesiyle durağanlık sınaması yapar.) testlerinden yararlanılır<sup>206</sup>. Dickey Fuller Birim Kök Testi için üç tip model kurulur. Bunlardan (A) modeli, hiçbir deterministik bileşen içermeyen model; (B) modeli sabit terim ve stokastik trendli model ve (C) modeli sabit terim, deterministik trend ve stokastik trendli model olarak kurulmaktadır. Bu çerçevede (A), (B) ve (C) modeli şöyledir:

$$\Delta Y_t = \gamma Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (A)$$

$$\Delta Y_t = \theta + \gamma Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (B)$$

$$\Delta Y_t = \theta + \beta t + \gamma Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (C)$$

Çalışmada ilk olarak ilişkisi incelenmek istenen değişkenlerin durağan olup olmadıkları sınaması DF Birim Kök Testi ile yapılacaktır. Zaman serilerinin düzeyde durağan olmamaları durumunda Geleneksel Ekonometrik Modellerin dışına çıkılarak Sims tarafından geliştirilen Vektör Otoregresif Modeli (VAR) kurulacak ve ilgili değişkenler arasındaki ilişki analiz edilmeye çalışılacaktır. Geleneksel ekonometrik modellerde içsel-dışsal değişken ayrımı yapılmasına karşın VAR modelleri böyle bir ayrıma ihtiyaç duymayıp tüm değişkenleri içsel kabul eder ve modele tüm içsel değişkenlerin gecikmeli değerlerini dahil eder<sup>207</sup>. Böylece değişkenler arasındaki

<sup>205</sup> Gujarati, D. N. (2006). *Temel ekonometri*. (Dördüncü Baskı). (Çev. Ü. Şenesen ve G. G. Şenesen). İstanbul: Literatür Yayıncılık, 713.

<sup>206</sup> Gujarati, 719-720.

<sup>207</sup> Charezma, W. W. and Deadman, D. F. (1993). *New directions in econometric Practice*. USA: Edward Elgar. 181-182.

ilişkilerin daha net görülebilmesine olanak tanır<sup>208</sup>. VAR modeli kurulduktan sonra gerekli koşulları taşıyıp taşımadığının kontrolü yapılacak ve uygun model olduğuna karar verilmesinin ardından değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki olup olmadığı Johansen Eşbütünleşme Testi ile sınıanacaktır<sup>209</sup>.

### 3.4. Ekonometrik Analiz

Çalışmada test edilmek istenen iktisadi teori için üçer aylık veriler kullanılarak 1989.Q1-2014.Q3 dönemi seçilmiştir. Çalışmanın 1980 sonrası döneme odaklanması ve ilgili değişkenlerde veri bütünlüğünü sağlayabilmek adına böyle bir dönemlendirme yapılması gereği duyulmuştur. Ekonometrik analizin yapılmasında EViews 7 paket programı kullanılacaktır.

#### 3.4.1. Model

Çalışmada gerekli literatür taraması yapıldıktan kamu kesimi iç borçlanmasının ve iç borçlanma faiz oranlarının özel sektörü kredi hacmi yönünden nasıl etkilediği test edilecektir. Bunun için kurulacak olan modelde incelenecek değişkenler *bankacılık kesimi net kredi hacminin (Merkez Bankası hariç) GSYH içindeki payı* (nkh/gdp), *iç borç stokunun GSYH içindeki payı* (ibs/gdp), *iç borçlanma bileşik faiz oranları* (ibfo) ve *iç borçlanmanın vadesi* (ibv) olarak belirlenmiştir. Bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH içindeki payı bağımlı değişken ve diğer tüm değişkenler de bağımsız değişken olarak belirlenmiştir. Zaman serisindeki değişiklikleri görebilmek adına tüm değişken serilerinin logaritması alınmış böylece daha hassas bir analiz yapılması hedeflenmiştir. Ayrıca bazı değişkenlerin oran olarak kullanılması da serilerin logaritmasının alınmasında etkili olmuştur. Değişken serilerinin üçer aylık verilerden oluşması ve bazı değişkenlerde yapısal kırılmaların beklenmesinden dolayı modele dışsal değişken olarak trend faktörünün eklenmesi uygun olacaktır. Değişkenler arasındaki uzun dönem ilişkinin varlığını sınamak için (1) no'lu model kurulmaktadır:

$$\text{Inkh\_sa} = f (\text{libfo\_sa}, \text{libv\_sa}, \text{libs\_sa} ) \quad (1)$$

<sup>208</sup> Davidson, R. and MacKinnon, J. G. (1993). *Estimation and inference in econometrics*. London: Oxford University Press, 685.

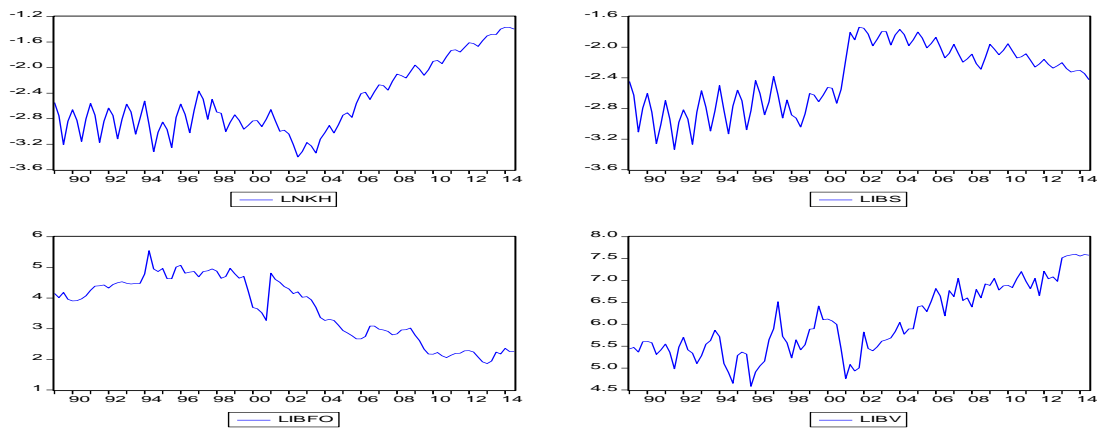
<sup>209</sup> Bozkurt, H. (2007). *Zaman serileri analizi*. Bursa: Ekin Yayınevi, 118.

### 3.4.2. Modelin sınanması

#### 3.4.2.1. Zaman serilerinin grafiklerinin incelenmesi

Değişkenlere ilişkin veriler çeşitli istatistik veriler yayınlayan kuruluşların veri tabanlarından çekilmiştir. Buna göre GSYH verileri, IMF Uluslararası Finansal İstatistikler (IFS) veri tabanından cari fiyatlarla Bin TL olarak; net kredi hacmi verileri, TCMB EVDS'den cari fiyatlarla Bin TL olarak, iç borçlanma bileşik faiz oranları ve iç borçlanmanın vadesi Kalkınma Bakanlığı Ekonomik ve Sosyal Göstergeler ile Temel Ekonomik Göstergeler'den aylık olarak alınıp üçer aylık veriler haline dönüştürülmüştür.

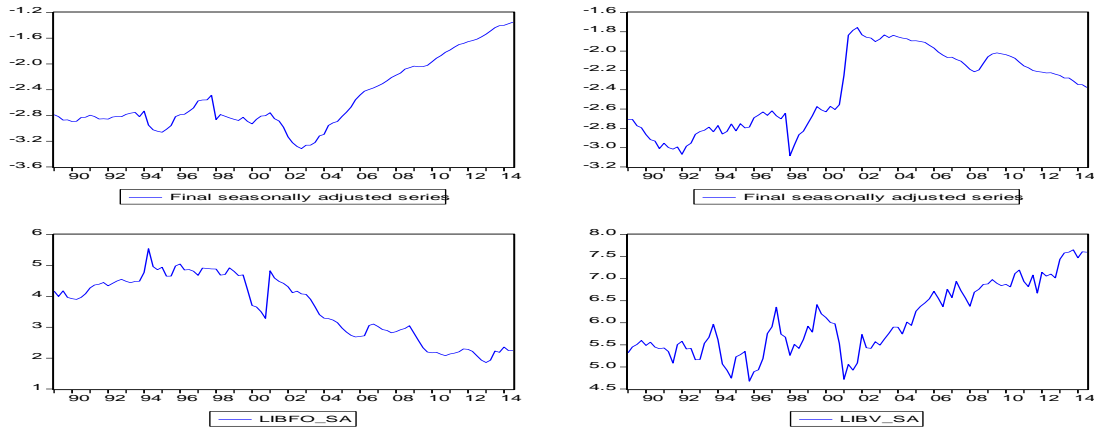
Net kredi hacmi ve iç borç stokunun GSYH'ye oranları ile iç borçlanma bileşik faiz oranları ve iç borçlanma vadesinin logaritması alınmış olan serilere ilişkin grafikler Şekil 3.1'de gösterilmektedir. Grafikler tek tek incelendiğinde serilerin durağan olmadığı ve yapısal kırılmaların olduğu göze çarpmaktadır. Net kredi hacminin 2002'den sonra, iç borç stokunun ise nakit dışı iç borçlanmadan kaynaklı olarak 2000'den sonra arttığı görülmektedir. 2000'den sonra iç borçlanmanın bileşik faiz oranları düşmekte ve iç borçlanmanın vadesi uzamaktadır.



Şekil 3.1. Logaritması Alınmış Serilerin Grafikleri

Serilerde mevsimsel etkilerden şüphelenildiği için seriler Census yöntemi ile mevsimsel etkilerden arındırılmıştır. Mevsimsel etkilerden arındırılan serilere ilişkin grafikler Şekil 3.2'de yer almaktadır. Net kredi hacmi ve iç borç stoku serilerinin mevsimsel etkilerden arındırıldıktan sonra daha durağan hale geldikleri ancak

düzeyde durağan olmadıkları görülmektedir. İç borçlanmanın bileşik faiz oranları ve iç borçlanma vadesinin mevsimsel etkiden arındırılmış hali ile mevsimsel etkiden arındırılmamış hali arasında önemli bir farklılık bulunmamıştır. Yine de az olan mevsimsel etkilerin arındırılmasının analiz sonuçlarına olumlu katkı sağlayacağı düşüncesiyle ilgili serilerin mevsimsel etkilerden arındırılmış hali ile analize devam edilmiştir.



Şekil 3.2. Logaritması Alınmış-Mevsimsellikten Arındırılmış Serilerin Grafikleri

### 3.4.2.2. Zaman serilerinin durağanlıklarının incelenmesi

Değişkenlere ilişkin durağanlık sınaması ADF Birim Kök Testi ile yapılmıştır. Teste ilişkin hipotezler şöyledir:

$H_0: \gamma=0$  (Seri birim köke sahiptir.)

$H_1: \gamma<0$  (Seri birim köke sahip değildir.)

Çizelge 3.1’de değişkenlere ait zaman serilerinin düzey ADF birim kök testi sonuçları yer almaktadır. Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Schwarz Bilgi Kriterinden yararlanılmıştır. Buna göre; bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH’ye oranı serisi düzeyde iken (C) no’lu modele ilişkin ADF Birim Kök Testi sonuçları şöyledir:

- Maksimum gecikme uzunluğunun “12” olarak belirlenmesine karşın uygun gecikme uzunluğu “0” olarak bulunmuştur.

- $\alpha=0.05$  anlamlılık düzeyinde  $\rho=0.96$  değerinde olduğundan  $H_0$  hipotezi reddedilemeyerek hipotezi kabul edilmiştir ve bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH'ye oranı serisinin düzeyde durağan olmadığı sonucuna varılmıştır.

Çizelge 3.1'e göre iç borç stokunun GSYH'ye oranı serisi düzeyde iken (C) no'lu modele ilişkin ADF Birim Kök Testi sonuçları şöyledir:

- Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Schwarz Bilgi Kriterinden yararlanılmıştır. Maksimum gecikme uzunluğunun "12" olarak belirlenmesine karşın uygun gecikme uzunluğu "0" olarak bulunmuştur.
- $\alpha=0.05$  anlamlılık düzeyinde  $\rho=0.93$  değerinde olduğundan  $H_0$  hipotezi reddedilemeyerek kabul edilmiştir ve iç borç stokunun GSYH'ye oranı serisinin düzeyde durağan olmadığı sonucuna varılmıştır.

Çizelge 3.1'e göre iç borçlanma bileşik faiz oranı serisi düzeyde iken (B) no'lu modele ilişkin ADF Birim Kök Testi sonuçları şöyledir:

- Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Schwarz Bilgi Kriterinden yararlanılmıştır. Maksimum gecikme uzunluğunun "12" olarak belirlenmesine karşın uygun gecikme uzunluğu "0" olarak bulunmuştur.
- $\alpha=0.05$  anlamlılık düzeyinde  $\rho=0.81$  değerinde olduğundan  $H_0$  hipotezi reddedilemeyerek kabul edilmiştir ve iç borçlanma bileşik faiz oranı serisinin düzeyde durağan olmadığı sonucuna varılmıştır.

Çizelge 3.1'e göre iç borçlanma vadesinin serisi düzeyde iken (B) no'lu modele ilişkin ADF Birim Kök Testi sonuçları şöyledir:

- Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Schwarz Bilgi Kriterinden yararlanılmıştır. Maksimum gecikme uzunluğunun "12" olarak belirlenmesine karşın uygun gecikme uzunluğu "0" olarak bulunmuştur.
- $\alpha=0.05$  anlamlılık düzeyinde  $\rho=0.64$  değerinde olduğundan  $H_0$  hipotezi reddedilemeyerek kabul edilmiştir ve iç borçlanma vadesi serisinin düzeyde durağan olmadığı sonucuna varılmıştır.

Çizelge 3.1. Düzey ADF Birim kök testleri

Değişken	ADF Birim Kök Testi				
	ADF test ist.	p-değer	model	k <sup>a</sup>	max k <sup>a</sup>
lnkh_sa	-0.80	0.96	C	0	12
libs_sa	-1.04	0.93	C	0	12
libfo_sa	-0.78	0.81	B	0	12
libv_sa	-1.25	0.64	B	0	12

<sup>a</sup> Gecikme uzunluğu  
\* Seri %5 anlamlılık düzeyine göre birim kök içermemektedir.  
McKinnon (1996) kritik değerlerine göre.

Çizelge 3.2’de değişkenlere ait zaman serilerinin birinci sıra fark ADF birim kök testi sonuçları yer almaktadır. Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Schwarz Bilgi Kriterinden yararlanılmıştır. Serilerin birinci sıra farkta durağan olup olmadığının sınanmasında (A), (B) ve (C) no’lu modellerden en küçük SIC değerine sahip olanı seçilerek serilerdeki etkiler yorumlanmaya çalışılmıştır. Buna göre; bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH’ye oranı serisi birinci sıra farkta iken (C) no’lu modele ilişkin ADF Birim Kök Testi sonuçları şöyledir:

- Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Schwarz Bilgi Kriterinden yararlanılmıştır. Maksimum gecikme uzunluğunun “12” olarak belirlenmesine karşın uygun gecikme uzunluğu “1” olarak bulunmuştur.
- $\alpha=0.05$  anlamlılık düzeyinde  $\rho=0.0004$  değerinde olduğundan  $H_0$  hipotezi reddedilerek alternatifi olan  $H_1$  hipotezi kabul edilmiştir ve bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH’ye oranı serisinin birinci sıra farkta durağan olduğu sonucuna varılmıştır [I(1)].
- Bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH’ye oranı serisinin sabit terim, deterministik trend ve stokastik trendli modele ilişkin ADF Birim Kök Testi sonuçları, serinin istatistiki açıdan anlamlı bir stokastik trende sahip olduğunu, kalıcı şoklardan etkilendiğini gösterir iken deterministik trendin istatistiki açıdan anlamsız olduğunu göstermektedir.

Çizelge 3.2'ye göre iç borç stokunun GSYH'ye oranı serisi birinci sıra farkta iken (C) no'lu modele ilişkin ADF Birim Kök Testi sonuçları şöyledir:

- Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Schwarz Bilgi Kriterinden yararlanılmıştır. Maksimum gecikme uzunluğunun "12" olarak belirlenmesine karşın uygun gecikme uzunluğu "0" olarak bulunmuştur.
- $\alpha=0.05$  anlamlılık düzeyinde  $\rho =0.0000$  değerinde olduğundan  $H_0$  hipotezi reddedilerek alternatifi olan  $H_1$  hipotezi kabul edilmiştir ve iç borç stokunun GSYH'ye oranı serisinin birinci sıra farkta durağan olduğu sonucuna varılmıştır [I(1)].
- İç borç stoku serisinin sabit terim, deterministik trend ve stokastik trendli modele ilişkin ADF Birim Kök Testi sonuçları, serinin istatistiki açıdan anlamlı bir stokastik trende sahip olduğunu, kalıcı şoklardan etkilendiğini gösterir iken deterministik trendin istatistiki açıdan anlamsız olduğunu göstermektedir.

Çizelge 3.2'ye göre iç borçlanma bileşik faiz oranı serisi birinci sıra farkta iken (B) no'lu modele ilişkin ADF Birim Kök Testi sonuçları şöyledir:

- Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Schwarz Bilgi Kriterinden yararlanılmıştır. Maksimum gecikme uzunluğunun "12" olarak belirlenmesine karşın uygun gecikme uzunluğu "0" olarak bulunmuştur.
- $\alpha=0.05$  anlamlılık düzeyinde  $\rho =0.0000$  değerinde olduğundan  $H_0$  hipotezi reddedilerek alternatifi olan  $H_1$  hipotezi kabul edilmiştir ve iç borçlanma faiz oranı serisinin birinci sıra farkta durağan olduğu sonucuna varılmıştır [I(1)].
- İç borçlanma bileşik faiz oranı serisinin sabit terim ve stokastik trendli modele ilişkin ADF Birim Kök Testi sonuçları, serinin istatistiki açıdan anlamlı bir stokastik trende sahip olduğunu ve kalıcı şoklardan etkilendiğini göstermektedir.

Çizelge 3.2'ye göre iç borçlanma vsdesi serisi birinci sıra farkta iken (A) no'lu modele ilişkin ADF Birim Kök Testi sonuçları şöyledir:

- Uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Schwarz Bilgi Kriterinden yararlanılmıştır. Maksimum gecikme uzunluğunun “12” olarak belirlenmesine karşın uygun gecikme uzunluğu “0” olarak bulunmuştur.
- $\alpha=0.05$  anlamlılık düzeyinde  $\rho =0.0000$  değerinde olduğundan  $H_0$  hipotezi reddedilerek alternatifi olan  $H_1$  hipotezi kabul edilmiştir ve iç borçlanma serisinin birinci sıra farkta durağan olduğu sonucuna varılmıştır [I(1)].
- İç borçlanma faiz oranı serisinin hiçbir deterministik bileşen içermeyen modele ilişkin ADF Birim Kök Testi sonuçları, serinin istatistiki açıdan anlamlı bir stokastik trende sahip olduğunu ve kalıcı şoklardan etkilendiğini göstermektedir.

Çizelge 3.2. Birinci Sıra Fark ADF Birim Kök Testleri

Değişken	ADF Birim Kök Testi				
	ADF test ist.	p-değer	model	k <sup>a</sup>	max k <sup>a</sup>
dlnkh_sa	-5.04	0.0004*	C	1	12
dlibs_sa	-8.37	0.0000*	C	0	12
dlibfo_sa	-10.41	0.0000*	B	0	12
dlibv_sa	-11.44	0.0000*	A	0	12

a Gecikme uzunluğu  
\* Seri %5 anlamlılık düzeyine göre birim kök içermemektedir.  
McKinnon (1996) kritik değerlerine göre.

### 3.4.2.3. Johansen Eşbütünleşme Analizi

Bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH'ye oranı, iç borç stokunun GSYH'ye oranı, iç borçlanma bileşik faiz oranı ve iç borçlanma vadesi serilerinin tümü birinci sıra farkta durağandır. VAR'da değişkenlere ait serilerin tümünün birinci sıra farkta durağan olduklarından {I(1)} ilgili değişken serilerinden oluşan VAR tahmin sonuçları aracılığıyla Johansen Eşbütünleşme Testi yapılır. VAR modeli için dışsal değişkenler olarak bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH'ye oranı

serisindeki kırılmaları (2002.Q4'teki kırılma) dikkate alan "kk" kukla değişkeni<sup>210</sup>, "k2" kriz kuklası ve trend faktörü eklenmiştir. VAR modeli için uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Çizelge 3.3 incelendiğinde tüm bilgi kriterlerinden en çoğunun (LR, FPE ve AIC) kabul ettiği "4" gecikme uzunluğu uygun gecikme uzunluğu olarak belirlenmiştir. Bu durumda uygun VAR modeli VAR(4) olarak tespit edilmiştir.

Çizelge 3.3. Gecikme Uzunluğunun Belirlenmesi

k	LR	FPE	AIC
0	NA	9.29	-0.23
1	478.90	5.30	-5.40
2	48.81	4.14	-5.65
3	49.91	3.10	-5.94
4	<b>32.26*</b>	<b>2.86*</b>	<b>-6.04*</b>
5	12.36	3.43	-5.87
6	19.61	3.69	-5.83
7	8.34	4.70	-5.63
8	15.37	5.33	-5.55

<sup>210</sup> 2001 Krizi'nden sonra uygulamaya konulan sıkı maliye politikaları, kamunun borçlanma ihtiyacını azaltmıştır. Bu da olarak özel kesim fon kullanım olanaklarının azalmasını da beraberinde getirmiştir. Literatürde, genişlemeci mali sıkılaştırma (expansionary fiscal consolidation) olarak geçen bu etkiler kendini iki kanaldan göstermektedir (Özatay, F. 2008. Expansionary fiscal consolidations: New evidence from Turkey. *Working Paper*, 406, 2.): İlki, kredi kanalı olarak özellikle yüksek kamu borcuna sahip ekonomilerde artan güven duygusu ve azalan hata olasılığı ile kendini gösterirken ikincisi de, beklentiler kanalı olarak sabit gelirlere artış beklentisi ile kendini göstermektedir. Literatürde genişletici mali daralma hipotezi olarak da geçen bu durum Alman ekolü tarafından benimsenmekte ve mali tedbirlerin özel sektör tarafından kamu tüketimi ve dolaylı olarak vergi oranlarında azalma olarak yorumlanıp hanehalkının vergi sonrası gelir beklentisi yükselmesine, cari ve planlanan tüketim harcamalarının artmasına yol açacaktır (İlgün, M. F. 2010. Genişletici mali daralma hipotezinin temelleri ve Türkiye ekonomisi üzerine bir uygulama. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 35, 235.). Ancak kuşkusuz böyle bir geriletici mali sıkılaştırmanın gerçekleştirilebilmesi için farklı iktisadi konjonktürlere ihtiyaç vardır. Çünkü, 2001 Krizi, lokal bir krizdir. Dış dünya talebi güçlüdür. Dönemde Türkiye dışında başka bir güçlü etki yaratabilecek kriz söz konusu değildir. Ancak hepsinden önemlisi 2001 yılının dördüncü çeyreğinden itibaren küresel likidite kaynaklarının genişlemesidir. Küresel likidite koşullarındaki genişleme ve risk alma iştahının artmasının nedenleri; 11 Eylül saldırıları sonrası FED'in faiz oranlarını % 6.5'ten % 1.75'e düşürülmesi, Japonya'nın durgunluğu aşabilmek için faizlerini % 0.5 gibi düzeylere düşürmesi, emtia ihracatçısı ülkelerin gelirlerinde meydana gelen artışlar (petrolün varilinin 2000 yılında 32 dolardan 2008 Kirizi öncesi spot piyasada 149.9 dolara yükselmesi) olarak sayılabilir. Bu bağlamda Türkiye için genelleştirilebilecek bir yaklaşım olmak yerine dönemsel çıkarsamalara olanak sağlayan bir tespit olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak dönemsel olarak likidite genişlemesinin modelimize olumsuz etkilerini elimine etmek için kukla değişken kullanma ihtiyacı ortaya çıkmaktadır. Kaldı ki, mali sıkılaştırma tedbirleri 2002 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nda hedeflenen faiz dışı fazla (FDF) verme ile ilgili de ilişkilidir. Devletin FDF'ye odaklanması faiz dışındaki tüm harcamalarında kesintiye gitmesine yol açmıştır. Her ne kadar program dahilinde hedeflenen FDF'ler sadece bir yıl için tutturulabilse de istenilen düzeyde gerçekleştirilememiştir. FDF'ye odaklanması sonucunda da sosyal nitelikteki kamu harcamalarında kesintiye gidilmesi söz konusu olmuştur.

Çizelge 3.4 ve 3.5'te VAR(4) modeli için tahmin sonuçları yer almaktadır. Çizelge 3.4'ten kriz kuklasına ilişkin olarak kriz dönemlerinde faiz oranlarındaki artışın, kredi maliyetini artırdığını dolayısıyla net kredi hacmini düşürdüğünü söylemek mümkündür. Kriz dönemlerinde belirsizlik beraberinde faizleri artırmaktadır. Kriz dönemi, borç stokunu artırmaktadır. Artan maliyet ve borçlanma olanaklarının daralması iç borç stokunu artırmaktadır. Ancak katsayının anlamlı olmaması, Hazine'nin kriz dönemi ya da normal dönemde borç çevrimine odaklı olması nedeniyle her dönemde stok artışına neden olmasından kaynaklanmaktadır.

Vade açısından ise, kriz dönemlerinde fon arz edenlerin planlama ufku daralmakta ve borç stokunun vadesi düşmektedir. Bu dönemlerde fon arz edenler, olası yatırım fırsatlarını değerlendirmek için kısa vadeli pozisyon almaktadır. Katsayının anlamsızlığı ise, Hazine'nin her koşulda borç çevirmesini, faizlerin çok yükselmesi pahasına gerçekleştirmesinden kaynaklanmaktadır.

Çizelge 3.5'ten ise, modelin değişkenlerinin modeli açıklama gücü determinasyon katsayısına ve düzeltilmiş determinasyon katsayısına göre yüksek olduğu görülmektedir. F istatistik değerlerine göre ilgili değişkenlerden oluşan modelin anlamlılık seviyesi de yüksektir. Ancak tüm değişkenlerin çoklu doğrusallık açısından istatistiki olarak anlamlı bulunması zorlaşacağından tüm değişkenler gecikme dönemlerinde istatistiki açıdan anlamlı bulunamamıştır. Determinasyon katsayısı ve F istatistik değerleri ile birlikte değerlendirildiğinde modelin anlamlı olma ihtimali yükselmektedir.

## Çizelge 3.4. VAR Tahmin Sonuçlar

	LNKH_SA	LIBFO_SA	LIBV_SA	LIBS_SA
LNKH_SA(-1)	0.640636	1.086015	-0.66883	-0.56584
	[ 4.75280]	[ 1.85103]	[-0.99204]	[-3.44656]
LNKH_SA(-2)	0.291247	-0.27913	1.0507	0.236431
	[ 1.52475]	[-0.33572]	[ 1.09974]	[ 1.01625]
LNKH_SA(-3)	0.309624	-0.73036	-0.47328	0.567159
	[ 1.67518]	[-0.90783]	[-0.51195]	[ 2.51936]
LNKH_SA(-4)	-0.360325	-0.15602	0.504663	-0.45803
	[-3.21918]	[-0.32024]	[ 0.90142]	[-3.35973]
LIBFO_SA(-1)	-0.078751	0.682035	0.065071	0.059801
	[-2.83922]	[ 5.64919]	[ 0.46903]	[ 1.77015]
LIBFO_SA(-2)	-0.004747	0.202072	-0.30246	-0.13617
	[-0.13434]	[ 1.31369]	[-1.71115]	[-3.16371]
LIBFO_SA(-3)	-0.035096	0.125037	0.197675	-0.06179
	[-0.99200]	[ 0.81196]	[ 1.11708]	[-1.43400]
LIBFO_SA(-4)	0.04364	-0.26494	0.059044	0.042215
	[ 1.46953]	[-2.04965]	[ 0.39751]	[ 1.16714]
LIBV_SA(-1)	-0.001948	-0.21333	0.660439	-0.05496
	[-0.07702]	[-1.93800]	[ 5.22129]	[-1.78441]
LIBV_SA(-2)	0.006092	0.149429	0.110938	0.048319
	[ 0.22673]	[ 1.27768]	[ 0.82547]	[ 1.47647]
LIBV_SA(-3)	-0.062602	-0.07623	-0.24609	-0.09693
	[-2.29031]	[-0.64070]	[-1.79999]	[-2.91153]
LIBV_SA(-4)	-0.038756	-0.08269	-0.04736	-0.00522
	[-1.46430]	[-0.71772]	[-0.35774]	[-0.16190]
LIBS_SA(-1)	-0.102265	-0.46639	0.641366	1.021469
	[-0.94094]	[-0.98587]	[ 1.17982]	[ 7.71643]
LIBS_SA(-2)	0.036595	-0.49369	-0.95802	-0.15662
	[ 0.22882]	[-0.70919]	[-1.19762]	[-0.80402]
LIBS_SA(-3)	-0.257047	0.444794	0.919644	-0.17879
	[-1.66530]	[ 0.66203]	[ 1.19117]	[-0.95100]
LIBS_SA(-4)	0.095037	0.429875	-0.78084	-0.0046
	[ 1.01465]	[ 1.05440]	[-1.66671]	[-0.04034]
C	-0.162768	1.777595	3.395534	-0.62994
	[-0.60015]	[ 1.50578]	[ 2.50306]	[-1.90699]
KK	0.076677	-0.44831	0.499522	-0.00282
	[ 2.31139]	[-3.10475]	[ 3.01050]	[-0.06986]
K2	-0.03397	0.128503	-0.07851	0.026596
	[-2.49033]	[ 2.16427]	[-1.15063]	[ 1.60080]
@TREND	0.002954	0.004331	0.002344	0.005862
	[ 3.34245]	[ 1.12586]	[ 0.53034]	[ 5.44549]

Çizelge 3.5. VAR Tahmin Sonuçlar (Devam)

$R^2$	0.993401	0.967304	0.92586	0.983041
Düzeltilmiş $R^2$	0.991814	0.95944	0.908029	0.978963
F-istatistiği	625.937	123.0107	51.92359	241.0208
AIC	-3.051573	-0.10997	0.168017	-2.65718
SCI	-2.527306	0.414298	0.692283	-2.13291
AIC Bilgi Kriteri	-6.38982			
SCI Kriteri	-4.29276			

VAR(4) modelinin uygun model olabilmesi için taşınması gereken bazı özellikler vardır. Modelde otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarının olmaması, AR karakteristik polinomlarının ters köklerinin bulunmaması ve normal dağılımın bulunması gerekmektedir.

VAR(4) modeli için yapılacak olan Otokorelasyon LM Testi'ne ilişkin hipotezler şöyledir:

$H_0 : \delta=0$  (Otokorelasyon yoktur.)

$H_1 : \delta \neq 0$  (Otokorelasyon vardır.)

Çizelge 3.6'da VAR(4) modeline ilişkin Otokorelasyon LM Testi sonuçları yer almaktadır. 4 gecikme uzunluğu için  $\alpha=0.05$  anlamlılık düzeyinde sırasıyla p değerleri 0.86, 0.59, 0.76 ve 0.57 olduğundan tüm gecikme dönemlerinde modelde otokorelasyon sorunu olmadığını ifade eden  $H_0$  hipotezi reddedilemeyerek kabul edilmiştir. Buna göre VAR(4) modelinde otokorelasyon sorunu bulunmamaktadır.

Çizelge 3.6. Otokorelasyon Sınaması

Gecikme	LM-istatistiği	p
1	10.13	0.86
2	14.07	0.59
3	11.73	0.76
4	14.43	0.57

VAR(4) modeli için yapılacak olan White Değişen Varyans Testi'ne ilişkin hipotezler şöyledir:

$H_0: \theta=0$  (Sabit Varyans vardır.)

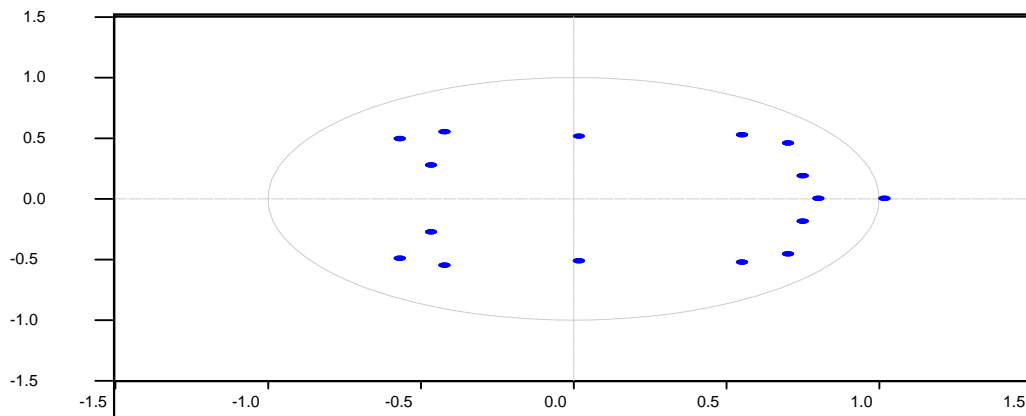
$H_1: \theta \neq 1$  (Değişen Varyans vardır.)

Çizelge 3.7'de VAR(4) modeline ilişkin White Değişen Varyans Testi sonuçları yer almaktadır.  $\alpha=0.05$  anlamlılık düzeyinde  $p=0.12$  olduğundan modelde değişen varyans sorunu olmadığını ifade eden  $H_0$  hipotezi reddedilemeyerek kabul edilmiştir. Buna göre VAR(4) modeli sabit varyansa sahiptir.

Çizelge 3.7. Değişen Varyans Sınaması

Chi-sq	Prob.
390.4756	0.12

Şekil 3.3'te AR karakteristik polinomlarının ters köklerinin normallik sınaması gösterilmektedir. VAR modelinin uygunluğunun koşullarından biri de normallik sınamasıdır. Bunun için AR karakteristik polinomlarının ters köklerinin biri dışında tümü Şekil 3.3'te görüldüğü üzere çember içindedir. Köklerden sadece bir tanesi normal dağılmamaktadır.



Şekil

### 3.3. Normallik Sınaması

VAR(4) modeli için yapılacak olan Jarque-Bera Normallik Testi'ne ilişkin hipotezler şöyledir:

$H_0$  : Normal Dağılım vardır.

$H_1$  : Normal Dağılım yoktur.

Çizelge 3.8'de VAR(4) modeline ilişkin Jarque-Bera Normallik Testi sonuçları gösterilmektedir. 4 gecikme uzunluğu için  $\alpha=0.05$  anlamlılık düzeyinde sırasıyla p değerleri 0.00, 0.00, 0.19 ve 0.80 olduğundan ilk 2 gecikme döneminde model normal dağılıma sahip değil iken 3. ve 4. gecikme dönemlerinde normal dağılıma sahiptir. Yüksek frekanslı verilerde normallik dağılımının sağlanması güç olacağından model, gecikme uzunluğu arttıkça normal dağılıma sahip olmaktadır.

Çizelge 3.8. Normallik Sınaması: JB

Gecikme	Jarque-Bera	Prob.
1	317.87	0.00
2	496.67	0.00
3	3.35	0.19
4	0.44	0.80

VAR(4) modeline ilişkin koşullar sağlandığından uygun model olarak tespit edilmiştir. VAR(4) modelindeki değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişki olup olmadığı VEC modeli üzerinden Johansen Eşbütünleşme Testi ile sınanmıştır. Teste ilişkin hipotezler şöyledir:

$H_0$  :  $\tau=0$  (Eşbütünleşme ilişkisi yoktur.)

$H_1$  :  $\tau<0$  (Eşbütünleşme ilişkisi vardır.)

Çizelge 3.9'da Johansen Eşbütünleşme Testi'ne ilişkin analiz sonuçları gösterilmektedir. İz ve özdeğer istatistiklerine göre modelde en çok iki eşbütünleşme ilişkisi olup eşbütünleşme ilişkisinin olmadığını ifade eden  $H_0$  hipotezi  $\alpha=0.05$  anlamlılık düzeyinde  $p=0.000$  ve  $p=0.008$  olduğundan reddedilerek alternatifi olan  $H_1$  hipotezi kabul edilmiştir. Buna göre modeldeki değişkenler arasında uzun dönem ilişkisi olduğu ve birlikte hareket ettikleri, analizin yapıldığı

ilgili dönem içinde meydana gelen şokların etkilerinin uzun dönem sürdüğü sonucuna varılmıştır.

Çizelge 3.9. Johansen Eşbütünleşme Testi Sonuçları

Sınırlanmamış Eşbütünleşme Rank Testi (İz)				
Sıfır Hipotezi: $r=0$ Alternatif Hipotez: $r \geq 1$	Özdeğer	İz İstatistiği	0.05 Kritik Değer	$p^{**}$
$r=0$ *	0.3727	82.2553	47.8561	0.0000
$r \leq 1$ *	0.1934	36.0858	29.7970	0.0083
$r \leq 2$	0.1153	14.8014	15.4947	0.0634
$r \leq 3$	0.0266	2.67231	3.84146	0.1021
İz test sonuçları 0.05 düzeyde 2 eşbütünleşme ilişkisi olduğunu göstermektedir.				
* 0.05 düzeyde hipotezin reddedilebileceği kabul edilir.				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-değerleri				
Sınırlanmamış Eşbütünleşme Rank Testi (Maksimum Özdeğer)				
Sıfır Hipotezi: $r=0$ Alternatif Hipotez: $r=1$	Özdeğer	Maksimum Özdeğer İstatistiği	0.05 Kritik Değer	$p^{**}$
$r=0$ *	0.3727	46.1695	27.5843	0.0001
$r \leq 1$ *	0.1934	21.2844	21.1316	0.0476
$r \leq 2$	0.1153	12.1291	14.2646	0.1059
$r \leq 3$	0.0266	2.6723	3.8414	0.1021
Maksimum özdeğer test sonuçları 0.05 düzeyde 2 eşbütünleşme ilişkisi olduğunu göstermektedir.				
* 0.05 düzeyde hipotezin reddedilebileceği kabul edilir.				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-değerleri				

Johansen Eşbütünleşme Testi sonucunda bulunan Eşbütünleşme ilişkileri şunlardır:

$$\begin{matrix} \text{lnkh\_sa} = - 0.72 \text{ libfo\_sa} - 1.23 \text{ libv\_sa} - 2.16 \text{ libs\_sa} \\ \hat{(S_{\beta i})} & (0.13) & (0.23) & (0.26) \end{matrix}$$

$$\begin{matrix} \text{lnkh\_sa} = 0.48 \text{ libv\_sa} - 0.66 \text{ libs\_sa} \\ \hat{(S_{\beta i})} & (0.13) & (0.20) \end{matrix}$$

$$\begin{matrix} \text{libfo\_sa} = - 2.35 \text{ libv\_sa} - 2.05 \text{ libs\_sa} \\ \hat{(S_{\beta i})} & (0.30) & (0.43) \end{matrix}$$

Eşbütünleşme ilişkilerinden ilki, iç borçlanma bileşik faiz oranları, iç borçlanma vadesi ve iç borç stokunun GSYH içindeki payında meydana gelecek olan % 1 oranında değişim, bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH içindeki payında negatif etkiye sahip olduklarını göstermektedir.

Eşbütünleşme ilişkilerinden ikincisi, iç borçlanma vadesi ve iç borç stokunun GSYH içindeki payında meydana gelecek olan % 1 oranında değişim, bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH içindeki payında sırasıyla pozitif ve negatif etkiye sahip olduklarını göstermektedir.

Eşbütünleşme ilişkilerinden ikincisi aynı zamanda iç borçlanma vadesi ve iç borç stokunun GSYH içindeki payında meydana gelecek olan % 1 oranında değişim, iç borçlanma bileşik faiz oranları üzerinde negatif etkiye sahip olduklarını göstermektedir.

VEC modeli tahmin sonuçlarına göre 1989Q1-2014Q3 döneminde iç borç stokunun GSYH içindeki payı, iç borçlanma bileşik faiz oranları ve iç borçlanmanın vadesinin bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH içindeki payı üzerindeki uzun dönem eşbütünleşme modeli şöyledir:

$$\hat{lnkh\_sa} = 2.431 - 0.729 libfo\_sa - 1.237 libv\_sa - 2.161 libs\_sa \quad (2)$$

(t istatistiği)                      [5.486]                      [5.359]                      [8.124]

Ekonometrik analiz sonucunda iç borçlanma bileşik faiz oranları, iç borçlanmanın vadesi ve iç borç stokunun GSYH'ye oranı değişkenlerine ait parametre değerleri istatistiki açıdan anlamlı bulunmuştur. Buna göre her üç değişken de bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH'ye oranını açıklayan ve etkileyen değişkenlerdir.

VEC modeli tahmin sonuçlarına göre 1989Q1-2014Q3 döneminde iç borç stokunun GSYH içindeki payı, iç borçlanma bileşik faiz oranları ve iç borçlanmanın vadesinin bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH içindeki payı üzerindeki kısa dönem eşbütünleşme modeli şöyledir:

$$\Delta lnkh\_sa_0 = -0.17 + 0.38 \Delta lnkh\_sa_{-3} + 0.10 \Delta libv\_sa_{-1} + 0.10 \Delta libv\_sa_{-2} + 0.07 kk - 0.02 k2 + 0.002 tr - 0.09 u_{-1} \quad (3)$$

(t istatistiği)    [-4.36]    [3.54]                      [3.97]                      [4.18]                      [3.07]    [-2.27]    [3.79]    [-5.30]

Hata düzeltme modelinde yer alan hata düzeltme terimi  $u_{-1}$  için parametre değeri negatif ve anlamlı olarak tahmin edilmiştir. Hata düzeltme modeli, kısa dönemli değişmelerle uzun dönem ayarlamalarının birlikte yapıldığını ortaya koymakta ve her dönem dengesizliğin yüzde ne kadarının giderildiğini hata düzeltme terimi ile göstermektedir. Dolayısıyla hata düzeltme teriminin negatif ve anlamlı çıkması gerekmekte olup hata düzeltme modelinde de beklentiler ile uyumlu yönde tahmin edilmiştir. Buna göre kısa dönem analizinde her üç aylık dönemde dengesizliklerin % 0.09'u giderilmekte ve uzun dönem dengesine yaklaşılmaktadır.

Hata düzeltme modelinde istatistiki açıdan anlamlı parametre değerlerinin ilgili değişkenleri yer almaktadır. Bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH içindeki payında kısa dönem dengesizlikleri üçüncü gecikme döneminden itibaren giderilmeye başlanmaktadır. İç borçlanma vadesindeki kısa dönem dengesizlikleri ise, birinci gecikme döneminden itibaren giderilmeye başlanmakta ve ikinci gecikme döneminde de devam etmektedir.

Hata düzeltme modelinde yer alan bankacılık kesimi net kredi hacmindeki kırılmaları gösteren kukla değişkeni, kriz kukla değişkeni ve trend faktörü istatistiki açıdan anlamlı bulunarak kısa dönemde bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH içindeki payı üzerinde etkili olan değişkenler olarak tahmin edilmiştir.

VEC modeli sonuçları göstermektedir ki, modeldeki bağımsız değişkenler, bağımlı değişkendeki değişimlerin % 58'ini açıklayıcı güce sahiptir. Düzeltilmiş determinasyon katsayısı da % 49.8 olup bağımlı değişkendeki değişimlerin bağımsız değişkenler tarafından açıklayıcı gücünün iyi düzeyde olduğunu ortaya koymaktadır. Logaritması alınmış serilerde determinasyon katsayısının düşük çıkması normaldir ama % 58 ve 49.8 gibi oranlar oldukça iyi bir yüzde ile açıklayıcı değişkenlerin bağımlı değişkeni açıkladığını göstermektedir. Modelin tamamının anlamlılığını sınavan F-istatistiği değeri 7.08 olup modelin ilgili değişkenler ile bir bütün halinde anlamlı olarak kurulduğunu doğrulamaktadır.

Ampirik bulgular ise şöyledir:

- İç borçlanma bileşik faiz oranları % 1 oranında arttığında bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH içindeki payı % 0.72 oranında azalmaktadır.
- İç borçlanmanın vadesi bir gün arttığında bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH içindeki payı % 1.23 oranında azalmaktadır.
- İç borç stokunun GSYH içindeki payı % 1 oranında arttığında bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH içindeki payı % 2.16 oranında azalmaktadır.

Literatürde, iç borçlanmanın ekonomi üzerindeki etkileri konusunda Neo-Klasik İktisat yaklaşımı açık finansmanı için iç borçlanmaya başvurulmasının yurtiçi tasarruflar ve yatırımlar için ödünç verilebilir fon arzını azalttığını, iç borçlanma ile artan kamu harcamalarının ekonomideki gelir düzeyini artırarak faiz oranlarını yükselttiğini ve yükselen faizlerin de özel sektörü yatırımlar açısından dışladığını ifade etmektedir<sup>211</sup>. Çalışmamızda Neo-Klasik İktisat perspektifinden

<sup>211</sup> Tülümce ve Buyrukoğlu, 2013, 62; Tuncer ve Yüksel, 2011, 255.

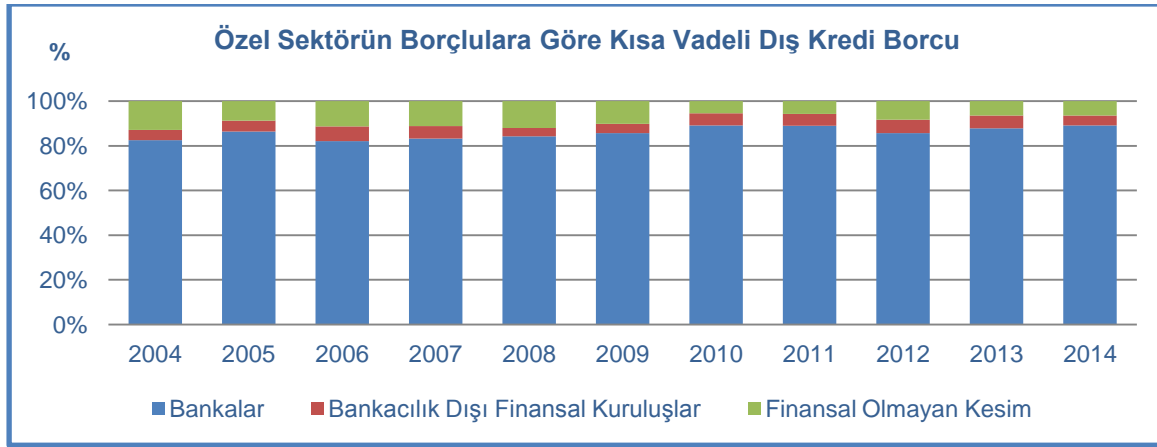
kamu iç borçlanmasının özel sektörün iktisadi kararları üzerinde dışlama etkisine yol açacak etkilerinin varlığı Johansen Eşbütünleşme Testi ile sınanmaya çalışılmıştır.

Johansen Eşbütünleşme Testi, düzeyde durağan olmayan değişken serilerinin uzun dönemde birlikte hareket edeceklerini, eşbütünleşik olduklarını ve uzun dönemde giderek durağanlaşan bir yapı halini alarak şokların etkisinin uzun dönemde azalacağını göstermeye yardımcı olan bir testtir. Bu anlamda çalışmanın bu bölümünde, bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH içindeki payı, iç borç stokunun GSYH içindeki payı, iç borçlanma bileşik faiz oranları ve iç borçlanmanın vadesinin uzun dönemde birlikte hareket edip etmedikleri sınanmıştır. Ampirik bulgular, ilgili değişkenler arasında en çok iki tane eşbütünleşme ilişkisi olduğunu ortaya koymaktadır.

Çalışmanın başında belirlenen değişkenler açısından her üç değişkeni de içeren uzun dönem eşbütünleşme ilişkisine sahip modele göre devletin iç borçlanmaya başvurması sonucunda veya GSYH'deki artış/azalışlara bağlı olarak iç borç stokunun GSYH içindeki payının % 1 oranında artması bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH içindeki payını % 2.16 oranında azaltmaktadır. Bu da bankacılık sektörünün özel sektöre kredi yoluyla kullandıracağı fonlarını devlet iç borçlanma araçlarına plase ettiğini göstermektedir. İç borçlanma bileşik faiz oranlarındaki % 1 oranında artış bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH içindeki payını % 0.72 oranında azaltmaktadır. İç borçlanma faiz oranları, bankacılık kesiminde mevduat faizleri ve kredi faizlerindeki orandan genellikle daha yüksek olduğu için bankalar, devlete borç verme yolunu tercih etmektedir. Tabi söz konusu etkilerin şiddeti 2001 Krizi'nin ardından bankacılık kesiminde yapılan reformlar, küresel likiditedeki genişleme ve devletin iç borçlanmaya olan ihtiyacının azaltılması doğrultusunda azalmaktadır ancak yok sayılamayacak düzeydedir. İç borçlanma bileşik faiz oranlarının bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH içindeki payını etkileme gücünün düşük olmasına karşı istatistiki açıdan anlamlı bir etkiye sahiptir. Çünkü, Türkiye gibi GOÜ'de finansman talebini maliyetten ziyade finansmana erişim

etkilemektedir<sup>212</sup>. İç borçlanmanın vadesinin bir gün uzaması ise, bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH içindeki payını % 1.23 oranında azaltmaktadır.

Bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH içindeki payında düşürücü etkilerin varlığını ortaya koyan ampirik bulgular, Neo-Klasik İktisat yaklaşımının iç borçlanma ile özel sektör arasındaki dışlama etkisini doğrular niteliktedir. Özel sektörün yurtiçi piyasalardan fon bulabilmek için öncelikle başvuracağı kanallardan biri olan bankacılık kesiminde, net kredi hacminde yaşanacak söz konusu azalışlar, özel sektörü fon bulma konusunda başka arayışlara yönlendirecektir. Özellikle günümüzde küreselleşmenin de etkisiyle birbirine eklemlenen piyasaların ve birbiriyle entegre olan ülke ekonomilerinin varlığı rekabet olgusu baz alındığında uluslar arası piyasalarda ihtiyaç duyulduğunda uygun koşullarda ödünç fon bulabilme olanağı yaratmaktadır. Geline nokta itibariyle iç borçlanmanın yanısıra dış borçlanma da ele alındığında özel sektörün dış borçlarında ciddi artışlar olduğu bilinmektedir.



Şekil 3.4. Özel Sektörün Kısa Vadeli Dış Kredi Borcu

Kaynak: TCMB verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

<sup>212</sup> Kredi tayinlaması, kredi arz edenlerin kredi talep eden kesimler arasında seçim yaparken belli kesimlere yönelik imtiyazlı davranmaları ve kredileri belirli kesimlere tahsis etmeleri olarak tanımlanabilir. 1980 öncesinde Türkiye’de bankacılık kesiminde yoğun olarak kredi tayinlaması yapılmıştır. Kredi talep edenler açısından kredi bulma riskini artıran ve sınırlandıran kredi tayinlaması, bankacılık kesiminin gelişmesi üzerinde olumsuz etki yapmıştır. Diğer taraftan devletin iç borçlanma araçlarının cazip koşulları nedeniyle holding bankasının toplam mevduatları DİBS’lere yönelerek kredi ihtiyacı olan yatırımcıları sistemin dışına itecektir. Devletin kolay borç bulması da borç stokunu artıracaktır. Günümüzde de bankacılık kesimi incelendiğinde belirli kesimlerin/şirketlerin/kuruluşların bünyesinde kurulan bankalar, holding bankacılığının devam ettiğinin bir göstergesi sayılabilir.

Şekil 3.4'te 2004-2014 yılları arasında özel sektörün borçluları itibariyle kısa vadeli dış borçları USD olarak yüzdesel payları gösterilmektedir. Özel bankaların yaklaşık % 80'in üzerinde kısa vadeli dış kredi borcu bulunmaktadır. Bu da bankacılık sektörünün 2001 Krizleri sonrasında alınan tüm tedbirlere rağmen yüksek dış borca sahip oldukları ve olası bir krizde etkilenebileceklerinin bir işareti sayılabilir. Dolayısıyla kamunun iç borçlanmasının özel sektör üzerinde yol açacağı dışlama etkileri, özel sektörün dış borçlanmasının kamu kesimi üzerinde dışlama etkisi yaratabileceği gibi bir duruma doğru sürüklenmektedir. Söz konusu etkilerin varlığının tespiti ve analizi bu çalışmanın konusunu oluşturmamakla birlikte gelecek dönemlerde dışlama etkisinin yeni boyutlarının literatüre kazandırılabilmesinin bir göstergesi sayılabilir.

## SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Çalışmada, birinci bölümde, teorik açıdan borçlanma politikası ortaya konularak iç borçlanma üzerinde yoğunlaşmıştır. İktisadi etkiler açısından iç borçlanmaya yönelik bakış açıları derinlemesine irdelenmiş, iç borçlanmaya yol açan etkenler ve iç borçlanmanın kaynakları ortaya konmuş ve iç borçlanmanın iktisadi, sosyal ve siyasal etkileri incelenmiştir. Finansal piyasalar ve iç borçlanma ilişkisi küreselleşme olgusu perspektifinden incelenerek bankacılık sektörü ve iç borçlanma ilişkisi terminolojik olarak sistematize edilmiştir. İkinci bölümde, iç borçlanma detaylı bir şekilde dönemsel olarak Türkiye özelinde incelenmiştir. 1980 öncesinde iç borçlanma yapısı ile 1980 sonrasında iç borçlanmanın yapısı ortaya koyulmaya çalışılmıştır. Çeşitli yönlerden Türkiye'deki iç borçlanmanın yapısı incelenmiş olup bankacılık sektörü ile ilişkisi kurulmaya çalışılmıştır.

Üçüncü bölümde, Türkiye'de iç borçlanmanın bankacılık kesimi üzerindeki etkileri 1989.Q1-2014.Q3 döneminde ilgili değişkenler ile ekonometrik analiz yapılarak gösterilmeye çalışılmıştır. İktisadi teori olarak, Neo-Klasik İktisat perspektifinden kamunun iç borçlanmaya başvurmasının özel sektör üzerinde dışlama etkisine yol açacak unsurları ilgili dönem itibarıyla barındırıp barındırmadığının sınaması yapılmaya çalışılmıştır. Seçili dönemin özelliği Türkiye'de finansal liberalizasyonun Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu'nda değişiklik yapılmasına olanak tanıyan 32 Sayılı Karar ile tamamlandığı, küreselleşme olgusunun hızlandığı, küresel ölçekte finansal krizlerin yaşandığı, Türkiye'de bankacılık krizinin yaşandığı bir dönem olmasıdır. Ayrıca Türkiye'de politika değişikliklerinin de olduğu bir dönemdir. Bilindiği üzere ülke ekonomileri konjonktürel etkilere göre şekillenmektedir. Söz konusu etkiler iktisadi açıdan olabileceği gibi siyasi açıdan da kendini gösterebilmektedir. Dolayısıyla bir bütün halinde ele alındığında Türkiye'de 1980'den günümüze yaşanan tüm makroekonomik etkilerin üzerinde birçok faktör rol oynamıştır. Türkiye'de dönemsel olarak homojen bir yapıya sahip olunmamasından dolayı söz konusu faktörler için bir önem derecesi sıralaması yapabilmek güçtür. Bu bağlamda Türkiye ekonomisinde iç borçlanmanın etkileri ve sonuçları dönemler itibarıyla farklılaşmaktadır. Ekonometrik analiz için seçilen dönemin ardından iktisadi tezinin sınanabilmesi için kullanılacak değişkenler olarak bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH içindeki payı, iç borç stokunun GSYH içindeki payı, iç borçlanma

bileşik faiz oranı ve iç borçlanmanın vadesi belirlenmiş olup üçer aylık veri seti kullanılmıştır. Ekonometrik analiz için EViews 7 paket programı kullanılmıştır. Veri seti, istatistiki veriler yayınlayan çeşitli kuruluşlardan güncel olarak derlenmiştir. İktisadi teorinin sınanmasında, iç borç stokunun GSYH içindeki payı, iç borçlanmanın bileşik faiz oranları ve iç borçlanmanın vadesinin bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH içindeki payı üzerindeki etkileri Johansen Eşbütünleşme Testi kullanılarak yapılmaya çalışılmıştır. Johansen Eşbütünleşme Testi, düzeyde durağan olmayan değişken serileri arasında uzun dönemli bir etkileşim olup olmadığını göstermeye yardımcı olan eşbütünleşme testlerinden biridir. Eğer seriler düzeyde durağan olurlarsa uzun dönem ilişkisi analiz edilemez ve geleneksel regresyon tahmin süreçleri ile söz konusu değişkenler arasındaki etkiler sınanmaya çalışılır. Çalışmamızda birbirleri üzerinde etkileri araştırılan tüm değişken serileri birinci sıra farkta durağanlardır. Dolayısıyla değişkenler arasında uzun dönemli bir ilişkinin varlığına işaret edilmektedir. Analizin yapılabilmesi için öncelikle serilerin durağanlıkları ADF Birim Kök Testi ile sınanmış daha sonra VAR modeli ile Johansen Eşbütünleşme Testi sınaması yapılmaya çalışılmıştır. VAR modelinin kurulabilmesi için gerekli ön koşullar sağlandıktan sonra uygun gecikme uzunluğu tespit edilmiş ve VAR(4) modeli VEC modeli üzerinden eşbütünleşme ilişkisi sınanmıştır. Ampirik bulgular, en çok iki tane eşbütünleşme ilişkisi olduğunu ortaya koymuştur. Çalışmanın amacı açısından en uygun eşbütünleşme ilişkisini gösteren model normalleştirilmiş katsayıları ile tahmin edilmiştir. Buna göre bankacılık kesimi net kredi hacminin GSYH içindeki payı üzerinde iç borç stokunun GSYH içindeki payının % 1 oranında artması, iç borçlanma bileşik faiz oranlarının % 1 oranında artması ve iç borçlanmanın vadesinin bir gün uzamasının yüzde cinsinden farklı oranlarda azaltıcı etkisi söz konusudur. 2001 Krizi sonrası sabit faizli enstrümanlarla borcun vadesinin uzatılmasına yönelik politikalar iç borçlanma faiz oranlarının yüksek düzeyde seyretmesine neden olmaktadır. İç borçlanma faiz oranlarındaki artış da kredi faiz ve hacmini azaltıcı etki göstermektedir. Neo-Klasik İktisat perspektifinden kamunun iç borçlanmaya başvurulmasının özel sektör üzerinde dışlama etkisi yaratabileceğine yönelik iktisadi teorinin ekonometrik açıdan sınaması yapılmış ve ampirik bulgular Neo-Klasik İktisat teorisini doğrular nitelikte sonuçlar ortaya koymuştur. Bu bağlamda, Hazine'nin borçlanma ihtiyacının azaltılması özellikle kayıtdışı ekonominin daraltılarak vergi gelirlerinin artırılması, özel kesim fon kullanım olanaklarını genişleterek yatırım, istihdam ve büyüme üzerinde olumlu etkiler meydana getirecektir.

## KAYNAKÇA

- Adiningsih, S. (2009). The impact of government debt issuance on short-term interest rates in Indonesia. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 11(1).
- Akçay, B. (2011). Subprime Mortgage Krizinin kamu destekli kurum modeli üzerine etkileri. *Akademik Araştırmalar Dergisi*, 13(50), 4-5.
- Akgüç, Ö. (2000). *Yüz soruda Türkiye’de bankacılık*. İstanbul: Gerçek Yayınevi.
- Altunç, Ö. F. ve Şentürk, B. (2010). Türkiye’de özel yatırımlar ve kamu yatırımları arasındaki ilişkinin ampirik analizi: Sınır testi yaklaşımı. *Maliye Dergisi*, 158.
- Altunöz, U. (2013). Kamu kesimi iç borçlanmasının özel yatırım harcamaları üzerinde etkisi: Türkiye örneği. *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 32(2).
- Aral, N. Z. (1944). Düyun-u Umumiye. *Siyasi İlimler Mecmuası*, CIII – XIII(154), 551-575’den aktaran Çöğürçü, İ. 2012. Türkiye’nin iç borç genel yapısı üzerine geçmişten günümüze bir değerlendirme. *IJSES*, 2(1), 94.
- Ardıç, K. ve Baydur, C. M. (2005). Barro-Lucas bakış açısıyla kamu borçlanma sürecinin iktisadi büyüme üzerine etkisi: Türkiye örneği (1990-2003). *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları*, 48.
- Arın, T. 1998. Asya Krizi ve kriz yönetiminde hegemonya. *İktisat Dergisi*, Ocak-1998, 5.
- Arikboğa, A. 2011. Maliye politikalarında 1980 sonrasında yaşanan değişim: Mali disiplin ve mali kural uygulamaları. *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2, 15.
- Ataç, B. (2009). *Maliye politikası: Gelişimi, amaçları, araçları ve uygulama sorunları*. (Sekizinci Baskı). Ankara: Turhan Kitabevi, 38.
- Ayan, E. (2011). 90’lı yıllarda Türkiye’de medya ve bankacılık sektörleri ilişkilerinin analizi. *İletişim Kuram ve Araştırma Dergisi*, 33, 8-10.
- Aydın, A. B. (2005). *Piyasa yapıcılığı sistemi, seçilmiş ülke örnekleri ve Türkiye uygulaması*, Yayımlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Aydın, M. F. (2002). Türkiye’de kamu kesimi iç borçlanmasının bankacılık sektörü bilançolarına ve risklerine olan etkileri. *TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği*, 13, 10.

- Aydın, S. 2000. Asya Krizi ve sermaye hareketlerinin vergilendirilmesi. *Maliye Dergisi*, 133, 13-14.
- Ayaydın, H. ve Berberoğlu, M. (2010). Bankacılık sektörüne yabancı girişinin Türkiye açısından değerlendirilmesi. *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi*, 1, 65-67.
- Aytaç, D. ve Sağlam, M. (2014). Kamu açıkları iç borç ve faiz oranı ilişkisi: Türkiye örneği. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesinde İİBF Dergisi*, 9(1).
- Bağcı, H. (2001). *Kamu borçları yönetimi ve Türkiye için bir değerlendirme*. Ankara: SPK, 15, 34-41.
- Bahmani, M. (1999). Do federal budget deficits crowd out or crowd in private investment? *Journal of Policy Modeling*, 21(5).
- Balibek, E. (2011). 2001 iç borç takası: Nedenler, yöntem ve sonuçlar. *Maliye Dergisi*, 160, 375.
- Barışık, S. (2010). Türkiye’de finansal serbestleşme sürecinde mali baskınlığın bankacılık sektörüne etkisi (1989-2007 dönemi ekonometrik analiz). *Zeitschrift für die Welt der Türken*, 2(1), 431.
- Bayraktar, C. (2012). Keynes ve refah devleti. *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(2), 250.
- BDDK. (2001). *Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı*. Ankara: BDDK, 13-19.
- Berksoy, T. ve Doğruel, S. (1989). Kamu iç borçlanmasının kamu dışı kesimler için kullanılabilir kaynaklar üzerindeki etkisi. *İTO Yayınları*, 30, 29-30.
- Bilgin, C. 2007. *Finansal istikrarsızlık sorunu ve iktisat politikası bağlamında Türkiye*, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- Blejer, M. I. and Kahn, M. S. 1984. Government policy and private investment in developing countries. *IMF Staff Papers*, 31(2), 379-403.
- Bolat, S., Belke, M. ve Aras, O. (2011). Türkiye’de İkiz Açık Hipotezinin Geçerliliği: Sınır Testi Yaklaşımı. *Maliye Dergisi*, 161, 349-350.
- Boratav, K. (2010). *Türkiye İktisat Tarihi: 1908-2007*. (On Dördüncü Baskı). Ankara: İmge Kitabevi, 45-46.
- Bozkurt, H. (2007). *Zaman serileri analizi*. Bursa: Ekin Yayınevi, 118.

- Butler, E. (2011). *Milton Friedman: A concise guide to the ideas and influence of the free-market economist*. (First Edition). Great Briteain, Hampshire, Harrimon House, 39.
- Charezma, W. W. and Deadman, D. F. (1993). *New directions in econometric practice*. USA: Edward Elgar.181-182.
- Claeys, P., Moreno, R. ve Suriñach. (2012). Debt, interest rates, and integration of financial markets. *Economic Modelling*, 29.
- Coşkun, Y. (2010). Özel sektör borçlanma araçları piyasasının gelişmesinde düzenlemelerin etkisi. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 65(4), 17.
- Çataloluk, C. (2009). Kamu borçlanması, gerçekleşme biçimi ve makro ekonomik etkileri (Teorik bir yaklaşım, Türkiye örneği). *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, 12(21), 253.
- Çavdar, Ş. Ç., Karaman, F. 2013. Cari açık ve bütçe açığını etkileyen faktörlerin nedensellik ilişkilerinin diyagram yoluyla gösterimi: Türkiye örneği. *Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi*, 18(1), 407.
- Çelen, M. ve Zülfüoğlu, Ö. (2008). Klasik kamu borçlanma teorisinin oluşumu. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, 25(2), 297.
- Çolak, Ö. F. ve Öztürkler, H. 2012. Tasarrufun belirleyicileri: küresel tasarruf eğiliminde değişim ve Türkiye’de hanehalkı tasarruf eğiliminin analizi. *Bankacılar Dergisi*, 82, 3.
- Davidson, R. and MacKinnon, J. G. (1993). *Estimation and inference in econometrics*. London: Oxford University Press, 685.
- Demir, M. ve Sever, E. (2008). Kamu iç borçlanmasının büyüme, faiz ve enflasyon oranı üzerindeki etkileri. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(25), 174.
- Demir, M. ve Sever, E. (2009). Kamu açıkları ve borçlanma ilişkisi: Türkiye, Azerbaycan, Kazakistan ve Kırgızistan üzerine bir uygulama. *Sosyo Ekonomi*, 1, 12.
- Demir, O. (1997). *Ekonomide devlet*. Ankara: SPK, 71, 268-270.
- Durkaya, M., Ceylan, S. ve Beken, O. O. 2010. Kamu borçlanması kamu yatırımlarını dışlıyor mu? *Ekonomik Yaklaşım*, 21(74), 42.
- Durmuş, M. (2008). *Kamu ekonomisi*. Ankara: Gazi Kitabevi, 272.

- Durmuş, M. (2011). *Kapitalizmin krizi: Küresel krizin eleştirel bir çözümlemesi*. (Üçüncü Baskı). Ankara: Tan Kitabevi Yayınları, 114-115.
- Ekinci, N. K. (2000). Kamu açıkları ve para politikası. *ODTÜ Gelişme Dergisi*, 26 (3-4), 558.
- Elmendorf, D. W. and Mankiw, G. (2007). Government debt. J. B. Taylor, M. Woodford (Editors), *Handbook of macroeconomics*. Vol 1C (First Edition in 1999). North-Holland: Oxford, 1641.
- Emil, F. (2003, 12-16 Mayıs). *1950'den bu yana Türkiye'de kamu borçlanmasına yol açan nedenlerin bazı tarihsel veriler ışığında incelenmesi*. XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumunda sunuldu, KKTC.
- Emil, F. ve Yılmaz, H. H. 2003, 12-16 Mayıs. *Kamu borçlanması, istikrar programları ve uygulanan maliye politikalarının kalitesi genel sorunlar ve Türkiye üzerine gözlemler*. XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumunda sunuldu, KKTC.
- Erdem, E., İlgün, M. F. ve Dumrul, C. (2011). Finansal istikrarın bankacılık sisteminin borç verme politikaları üzerindeki etkisi: 2008 Küresel Krizi çerçevesinde Türkiye üzerine bir inceleme. *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 5(1), 16.
- Erkam, S. (2010). *Maliye politikalarının etkinliği: Teori ve bir uygulama*. Ankara: T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, No 407, 9.
- Erkılıç, S. (2006). *Türkiye'de Cari Açığın Belirleyicileri*, Yayımlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Gjini, A. (2012). Crowding-out effect of public investment on private investment: An empirical investigation. *Journal of Business&Economic Research*, 10(5).
- Gök, A. (2003). Türkiye'de iç borçlanmanın ekonomik etkileri. *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 18(1), 131.
- Gök, B. Ve Altay, N. O. (2007). Türkiye'de İkiz Açıklar Hipotezi: 1989-2005. *TİSK Akademi Dergisi*, 13(2), 188.
- Gujarati, D. N. (2006). *Temel ekonometri*. (Dördüncü Baskı). (Çev. Ü. Şenesen ve G. G. Şenesen). İstanbul: Literatür Yayıncılık, 713.
- Günay, A. 2007. *Mali disiplinin sağlanmasında anayasal denk bütçe yaklaşımı ve Türkiye'de uygulanabilirliği*. Ankara: T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, No 375, 22, 24.

- Harrabi, S., Bousrih, L. ve Salisu, M. (2007). *Debt relief and credit to the private sector in African Countries*. USA: Blackwell Publishing Ltd.
- Hausmann, R. and Panizza, U. (2003). The determinants of original sin: An empirical investigation. *Journal of International Money and Finance*, 200, 957.
- Hsing, Y. (2010). Government borrowing and the long-term interest rate: Application of an extended loanable funds model to the Slovak Republic. *Economic Annals*, LV(184).
- İlgün, M. F. (2010). Genişletici mali daralma hipotezinin temelleri ve Türkiye ekonomisi üzerine bir uygulama. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 35, 235.
- İnan, E. A. (2004). Dezenflasyon süreci ve düşük enflasyon ortamı: Türkiye’de makroekonomi ve bankacılık üzerine etkileri. *Bankacılar Dergisi*, 50, 47.
- Karaçor, Z., Alptekin, V., Akar, T. ve Akar, G. (2012). İstikrar mı, istikrarsızlık mı? Türkiye de üçüz açık analizi. *Borç Dinamikleri, Finansal İstikrarsızlık ve Büyük Durgunluk Bildiri Kitapçığı* (Borç Dinamikleri, Finansal İstikrarsızlık ve Büyük Durgunluk Konferansı). İzmir: 2.
- Karagöl, E. T. ve Özcan, B. 2014. Sürdürülebilir büyüme için tasarruf. *SETA Analiz*, 92, 17.
- Karlık, S. R. (2005). *Cumhuriyetin ilanında günümüze Türkiye ekonomisinde yapısal dönüşüm*. (Onuncu Baskı). İstanbul: Beta Yayınları.
- Kesbiç, C. Y., Baldemir, E. ve Bakımlı, E. (2005). Bütçe açıkları ile parasal büyüme ve enflasyon arasındaki ilişki: Türkiye için bir model denemesi. *Muğla Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19(1), 86.
- Klein, M. W. and Olivei, G. P. (2008). Capital account liberalization, financial depth and economic growth. *Journal of International Money and Finance*, 27, 862.
- Kopar, M. ve Yolun, M. (2012). 18. ve 19. yüzyıllarda Osmanlı borçlar tarihine bir bakış. *History Studies: International Journal of History*, 4(1), 337-338.
- Korukçu, Ü. (1998). *Bankacılığın tarihsel gelişimi: 40. yılında Türkiye Bankalar Birliği ve Türk Bankacılık Sistemi*. Ankara: TBB Yayınları.
- Kouassi, E., Mougoue, M. and Kymn, K. O. 2004. Causality Tests of the Relationship Between the Twin Deficits. *Empirical Economics*, 29, 505 ve 521.

- Krugman, P. (2010). *Bunalım ekonomisinin geri dönüşü ve küresel kriz*. (Çev. N. Domaniç), (Altıncı Basım). İstanbul: Literatür Yayınları No 595. (Eserin orijinali 2008'de yayımlandı), 50.
- Lipsey, R. G., Steiner, P. O., Purvis, D. D. and Courant, P. N. *İktisat – 2*. (Çev. A. Çakmak). (Dokuzuncu. Baskı). Bilim Teknik Yayınevi. (Eserin orijinali 1990'da yayımlandı), 197.
- Lynch, D. (1996). Measuring Financial Sector Development: A Study of Selected Asia Pasific Countries. *Developing Economies*, 34(1), 7.
- Mishkin, F. S. (2013). *The economics of money, banking, and financial markets*. (Tenth Edition). England: Pearson, 53.
- Özatay, F. ve Ersel, H. 2008. Fiscal dominance and inflation targeting: Lessons from Turkey. *Emerging Markets Finance&Trade*, vol 44, issue 6, 39-41.
- Özatay, F. (2008). Expansionary fiscal consolidations: New evidence from Turkey. *Working Paper*, 406, 2.
- Özatay, F. (2009). Enflasyon ve para politikası. N. Özkaramete Coşkun (Editör), *Türkiye ekonomisi: Yeni yapı*. Ankara: İmaj Yayınevi, 6.
- Özbilen, Ş. (1996-1997). Kamu kesimi iç borçlanmasının servet etkisi teorisi açısından değerlendirilmesi ve ekonomik ve mali etkileri. *Maliye Araştırma Merkezi Konferansları Dergisi*, Sayı 37, 148-151.
- Özbilen, Ş. (1998). *Türkiye'de kamu iç borçlanması ve ekonomik etkileri*. Ankara: Atilla Yayıncılık, 110.
- Özbilen, Ş. (2012). *Türkiye'de kamu iç borçlanma sistemi ve makroekonomik etkileri*. Ankara: Gazi Kitabevi, 13.
- Özbilen, Ş. (2013). *Makro modellerde kamu iç borçlanması (Türkiye uygulaması 1980-1995)*. Ankara: Gazi Kitabevi, 248.
- Öztürk, İ. (2011). *İç borçlanmanın sermaye piyasasına etkileri*. İAB Yayınları: 21. 37-38.
- Öztürk, N., Barışık, S. ve Darıcı, H. K. (2010). Gelişmekte olan piyasalarda finansal derinleşme ve büyüme ilişkisi: Panel veri analizi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 6(12), 98.
- Parasız, İ. (1994). Yüksek faiz oranları, tam dışlama etkisi ve depresyon, hiperenflasyon açmazı. *İşveren (TİSK)*, 32(9), 13.

- Parasız, İ. (1995). *Kriz ekonomisi: Hiper enflasyon ve yüksek enflasyonla mücadelede ünlü istikrar politikaları ve 5 Nisan 1994 Kararları*. Bursa: Ezgi Kitabevi, 164-165.
- Parlaktuna, İ. ve Şimşek, S. (2007). Bütçe finansman kaynaklarının belirlenmesi ve ekonomi üzerindeki etkileri: Türkiye uygulaması (1989-2005). *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(2), 47.
- Pattillo, C., Poirson, H. and Ricci, L. 2002. External debt and growth. *Finance and development*, 39(2), 33.
- Peker, O. ve Acar, Y. (2010). Türkiye’de konsolide bütçe açıklarıyla-iç borçlanma faiz oranları arasındaki ilişki: Ekonometrik analiz. C.Ü. *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 11(1).
- Saçkan, O. (2006). *Genel fiyat düzeyinin belirlenmesinde para ve maliye politikası dominant rejimler: Türkiye örneği, 1988-2005*, Yayımlanmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Emisyon Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Saraçoğlu, F. (2001). 1980-2001 yılları arasında Türkiye’de iç borçların yapısal gelişimi ve değerlendirilmesi. *Ekonomik Yaklaşım*, 76-77.
- Sargent, T. J. and Wallace, N. (1981). Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5(3).
- Sayıştay Başkanlığı. (2007). *2006 yılı Hazine işlemleri raporu*. Ankara, 113.
- Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası finans*. (Dördüncü Baskı). İstanbul: Güzem Can Yayınları, 56.
- Seyidoğlu, H. (2003). Uluslararası mali krizler, IMF politikaları, az gelişmiş ülkeler, Türkiye ve dönüşüm ekonomileri. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4(2), 142.
- Sönmez, S. (2008). Türkiye’de devlet iç borçlanmasının işlevi ve gelişimi. Arslan, G. E. (Editör). *Çeşitli yönleriyle Cumhuriyetin 85. yılında Türkiye ekonomisi*. Ankara: Gazi Üniversitesi Hasan Ali Yücel Araştırma ve Uygulama Merkezi Yayını, No 4, 267.
- Sönmezler, G. (2008). Dışlama etkisi ve banka bilançolarına yansımaları: Türkiye örneği. *Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(1).
- Şahin, H. (2009). *Türkiye ekonomisi*. (Onuncu Baskı). Bursa: Ezgi Kitabevi, 39, 44-45.

- Şanlı, B. (2006). Enflasyon hedeflemesi uygulamaları ve Türkiye açısından değerlendirilmesi. *Kırgızistan-Türkiye Manas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı 16, 40.
- Takan, M. 2001. *Bankacılık Teori Uygulama ve Yönetim*. Birinci Baskı. Ankara: Nobel Yayınları, 21.
- TCMB. (2000). *TCMB 2000 Yılı Ekonomik Raporu*, 103.
- Tezel, Y. S. (1982). *Cumhuriyet döneminin iktisadi tarihi (1923-1950)*. (Birinci Baskı). Ankara: Yurt Yayınları, 158.
- TOBB. (2008). *Ekonomik rapor*. Ankara, 20.
- Togay, S. 1997. Para ikamesi -nedenleri ve yarattığı sonuçlar-. *Ekonomik Yaklaşım*, 8(26), 89.
- Tuncer, İ. ve Yüksel, C. (2011). Kamu harcamalarının ekonomik analizi. A. Kökocak (Editör), *Kamu ekonomisi*. Bursa: Ekin Yayınevi, 255.
- Turan, N., Kaya, M., Köker, M. ve Akkaş, H. (2012). Kamu borç yönetimi kapsamında dünyada ve Türkiye’de iç borçlanma piyasalarının gelişimi. C. Cangöz ve E. Balıbek (Editörler), *Hazine İşlemleri ve Çağdaş Hazine Yönetimi*. Ankara: Seçkin Kitabevi, 193.
- Tülümce, S. Y. ve Buyrukoğlu, S. (2013). Türkiye’de kamu ve özel yatırımlar arasındaki ilişkinin ampirik analizi: Dışlama etkisi (1980-2010). *Mali Çözüm Dergisi*, 119, 62.
- Türkiye Bankalar Birliği. (2014.). *Bankalarımız 2013*. İstanbul, 246.
- Uğur, A. A. ve Karatay, P. (2009). İkiz açıklar hipotezi: Teorik çerçeve ve hipoteze yönelik yaklaşımlar. *Sosyo Ekonomi*, 1, 118.
- Ulusoy, A. (2004). *Devlet borçlanması*. (İkinci Baskı). Trabzon: Üçyol Kitabevi, 2.
- Ulusoy, A. (2011). *Devlet borçlanması*. (Beşinci Baskı). Trabzon: Aksakal Kitabevi, 117.
- Uygur, E. (2001). Enflasyon, para ve mali baskı: İktisat politikasında geri kalmışlık. *İşletme ve Finans*, 16(189), 11.
- Uysal, D. ve Mucuk, M. (2003). Crowding-out (dışlama) etkisi: Türkiye örneği (1975-2000). *SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 5.

- Uzay, N. (2002). Kamu büyüklüğü ve ekonomik büyüme üzerindeki etkileri: Türkiye örneği (1970-1999). *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19.
- Woodford, M. (1996). Control of the public debt: A requirement for price stability?. *NBER Working Paper*, 5684, 19.
- Yalçın, K. (2008). *Uluslararası finansman*. Ankara: Gazi Kitabevi, 2.
- Yıldız, A. (2011). Osmanlı Devleti'nin borçlanmasında Osmanlı Bankası'nın rolü ve önemi. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(36), 322-323.
- Yılmaz, B. E. (2005). Enflasyon hedeflemesi ve Türkiye'de Türkiye'de enflasyon hedeflemesine geçiş bağlamında kamu dinamikleri baskısı. *İstanbul Üniversitesi Dergisi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 32, 96.
- Yılmaz, B. E. (2005). Kamu borç yönetiminde piyasa yapıcılığı sistemi. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Merkezi Araştırma Merkezi Konferansları*, 47 İstanbul, 68-69.
- Yılmaz, G. A. ve Yılmaz, A. (2007). *Türkiye'de borç sarmalı ve makro ekonomik istikrar*. İstanbul: Arıkan Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti., 11, 51, 53.
- Yılmaz, H. H. (2009). Enflasyon ve maliye politikası. N. Özkaramete Coşkun (Editör), *Türkiye ekonomisi: Yeni yapı*. Ankara: İmaj Yayınevi, 50-51.
- Yılmaz, Ö. ve Akıncı, M. (2012). Türkiye'de Cari Açıkların Belirleyicileri: Bir Zaman Serisi Analizi. *TİSK Akademi*, 11, 58.
- Yiğitbaş, Ş. B. 2009. Gelişen piyasa ekonomilerinde alternatif para politikası stratejileri, Türkiye ekonomisi açısından bir değerlendirme. *Yönetim ve Ekonomi "Celal Bayar Üniversitesi İİBF"*, 16(1), 221.
- İnternet: Bağımsız Sosyal Bilimciler 2006 Yılı Raporu. IMF gözetiminde on uzun yıl, 1998-2008: Farklı hükümetler, tek siyaset. (Haziran, 2006). Web: <http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org> adresinden 29 Mart 2014'te alınmıştır.
- İnternet: Baharumshah, A. Z., Lau, A. E. and Khalid, M. Testing Twin Deficits Hypothesis: Using VARs and Variance Decomposition. Web: <http://econwpa.wustl.edu:80/eps/if/papers/0504/0504001.pdf> adresinden 22 Aralık 2009'da alınmıştır.
- İnternet: Buiter, W.H. (2001). The fiscal theory of the price level a critique. *NBER Working Papers*, 3-5. Web: <http://www.nber.org/wbuiiter/index.htm> adresinden 1 Eylül 2001'de alınmıştır.

İnternet: Eğilmez, M. Kur rejimleri ve Türkiye uygulaması. Web: <http://www.mahfiegilmez.com/2012/10/kur-rejimleri-ve-turkiye-uygulamas.html> adresinden 14 Nisan 2015'te alınmıştır.

İnternet: Eğilmez, M. 2013. MB'nin "sterilizasyon politikası" ne anlama geliyor? Web: <http://t24.com.tr/haber/mbnin-sterilizasyon-politikasi-ne-anlama-geliyor> adresinden 14 Nisan 2015'te alınmıştır.

İnternet: Erdönmez, P. A. (2006). Aktif menkul kıymetleştirilmesi. *Bankacılar Dergisi*, 57. Web: <http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi57/menkulk%C4%B1ymetlestirme.pdf> adresinden 3 Mayıs 2007'de alınmıştır.

İnternet: Fayed, M. E. (2012). Crowding out effect of public borrowing: The case of Egypt. Web: <http://www.fesp-eg.org/wp-content/uploads/2012> adresinden 12 Ocak 2015'te alınmıştır.

İnternet: Karluk, R. S., Tonus, Ö. ve Çatalbaş, N. Güneydoğu Asya ve Rusya Krizi karşısında Türkiye. Web: [http://www.academia.edu/3320014/G%C3%BCneydo%C4%9Fu\\_Asya\\_ve\\_Ru\\_sya\\_Krizi\\_Kar%C5%9F%C4%B1s%C4%B1nda\\_T%C3%BCrkiye](http://www.academia.edu/3320014/G%C3%BCneydo%C4%9Fu_Asya_ve_Ru_sya_Krizi_Kar%C5%9F%C4%B1s%C4%B1nda_T%C3%BCrkiye) adresinden 8 Mayıs 2015'te alınmıştır.

İnternet: Krizler tarihi raporu. Web: <http://www.atonet.org.tr/yeni/index.php?p=276&l=1> adresinden 15 Ekim 2007'de alınmıştır.

İnternet: Para arzı sunumu. Web: [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr) adresinden 17 Eylül 2014 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Para ve banka istatistiklerinde yapılan yeni düzenlemelere ilişkin açıklama notu. Web: [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr) adresinden 20 Ekim 2009 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Parasız, İ. (2005). Fiyat düzeyinin mali teorisi (FTPL) ve Merkez Bankası'nın parasız para politikası. Web: [www.activeline.com](http://www.activeline.com) adresinden 30 Nisan 2005'te alınmıştır.

İnternet: Turan, Z. (2005). Türkiye ekonomisinde Kasım 2000-Şubat 2001 Krizleri. Web: <http://www.tuhis.org.tr/dergi/agustos2005/makalezTURAN.pdf> adresinden 15 Mayıs 2014'te alınmıştır.

İnternet: Türkiye'nin güçlü ekonomiye geçiş programı. Web: <http://www.tcmb.gov.tr> adresinden 20 Şubat 2009'da alınmıştır.

İnternet: Uygur, E. (2001) . Krizden krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri. Web: <http://www.tek.org.tr> adresinden 20 Mart 2015'te alınmıştır.

İnternet: Ünal, A. ve Kara, H. (2009). Küresel Kriz ve Türkiye. *Ekonomi ve Politika Araştırmaları Merkezi*. Web: <http://www.ekopolitik.org> adresinden 3 Ocak 2013'te alınmıştır.

İnternet: Yıldırım, O. Türk bankacılık sektöründe yaşanan finansal krizler(1980-2002): (Nedenleri, sonuçları ve ekonomik etkileri). Web: <http://www.biraz.gen.tr/bankacilik/turk-bankacilik-sektorunde-yasanan-finansal-krizler-1980-2002-nedenleri-sonuclari-ve-ekonomik-etkileri> adresinden 5 Mayıs 2015'te alınmıştır.

## ÖZGEÇMİŞ

### Kişisel Bilgiler

Soyadı, adı : Dadalı, Gonca  
Uyruğu : T.C.  
Doğum tarihi ve yeri :1988 ve Ankara

### Eğitim

Derece	Eğitim Birimi	Mezuniyet tarihi
Yüksek lisans	Gazi Üniversitesi SBE Maliye	2015
Lisans	Gazi Üniversitesi İİBF Maliye	2011
Lisans	Gazi Üniversitesi İİBF Ekonometri	2011
Lise	Kurtuluş Yabancı Dil Ağırlıklı Lisesi	2006

### İş Deneyimi

Yıl	Yer	Görev
2014	Gazi Üniversitesi İİBF Maliye	Araştırma Görevlisi

### Yabancı Dil

İngilizce

### Yayınlar

1. (2014). Vergi Uyuşmazlıklarının İdari Aşamada Çözümlemesinde Mükellef Hakları. F. Saraçoğlu (Editör), *Nilgün AKÇA'YA Armağan*. Ankara: Gazi Kitabevi, 133-156..



*GAZİ GELECEKTİR..*

