

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

**MALİYE ANABİLİMDALİ
MALİ İKTİSAT BİLİMDALİ**

**FİNANSAL SERBESTİ ORTAMINDA BORÇ
YÖNETİMİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

130494

HAYRETTİN TÜLEYKAN

Danışman : Doç. Dr. M.ALİ ÖZBUDUN

**T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ**

İSTANBUL, 2003

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
İÇİNDEKİLER	I
TABLolar	IV
GRAFİKLER	VI
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	4
1. PİYASA EKONOMİSİNİN TEORİK ÇERÇEVESİ	4
2. FİNANSAL BASKI KAVRAMI	6
İKİNCİ BÖLÜM	9
1. FİNANSAL SERBESTLEŞME	9
1.1. İç Finansal Serbestleşme	9
1.1.1. Mc kinnon-Shaw Hipotezi	10
1.1.2. Neo Keynesyen Teoride Finansal Serbesti	14
1.1.3. Yeni Yapısalcı Teori	17
1.2. Dış Finansal Serbestlik	20
1.2.1. Sermaye Hesabının Serbestleşmesi	21
1.2.2. Sermaye Kaçışı ve Para İkamesi	24
1.2.3. Shaw yaklaşımı	25
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	27
1. TÜRKİYE'DE FİNANSAL SERBESTLEŞME	27
1.1. Makro Ekonomik Gelişmeler	29
1.2. İç Finansal Serbestleşme ve Faiz Haddinin Seyri	32
1.2.1. Tasarruflar	37
1.2.2. Yatırımlar	40
1.3. Dış Finansal Serbestleşme: 1984 Sonrası	41
1.3.1. 32 sayılı karar	43
1.3.2. Finansal Serbestleşme Sürecinde Sermaye Hareketleri	46

1.3.3. Gelişmekte Olan Ülkelere Sermaye Ve Borç Akışının Genel Özellikleri	47
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM	51
1.FİNANSAL SERBESTLİK VE MAKRO EKONOMİK DENGELER ÜZERİNE ETKİLERİ	51
1.1. Faiz Oranı- Tasarruf ilişkisi	51
1.2. Faiz Oranı-Yatırım İlişkisi	53
1.3. Dış Finansal Serbestlik Sonrası	54
1.4. Finansal Serbesti Ortamında Karşılaşılan Olumsuzluklar	57
BEŞİNCİ BÖLÜM	61
1. BORÇ YÖNETİMİ	61
1.1. Borç Yönetiminin Amaçları	62
1.2. İç ve Dış Borçlanma Arasında Tercih	67
2.TÜRKİYE'DE DIŞ BORÇLANMA POLİTİKALARI VE BORÇ STOKUNUN GELİŞİMİ	68
2.1.Dış Borcun Vade Yapısı	71
2.2. Dış Borç Stokunun Döviz Kompozisyonu	73
2.3. Dış Borç Akışının Gelişimi	74
3. DIŞ BORÇLARIN MALİYETİ: FAİZ, KUR ETKİSİ VE DİĞER MALİYETLER	79
3.1. Ödenen Faizler	79
3.2. Diğer Maliyetler	80
4. DIŞ BORÇLANMA YÖNTEMLERİ	85
4.1.Klasik Finansman	85
4.1.1. Hükümet Kredileri	85
4.1.2. Çok Taraflı Kuruluşlardan Sağlanan Krediler	87

4.1.3. İhracat Kredileri	88
4.1.4. Ticari Krediler (Sendikasyon Kredileri)	89
4.2. Yap-İşlet-Devret/Yap-İşlet Yöntemleri	91
4.3. Sermaye Piyasaları	93
ALTINCI BÖLÜM	95
1. İÇ BORÇLAR	95
1.1. Türkiye'de İç Borçlanma Sisteminin Mevcut Yapısı	95
1.2. Bütçe Finansmanında Kullanılan Devlet Borçlanma Senetleri	İç 97
1.2.1. İhale Sistemiyle İhraç Edilen Devlet İç Borçlanma Senetleri	97
1.2.1.1. İskontolu Senetler	97
1.2.1.2. Enflasyona Endeksli Senetler	98
1.2.1.3. Sabit Faizli Kuponlu Devlet Tahvilleri	99
1.2.1.4. Değişken Faizli Devlet Tahvilleri	100
1.2.2. "Tap" Sistemiyle İhraç Edilen Devlet İç Borçlanma Senetleri	101
1.2.3. Doğrudan Satış Yöntemiyle İhraç Edilen Devlet İç Borçlanma Senetleri	101
1.2.4. Halka Arz Yöntemiyle İhraç Edilen Devlet İç Borçlanma Senetleri	101
1.3. Bütçe Finansmanı Dışında İhraç Edilen Özel Tertip Tahviller	102
1.3.1. İkras Tahvilleri	102
1.3.2. Tahkim Tahvilleri	103
1.3.3. Görev Zararları Karşılığı İhraç Edilen Tahviller	104
1.3.4. Faiz Ödemeleri Karşılığı İhraç Edilen Tahviller	104
1.4. İç Borçlar ve Para Piyasası	105
1.5. Toplam Kamu Borçları	106
SONUÇ	108
EK TABLolar	116
KAYNAKLAR	143

TABLolar

	Sayfa No
Tablo 1	Finansal Yapıda Derinleşme----- 34
Tablo 2	Tasarruf Oranları (1974- 2002) ----- 38
Tablo 3	Gelişmekte Olan Ükelere Toplam Sermaye Akışı----- 47
Tablo 4	Borç Yönetimi Göstergeleri----- 70
Tablo 5	Dış Borç Stokunun Döviz Kompozisyonu (1996-1999) (Milyon \$)----- 74
Tablo 6	Dış Borç Stokunda Çapraz Kur Etkisi ----- 83
Tablo 7	1997-2001 Yıllarında Toplam Kamu Borçları Ve GSMH Oranı (Trilyon TL)----- 106
Tablo 8	Gayri Safi Milli Hasıla----- 116
Tablo 9	Fert Başına Gsmh Ve Gsyih----- 117
Tablo 10	Yurt İçi Tasarrufların Ve Sabit Sermaye Yatırımlarının Gsmh İçindeki Payları----- 118
Tablo 11	Sabit Sermaye Yatırımları ----- 119
Tablo 12	Sektörler İtibariyle Sabit Sermaye Yatırımları ----- 119
Tablo 13	Sektörler İtibariyle Sabit Sermaye Yatırımları (Özel)----- 120
Tablo 14	Sektörler İtibariyle Sabit Sermaye Yatırımları (Kamu)----- 120
Tablo 15	Dış Ticaret Ve Cari İşlemler Dengelerinin GSMH'ya Oranları-- 121
Tablo 16	Toplam İhracat----- 122
Tablo 17	Toplam İthalat Rakamları (*)Ve İhracatın İthalatı Karşılama Oranı ----- 123
Tablo 18	Turizm Gelirleri----- 124
Tablo 19	Uluslararası Rezervler ----- 125
Tablo 20	Yabancı Sermaye----- 126
Tablo 21	Dış Borçlar----- 127
Tablo 22	Dış Borç Göstergeleri (Milyon \$) ----- 128
Tablo 23	Döviz Kurları ----- 129
Tablo 24	Başlıca Parasal Göstergeler (Milyar TL) ----- 130
Tablo 25	Aylık İç Borçlanma Faiz Oranları Ve Vade Yapısı ----- 131

Tablo 26	Konsolide Bütçe Gelir Ve Harcamalarının GSMH'ya Oranları --	132
Tablo 27	Konsolide Bütçe Gelir Ve Harcamalarının GSMH'ya Oranı (Devam) -----	133
Tablo 28	Konsolide Bütçeye İlişkin Bazı Göstergeler -----	134
Tablo 29	Konsolide Bütçeye İlişkin Bazı Göstergeler (Devamı) -----	134
Tablo 30	Konsolide Bütçe Vergi Gelirleri Borç Ödeme İlişkileri-----	135
Tablo 31	Konsolide Bütçe Vergi Gelirleri Borç Ödeme İlişkileri (Devamı)-----	135
Tablo 32	İç Borç Stoku (*) (Milyon TL)-----	136
Tablo 33	Özelleştirme Gelir Ve Giderleri-----	137
Tablo 34	Toptan Eşya Fiyat Endeksi (*)-----	137
Tablo 35	Borçlulara Göre Dış Borç Stoku (1965-1983)(Milyon \$)*-----	138
Tablo 36	Borçlulara Göre Dış Borç Stoku (1964-1983) (Milyon \$)-----	138
Tablo 37	Borçlulara Göre Dış Borç Stoku (1984-1996) (Milyon \$)-----	139
Tablo 38	1964-1998 Yılları Arasında Ödemeler Dengesi Kalemleri (Milyon \$)-----	140
Tablo 39	1983-1997 Yılları Arası Dış Borç Servisi (Milyon \$) -----	141
Tablo 40	1970- 1996 Yılları Arasında Kamu Dış Borçları -----	142

GRAFİKLER

	Sayfa No
Grafik 1 Büyüme Oranı Ve Tüketici Fiyat Endeksi-----	31
Grafik 2 GSMH Büyüme Oranları Ve Reel Faiz Oranı-----	32
Grafik 3 Toplam Dış Borç Stoku / GSMH-----	68
Grafik 4 Toplam Borç Stoku Vade Dağılımı-----	72
Grafik 5 Toplam Dış Borç Stoku İçindeki Kısa Vadeli Borçların Oranı-----	73
Grafik 6 Toplam Dış Borç Servisi-----	75
Grafik 7 Dış Borç Servisinin Cari İşlem Gelirine Oranı-----	77
Grafik 8 Dış Borç Servisi / İhracat Gelirleri-----	77
Grafik 9 Faiz Ödemeleri / İhracat Gelirleri-----	78
Grafik 10 Ortalama Dış Borç Faiz Oranları-----	79
Grafik 11 Dış Borç Ödemeleri (*)-----	80
Grafik 12 Dış Borçtaki Faiz Dışı Maliyetler-----	82
Grafik 13 Borç Stokunda Çapraz Kur Etkisi-----	85

GİRİŞ

Piyasa mekanizmasının en etkin üretim ve bölüşümü sağlayacağı ve bu dengenin, sınırlamalar kaldırıldığı takdirde uluslararası alanda da geçerli olacağı tezine dayanan piyasa ekonomisi sistemi 1970'li yıllardan itibaren bir çok gelişmekte olan ülke tarafından uygulanmaya başlamıştır.

Kaynak yetersizliği içinde olan bu ülkeler ödemeler dengesi açıklarını azaltmak ve büyümelerini finanse etmek için yurt dışı kaynaklara daha fazla ihtiyaç duyar hale gelmişlerdir. İki petrol krizi sonrası borçlarını ödemek için borçlanır duruma gelmeleri ve uluslararası finans kuruluşlarının da kredi sağlamak için serbestleşmeyi ön şart olarak ileri sürmeleri gelişmekte olan ülkeler için serbestleşmenin zorunluluk boyutunu oluşturur.

Bu tarihlerde, uluslararası toplantılarda ve uluslararası finans kuruluşlarının bildirimlerinde, gelişmekte olan ülkelerin başlatacağı serbestleşme uygulamalarının bu ülkelerin büyüme ve kalkınmalarını sağlamada büyük yararlar sağlayacağı savunulmaktaydı. Bu doğrultuda bir çok gelişmekte olan ülke dünya konjonktürünün etkisiyle serbestleşme yönünde politikalar uygulamaya başlamıştır. Gelişmiş ülkelerin serbestleşme isteklerinde istikrarlı bir ihracat piyasası görmek istemeleri ve uluslararası ticarete kararlara öncülük etme ve karar alma kabiliyetini ellerinde tutmak istemelerinin etkili olduğu söylenebilir.

Serbestleştirilmemiş gelişmekte olan ülkelerin belli başlı ortak ekonomik özellikleri şunlardır.

- ✓ yüksek enflasyon,
- ✓ para arzı ile finanse edilen büyük mali açık,
- ✓ sınırlı ve organize olmayan menkul kıymetler piyasası,
- ✓ yüksek tarife oranları,
- ✓ sermaye ithalatına ve ihracatına uygulanan kontroller

✓ kontrol altında bulunan faiz oranı

bu problemlerin bir kısmını veya tümünü yaşamış gelişmekte olan ülkelerde serbest piyasa ekonomisi uygulamaya konurken, istikrar politikaları da serbestleşme politikasıyla uyum sağlayacak şekilde değiştirilmiştir. Ancak bu düzenlemeler çoğu zaman yapısal problemleri çözememiş, gelişmekte olan bir çok ülke, ekonomik etkinlik, kaynak tahsisinde rasyonelleşme ve nihayet bunların getirisi olan istikrarlı büyümeyi sağlamada başarılı olamamıştır.

Serbestleşme politikalarının başarılı olması için her şeyden önce kamu ve para piyasası dengesinin sağlanmış olması gerekir. Fiyatlarda ve mali sektörde reformlar tamamlanmadan, makro ekonomik denge kurulmadan ve parasal politikalar üzerinden kaybolacak otonomiye telafi edecek araçlar oluşturulmadan finansal serbestliğe gitmek yanlıştır. Dış finansal serbestlikten önce kamu tüketim ve yatırım harcamalarının kısılması, sübvansiyonlara son verilmesi, kamu teşekküllerinin özelleştirilmesi, arzı teşvik eden, üretimi daha rekabetçi hale getiren ve sermaye kaçışını engelleyen bir vergi reformunun yapılması gerekir.

İç borçlanma yoluyla, kamu otoritesinin kaynak çekebilmesi için piyasa şartlarından daha yüksek faiz oranı sunması gerekir. Ancak borç bileşiminde faiz yükünün artması gelecek dönem borcunun artması demektir ve Serbestleştirilmemiş ekonomiye göre daha maliyetli olur.

Para basımının enflasyonist etkisinin bir ölçüde engellenmesi, para talebinin artmasına bağlıdır. Buda para dışı likit varlıklar olmadığında mümkündür. Çünkü enflasyon kaybını gidermek için para talep edilmek zorundadır. Oysa dış serbestleşme sonrası döviz yerli paranın işlevlerini karşılar. Yerli paranın değeri aşındığında döviz ile ikâme edilecektir. Dolayısıyla dış serbestleşme sonrası kamu otoritesinin enflasyon vergisi salabilme imkânı ortadan kalkarken para ikâmesi sebebiyle yerli para sürekli değer kaybeder. Hızlanan para ikâmesinin ithal girdiler yoluyla ve yerli para cinsinden artan dış borç yükünün getirdiği kaynak ihtiyacı sebebiyle enflasyonist etkisi olur. Enflasyon- para ikâmesi- enflasyon kısır döngüsü meydana gelir.

Türkiye ekonomisinin 80 sonrası deneyiminde söz konusu gelişmeler yaşanmıştır. Borçluluk, serbestleşme sonrası dış borç yükünü artırma yönünde etki yapmıştır. 1980'lerin ilk yarısında sağlanan dış borç ekonominin sıkıntılarını gidermiş fakat alınan borçların vadesi dolmasıyla beraber kaynak ihtiyacı baş göstermeye başlamıştır. İç ve dış serbestleşme ile ilgili problemler kendini göstermiş fon sağlamanın maliyeti yükselmiş ve ödemeler dengesi açığı artmıştır.

Dış serbestleşme sonrası sermaye kaçışını engelleyebilmek için, yurt içi finansal varlıkların getirisinin yurt dışı finansal varlıkların getirisine en azından eşit olması gerekir. Özellikle de yüksek oranda devalüasyon ve ülke riski söz konusuysa yurt içi faiz haddi yüksek bir trend izlemek zorundadır. Enflasyonun engellenmesi ve yerli paranın dövize göre daha az tercih edilir olmasının da önüne geçilmelidir.

Bu çalışma altı bölümden meydana gelmektedir. Birinci bölümde liberal ekonomi sisteminin teorik çerçevesi açıklandıktan sonra finansal baskı kavramı anlatılacaktır. İkinci bölümde finansal serbestleşme, iç ve dış finansal serbestleşme ve serbestleşmeye karşı görüşler ele alınacaktır. Üçüncü bölümde Türkiye'de finansal serbestleşme , serbestleşme sürecinde sermaye hareketleri ve gelişmekte olan ülkelere sermaye hareketlerinin genel özellikleri anlatılacaktır. Dördüncü bölümde Finansal serbestleşmenin makro-ekonomik dengeler üzerine etkileri ve finansal serbesti ortamında karşılaşılan olumsuzluklar; beşinci bölümde borç yönetimi,Türkiye'de borçlanma politikaları, dış borçların maliyeti ve bölümde dış borçlanma yöntemleri; altıncı bölümde Türkiye'de iç borçlanma sisteminin mevcut yapısı, iç borçların piyasa etkileri ve toplam kamu borçları konuları anlatılacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. PİYASA EKONOMİSİNİN TEORİK ÇERÇEVESİ

Klasik doktrinin ana felsefesi "bırakınız yapsınlar, bırakınız geçsinler" sloganıyla ifade edilir. Buna göre devlet iktisadi faaliyetlerde şahısların bağımsız hareketlerine müdahaleden mümkün olduğunca kaçınmalıdır. Şahıslar her ne kadar özel kâr amacıyla hareket etseler de neticede bu aslında toplum çıkarlarına hizmettir. Bu kural iç ticarete geçerli olduğu gibi dış ticarete de geçerlidir. Dış ticaret devlet tarafından serbest bırakılmalıdır. Çünkü serbest ticaretin görünmez eli dünya refahını maksimum yapacaktır.

Şahıs kendi çıkarlarını sağlamak için çalıştığında tabii kanun gereği toplum çıkarlarını da sağlayacaktır buna göre, devletin iktisadi hayata karışmaması gerekir. Tabii düzende devletin üç temel görevi vardır. a) Yönetim ve adalet b) Milli savunma c) Kârlı olmadığı için özel sektör tarafından yapılmayacak fakat toplum ihtiyaçlarının karşılanması için zaruri olan işlerin yapılması (yollar, limanlar, köprüler gibi sosyal sermaye yatırımları).

Klasik liberal teori tam rekabet piyasasının varlığını kabul eder. Bu piyasa şu özelliklere sahiptir.

- ✓ Alıcı ve satıcıların sayısı çoktur. Hiç biri herhangi bir şekilde fiyatları etkileyemez.
- ✓ Mal homojendir. Alıcılar piyasadaki malları aynı görürler ve böylece bir firmanın malını diğerine tercih etmezler tamamen kayıtsızdırlar.
- ✓ Fiyatların serbestçe oluşmasını engelleyen bir durum yoktur. Piyasaya giriş çıkış serbesttir.
- ✓ Alıcı ve satıcılar fiyat ve miktar üzerinde tam bir bilgiye sahiptirler.

- ✓ Endüstriler arasında üretim faktörlerinin tam bir akıcılığı (mobillitesi) vardır.
- ✓ Ekonomi daima tam istihdamdadır.

Liberal doktrin bu varsayımların gerçekleşmesi durumunda serbest ticaretin – ve piyasa güçleri ve ülkelerin karşılaştırmalı üstünlüklerinin-, üretimi daha az verimli alanlardan daha çok verimli alanlara kaydırarak etkin üretim ve bölüşümü sağlayacağı, verimliliği artırarak büyüme ve refahı gerçekleştireceğini ileri sürmektedir.

Liberal ekonomi sistemi esas itibariyle özel teşebbüse ve serbest rekabete dayanan; kaynak dağılımında yine esas itibariyle fiyat mekanizmasının ve dünya fiyatlarının hakim kılındığı; devlet müdahale ve yatırımlarının asgari düzeye indirildiği kamu sektörünün GSMH içindeki payının düşürüldüğü; kamu yatırımlarının daha ziyade alt yapı yatırımlarına hasredildiği bir ekonomik sistem olarak tanımlanabilir.

Liberal ekonomide dış ticaret alanında ve döviz işlemlerinde serbesti asıldır.

Korumacılık terk edilerek ithalatta serbestleşmeye gidilir. Katlı döviz kuru yerine tek döviz kuru uygulanır. İthal ikâmesi yerine dünya piyasa fiyatları ve denge döviz kuru ilkesi uygulamaları çerçevesinde ihracata dönük bir ekonomi hedef alınır.

Liberal ekonominin temel unsurları şu noktalarda toplanabilir;

- ✓ Özel teşebbüsün esas alınması.
- ✓ Fiyatların piyasada gerçekleşmesi.
- ✓ Şeffaf piyasa ve serbest rekabet.
- ✓ Devlet müdahalesinin asgariye indirilmesi.
- ✓ Döviz işlemlerinde serbesti.

- ✓ Denge döviz kuru uygulaması.
- ✓ Miktar kısıtlamalarının kaldırılması.
- ✓ Gümrük vergilerinin düşürülmesi.

Liberal iktisadi öğretiyi haklı göstermek üzere teoriler kuran iktisatçılar üç iktisat okulunda toplanmaktadır. Fیزیokratlar, klasik okul ve neo klasik okul. 18. yy.dan günümüze kadar süregelen dönemde kurulan teorilerin temel hedefi liberalizm felsefesi kaynaklarından elde edilen ilkelerin savunulması, belirli bir toplum düzeninde en iyi ve en adil düzen olduğunun ispatlanmasıdır.

2. FİNANSAL BASKI KAVRAMI

Finansal baskı (financial repression) kavramı, enflasyonist ortamda fiyatların piyasa şartlarında serbestçe belirlenmesine izin verilmemesi anlamına gelir. Baskılanmanın sebebi kamu kesimine kaynak aktarılması isteği yada zorunluluğudur. Fiyatların rekabet şartlarında belirlenmesi engellenerek kamu kesimine kaynak aktarılır.

Baskılanmış bir ekonomide (Financially repressed economy) faiz haddi ve döviz kuru olması gereken düzeyden düşük olarak belirlenir. Enflasyonun varlığı halinde , faiz haddi sıfır hatta negatif olarak belirlenir. Yerli para aşırı değer kazanır. Kredi tayınlanır ve mevduat munzam karşılık oranları yüksektir.

Sıfır yada negatif faiz haddi cazip olmadığından -sabit döviz kuru altında- baskılanmış faiz haddi bankacılık sisteminde tutulan paranın azalmasına sebep olur. Tasarruflar altın ve benzeri geleneksel yatırım araçlarında yada taşınmazlarda tutularak enflasyonun olumsuz etkisi giderilmeye çalışılır. Böylece tasarruflar bankacılık sisteminin dışına kayar ve kredi hacmi reel olarak daralır. Bu toplam tasarrufların azalması ve/veya yatırım için ayrılacak fonların azalması anlamına gelir.

Baskılanmış faiz haddinin özel kesim tahvillerine talebi arttıracığı düşünülebilir. Ancak bu doğru değildir. Özel kesim tahvilleri vergilendirilerek, devlet tahvilleri vergiden muaf tutularak fonların kamu kesimine yönlendirilmesi sağlanır.

Ekonominin baskı altında tutulmasının sebebi kamu kesimine kaynak aktarmaktır. Kamunun kontrolünde olmayan piyasalara ve varlıklara fon akımı engellenir. Bu piyasaların gelişmesi halinde kamuya yönelen kaynak azalacağından bu piyasaların gelişip rakip olması istenmez.

Düşük mevduat faiz oranı bire bir düşük faizli kredi anlamına gelmese de kredi faizleri de baskılanmanın etkisiyle genellikle düşüktür. Kredi faizlerinin düşük olması borçlanma ile yatırımlarını finanse eden firmaların yatırım talebini artırır. Hatta düşük getirili yatırımlara bile talep artar. Fakat bu talep artışı kredi tayinlenmesinin da sebebidir. Düşük kredilere aşırı talep, kredi vermede daha seçici davranma mecburiyetini getirir. Kredi vermede yatırımın getirisinden çok, işlem maliyeti , projenin başarı şansı, kefilin saygınlığı ve politik güç etkili olur (Fry, 1988, s.18). Politik güç baskılama olmadığı durumlarda düşük getirisinden dolayı kredi alamayacak projelerin dahi kredi almasına sebep olabilir.

Baskılanmış faiz haddinin yatırımlar üzerindeki etkisi, düşük faizli kredilerin ve tayinlamanın yatırımlar üzerinde yaptığı etkilere bağlıdır. Ancak baskılanmış faiz haddi, tasarruf hacminde dolayısıyla kredi arzında daralmaya sebep olursa ve firmaların başlıca finansman kaynağı banka kredisi ise yatırımlarda azalma beklenir.

Baskılama kamuya kaynak aktarma aracı olarak kullanılır. Fakat bu kaynak hükümetçe öncelik verilen sektörlerle yönlendirilebilir. Öncelikli sektörlerle kaynak aktarımı finansal piyasaların bölünmüş ve sınırlanmış olmasıyla sağlanır. Bunun tersi durumda finansal sistem kaynakları en yüksek getiriye sahip sektörlerle dağıtır. Kaynakların bölüşümünde bütün sektörlerin denk tutulması daha çok kaynak sağlanması gereken sektörün bu kaynaktan mahrum kalması anlamına gelir.

Baskılanan ikinci fiyat olan döviz kurunun aşırı değerlendirilmiş olmasında iki hedef vardır. Birincisi dış borç yükünün kura bağılı olarak artmasını önlemek. İkincisi ise para talebini canlı tutarak senyoraj vergisi toplamak ve böylece kamu kesimi harcamalarını topluma finanse ettirmek.

Baskılanmış ekonomide büyüme iç talep eksenindedir. Aşırı değerlenmiş yerli para dış ticarete karşılaştırmalı üstünlüğün kaybedilmesi ve dış ticaret açığı şeklinde kendini gösterir. Bu yüzden aşırı değerlenmiş kurun olumsuz etkilerinin dış ticaretten sağlanacak fayda ile telafi edilemeyeceği düşünülmektedir.

Özet olarak faiz haddinin düşük tutulmak istenmesinin sebebi iç borçlanmanın maliyetini düşürmek ve öncelikli sektörler kaynağı aktarmak , döviz kurunun aşırı değerli tutulmak istenmesinin sebebi dış borç maliyetini düşürmek ve para talebini canlı tutarak kamu harcamalarını topluma finanse ettirmek diyebiliriz.

İKİNCİ BÖLÜM

1. FİNANSAL SERBESTLEŞME

Finansal serbestleşme borç alacak ilişkilerine girme ve varlık tutmakta varolan fiyat ve miktar kısıtlamalarının kaldırılmasıdır. İç finansal serbestleşme bu esnekliğin yerleşiklerin yerleşiklerle olan ilişkilerinde geçerli olması, dış finansal serbestleşme ise yerleşik-yerleşik veya yerleşik yerleşik olmayan ilişkilerinde yabancı para ile birimlendirilmiş aktifler için geçerliliği anlamına gelir.

Serbestleşme deneyimlerinde genel olarak teoride tavsiye edilen sıralama izlenerek önce iç piyasa sonra sermaye hareketleri serbestleştirilir. Ödemeler dengesi açısından bakıldığında ise önce cari işlemler hesabı sonra sermaye hesabı serbestleştirilir.

Çeşitli ülkelerde serbestleşme uygulamaları, enflasyonun kronikleştiği, büyümenin tıkanıdığı ve sermaye kaçışının hız kazandığı bir ortamda uygulamaya konmuştur. Serbestleşme ile kaynak mobilizasyonunu sağlamak, tasarrufları ve büyümeyi artırmak, dış dünyadan kaynak aktarabilmek ve yüksek düzeydeki enflasyonu düşürmek hedeflenir.

Aynı deneyimi paylaşan ülkeler arasında Latin Amerika ülkeleri kötü örnek olarak gösterilirken, G. Kore ve Taiwan gibi kimi Uzakdoğu ülkeleri ise başarılı bulunur.

1.1. İç Finansal Serbestleşme

İç finansal serbestleşme, yerleşiklerin yine yerleşikler ile borç alacak ilişkilerine girme varlık tutmakta var olan fiyat ve miktar sınırlamalarının yumuşatılması yada kaldırılması anlamına gelir. Temel olarak yurt içi faiz oranlarının kaldırılması ile başlar. Bununla beraber munzam karşılık oranlarının düşürülmesi, bankacılık sistemine yeni bankaların girmesinin kolaylaştırılması , rekabetin sağlanmaya çalışılması, sermaye piyasasının gelişiminin teşvik edilmesi, finansal aktif çeşitliliğinin teşvik edilmesi, gerekli kurumsal yapıların

oluşturulması, piyasalarda bilgi akışının etkinleştirilmeye çalışılması, selektif kredilerin kaldırılarak piyasaların kaynak bölüşümünün sağlanması gibi niceliksel ve niteliksel düzenlemeler de iç finansal serbestleşme kapsamındadır.

Finansal serbestleşmeyi savunan görüş, Mc kinnon- Shaw hipotezidir. Serbestleşme olgusuna eleştirel yaklaşan görüşler ise Neo-Keynesyen ve Yeni Yapısalcılardır.

1.1.1. Mc kinnon-Shaw Hipotezi

Finansal Serbestleşmenin büyüme için gerekliliğini savunan görüş Stanford Okulu yada Mc kinnon- Shaw hipotezi olarak bilinir ve "Finansal Baskı" teorisine dayanır.

Mc kinnon ve Shaw liberal iktisatçılardır. Fakat neo klasik ekolün bazı varsayımlarını eleştirirler, geri kalmış ülkelerin yapısına uygun bulmazlar. Mesela, geri kamış ülkelerin baskılanmış piyasalarının türdeş olmadığını tek bir fiyat oluşmasının imkânsızlığını savunurlar. Veya Mc kinnon, neo klasik ekolün likidite tercihi ile yatırım talebi arasında ikâme ilişkisi olduğu varsayımına karşı çıkar ve buna karşılık paranın, sermaye ve yatırımın kaynağı olduğunu bu sebepten ikâme ilişkisi değil tamamlayıcılık ilişkisinin olduğunu savunur. Bununla beraber finansal piyasalar serbestleştirildiğinde piyasaların bölünmüşlüğü ortadan kalkacağını, işlem maliyetinin azalacağını, kısacası piyasanın kendi kendine dengeye geleceğini, bu noktanın optimal olacağını ileri sürerler. Neo Keynesyen ve Yapısalcılarla temelde anlaşamadıkları nokta da burasıdır zaten.

Finansal baskı teorisine göre, finansal piyasalar-reel kesim ilişkisinde Reel kesim finansal piyasaları (yani para ve sermaye piyasası) etkilediği gibi finansal piyasalar da reel kesimi etkilemektedir. Para sadece araç değildir (Shaw, 1973, s.60). Bu sebeple finans kesiminin reformu önemlidir. Ekonominin baskılanması büyümenin önünde engeldir. Finansal Serbestleşme ile büyüme arasında pozitif bir ilişki vardır. Bu sonuca ulaşırken Mc kinnon ve

Shaw'ın kurdukları modeller ve varsayımlar farklıdır. Ancak iki görüş birbirini tamamlar.

Mc kinnon'a göre yurt içinde faiz hadleri serbest bırakıldığında toplam tasarruflar artar. Bankalarda mevduat olarak tutulan bu tasarruflar ise yatırımla için kaynak oluşturur. Tasarruflar arttığı için yatırımlarda artar, dolayısıyla büyüme sağlanır. Shaw'da aynı olayı finansal derinleşmenin sağlanması ve finansal aracılığın yoğunlaşması sayesinde finansal piyasaların etkinliğinin artması, işlem maliyetinin düşmesi, tasarrufların ve yatırımların artması şeklinde ifade eder. Hem Mc kinnon hem Shaw tayinlamanın ortadan kalkarak yatırımların ve yatırım etkinliğinin artacağını savunur. İki yaklaşım birbirini tamamlar.

Her iki teorisyende de özel kesimdeki ajanlar özel sektör adı altında toplanır (Akyüz, 1991, s.2). Hane halkları ve firmalar şeklinde bir bölüşüme gidilmez. Dolayısıyla bölüşüm ile ilgili meselelerde söz konusu değildir. Fakat kullandıkları para talebi fonksiyonu ve serbestleşmenin varsaydıkları işleyiş mekanizmaları farklıdır.

Mc kinnon'a göre, faiz haddine tavan belirlenmesine son verildiğinde şahısların tasarruf yapma güdüsü artar ve dolayısıyla toplam tasarruflar artar. Tasarrufların yatırıma yönlendirilmesi ile büyüme sağlanır.

İki tip mal vardır. Para ile altın (yada enflasyonun olumsuz etkilerini gidermek için elde tutulan başka bir mal) . Faiz haddinin artması sonucu şahıslar gelecek dönemdeki gelirlerini artırmak isteğiyle tüketmekten vazgeçmeleri (ikâme etkisi) ve tasarrufların artması beklenir.

Para talebi, GSMH'in (Y), Gayri Safi Yatırımların GSMH içindeki oranının (I/Y) ve reel mevduat faiz oranının (nominal mevduat faiz oranı (d) – beklenen enflasyon oranı (μ)) bir fonksiyonudur. (Fry 1988 , s. 21)

$$M/P = f (Y, I/Y, d - \mu)$$

Yatırımlar ise fiziki sermayenin ortalama getirisi (r_t) ve reel mevduat faiz haddine bağlıdır. Faiz haddi hem yatırımları hem de para talebini etkilemektedir.

$$I/Y = f(r_t, d - \mu)$$

Mc Kinnon, para talebi ve yatırım talebi arasında "tamamlayıcılık ilişkisi" olduğunu ileri sürer ve Neo Klasiklerin ve Keynes'in bu değişkenler arasında "ikâme ilişkisi" olduğu varsayımlarını eleştirir. Şahısların tercihlerini elde para tutmaktan yana kullanmalarının yatırımları olumsuz etkilemeyeceğini, para ve sermaye arasında tamamlayıcılık ilişkisi bulunduğunu, likidite tercihinin sonraki zaman dilimlerinde yatırımların kaynağı olacağını savunur.

Para talebi yatırım talebi arttığında, yatırım talebi de reel faiz oranı arttığında artar.

Mc Kinnon'un modelinde tamamlayıcılık ilişkisi, dışsal para (Outside Money) varsayımından kaynaklanır. Dışsal para, kamu otoritesi ve bankalar gibi para üreten kurumların borcudur ve özel sektörün net servetini değiştirir. Özel sektör içinde finansal aracılık ve borçluluk ilişkisi yoktur. Dışsal para sebebi ile şahıslar kendi servetleri ile kısıtlanır. Borçlanma imkânları yoktur dolayısıyla dışsal para tamamlayıcılık ilişkisini gerekli kılar.

Faiz haddi artışı ile tasarruf artışı arasındaki aynı yöndeki ilişki iki yönden kurulur. Birincisi tamamlayıcılık ilişkisi ve dışsal paranın varlığıdır. İkincisi yatırım yapma niyetinde olmayan tasarruf sahiplerinin gelecek dönem gelir ve harcamalarını artırmayı tercih ederek, faiz geliri karşılığı bugünkü harcamalarından vazgeçmeleridir. Bu kredi hacmini genişletir.

Tasarruflar gelirin tüketilmeyen bölümü olduğuna göre faiz haddindeki değişimin tasarruf ve tüketim arasındaki dağılımı etkilemesi beklenir. İkâme etkisi tasarrufların artması, gelir etkisi ise tasarrufların azalmasına sebep olur. Faiz haddinin tasarrufları artırma etkisi gelir ve ikâme etkilerine verilen görece öneme yani tasarrufların faiz esnekliğinin yüksek olup olmamasına bağlıdır. Mc Kinnon ve Shaw'a göre bu esneklik yüksektir.

Mc kinnon faiz haddi üzerindeki baskının kaldırılması gerekliliğine tek istisna olarak ekonomide finansal dengesizlik olması yani ekonomide ahlâkın yıpranmış kurumsallaşmanın tamamlanmamış olması halini gösterir. Ekonomide böyle bir istikrasızlık varsa finansal serbestliğe gitmenin istikrarsızlığın artmasına sebep olacağını ve bu durumda faiz haddine tavan konulması gerektiğini belirtir. (Cottani ve Cavalla, s.10)

Shaw serbestleşmenin faydalı olmasını finansal aracılığın artmasına ve finansal derinleşmenin sağlanmasına bağlar. Finansal piyasalardaki derinleşmenin tasarrufları verimli alanlara yönelteceğini ve etkin yatırımlar arasında bölüştüreceğini savunur. (Shaw 1973, s.10)

Faiz haddi arttığı zaman tasarruf eğilimleri artacak, likidite tercihi azalacaktır. Finansal araçlarda toplanan tasarruflar kredi arzının artmasını ve yatırımların iyileşmesini sağlar. Tasarrufların sistem içinde değerlendirilmeye yönelmesi ile birlikte finansal araçlarda çeşitlilik artar, finansal aracılık yoğunlaşır ve finansal derinleşme hız kazanır. [(Finansal derinleşme ekonomide kaydi para oranının artması anlamına gelir. Bazı yazarlar derinleşme ölçütü olarak $M2 / GSYİH$ oranını alırken, bazıları $M3/GSYİH$ oranını almanın daha doğru olacağını öne sürmektedirler. Çünkü tasarruflar her zaman bankacılık sistemine yönelmeyebilir. (Dornbusch ve Reynoso 1993, s. 70)]

Finansal derinleşmenin çeşitli göstergeleri vardır. Her şeyden önce finansal derinleşme ile birlikte ekonomide likidite artar. Finansal varlıkların vade yapısı daha uzun dönemli olur ve daha çok kimse borçlanma imkânı bulur. Finansal varlıklarda çeşitlenme artar. Finansal akımlar ekonominin ihtiyacına cevap verebilir duruma gelir. Faiz hadleri yüksektir ancak mevduat ve kredi faizleri arasındaki fark rekabet sayesinde azalır.

Finansal serbestleşme sonrası, hem özel sektörün hem de kamu sektörünün tasarrufları artar. Baskılanmış ekonomide kamu girişimlerinin kârları ve vergi gelirleri enflasyon sebebi ile erir. (Shaw 1973 s.7-9)

Tasarruf artışının yanı sıra , faiz haddi yüksek tutulduğu için sermaye kaçıı engellenir. Yurt dışı imkânlarından daha fazla yararlanıldığı için dış yardıma başvuru azalır. (Shaw.1973 s.10)

Shaw analizinde Mc kinnon'dan farklı olarak İçsel Parayı (Inside Money) kullanır. İçsel para özel sektörün net servetini değiştirmez. Çünkü özel sektör ekonomik ajanları arasında borç alacak ilişkisi vardır. Birinin borcu diğerinin alacağıdır. Borçlar ve alacaklar birbirleriyle denkleştiği için net servette bir değişiklik olmaz.

Shaw'a göre para talebi, reel GSMH'a, paranın fırsat maliyetine (v) ve reel mevduat faiz haddine bağlıdır (Fry 1988, s. 22)

$$M/P = f(Y, v, d - \mu e)$$

İçsel paranın kullanılması sonucu, firmaların yatırım talebi kendi öz kaynakları ile sınırlanmaz. Borçlanarak yatırımları finanse edebilirler. Yatırımların hacmi kredi taleplerinin karşılanıp karşılanmamasına ve tasarrufların yeterliliği ile sınırlanır. Faiz haddinin piyasa güçlerince belirlenmesi ekonomide finansal aracılığı ve verimliliği artırır.

Mc kinnon ve Shaw modelleri klasik bir anlayış olan yatırımların tasarruflar tarafından belirlendiği varsayımına dayanır (Gibson ve Tsakalotos, 1994, s.587). Az gelişmiş ülkeler ile gelişmiş ülkelerin farklı yapıları olduğunu söylemelerine rağmen piyasaların işleyişini yine piyasalara bırakarak aksaklıkların giderileceğini belirtirler. Bu görüşleri Neo Keynesyen ve Yeni Yapısalcılar tarafından eleştirilir.

1.1.2. Neo Keynesyen Teoride Finansal Serbesti

Neo Keynesyenler Mc kinnon-Shaw hipotezini makro ve mikro plânda eleştirirler. Makro düzlemde ilk eleştiri piyasaların kendi işleyişine bırakıldığında dengeye gelmesinin kesin olmadığı ve faiz haddindeki değişmelerin tasarruf ve yatırımı dengelemek zorunda olmadığıdır. Ayrıca yatırım yapılmasında en önemli faktörün faiz haddinin olmadığı gelecek dönem talebi hakkında

beklentiler ve içgüdü olduğu şeklindedir (Gibson ve Tsakalotos, 1994, s.603-604).

İkinci olarak büyümenin tasarruf artışı ile sağlanamayacağını savunurlar. Keynesyen yaklaşımın çekirdeğini efektif talep yaklaşımı oluşturur. Büyüme için efektif talep sağlar. Tasarruf artışı efektif talebin azalmasına sebep olduğu için durgunluğa sebep olur (Gibson ve Tsakalotos, 1994, s.607). Tasarruflar yatırım artışını sağlamaz aksine yatırım isteğinin olması tasarruf etme isteğini kamçılar.

Tasarrufların faiz haddine değil gelire duyarlı olduğunu savunurlar. Bu yüzden faiz haddinin artması ile tasarrufu yükseltmek mümkün değildir. Faiz haddi ancak tasarrufların nereye yöneleceğini belirler. Finansal baskı teorisinde belirtildiği gibi bankalardaki mevduatların artması tasarrufların atmasını değil görece yüksek getiri sunulması sebebiyle var olan tasarrufların bankacılık sektörüne yönelmesini sağlar.

tasarrufların kurumsallaşmamış piyasadan bankalara yönelmesinin stagflasyona sebep olacağı savunulur. Çünkü bankacılık sisteminde mevduat munzam karşılıkları gibi araçlarla sistemden para çekilir ve kredi arzı daralır. Mevduat artışı birebir kredi artışına dönüşmez.

Neo Keynesyen modeller de yapısalcı modeller gibi ekonomik yapılar önemlidir. Piyasa denge fiyatını etkilemeyecek atomize birimlerden oluşmaz. Bu ekonomik politikaya bazı sınırlamalar getirir. Piyasada oluşan fiyatlar kurumlarca etkilenir. Bu yüzden müzayedeci yaklaşımı benimsemezler. Piyasanın kendi dengesini bulmasının mümkün olmadığını müdahale gerektiğini savunurlar.

İki görüşte kurumlar arası gelir bölüşümüne önem verirler. Tasarrufların artıp artmaması faiz gelirini hangi kesimin elde ettiğiyle yakından ilgilidir. Tasarruf artışını gelir artışının yanı sıra gelir bölüşümü de etkiler.

Mikro düzlemde de eleştirileri vardır. Keynesyenlere göre finansal piyasalar mükemmel değildir. Rekabetçi dahi olsalar piyasalarda yapısal düzenlemelerden dolayı tayinlama olacaktır. Finansal baskı teorisinde

yatırımların artmasının tasarruf artışının dışında diğer bir sebebi finansal serbestleşme ile beraber tayınlamanın olmamasıdır. Faiz piyasa şartlarında belirleneceği düzeyin altında belirlendiği zaman fon talebi tayınlanır. Çünkü düşük faiz haddinde kredi arzının kredi talebini karşılaması mümkün değildir. Düşük faiz haddinde firmalar yatırım projelerinin getirisiyle sınırlanmazlar. Getirisi düşük olan projelerde (politik etkilerle) kredi kullanabilirler.

Bankacılık sisteminde önemli olan sisteme giren tasarrufların ne oranda yatırıma dönüştüğüdür. Bu konuda piyasalar rekabetçi de olsa tayınlamanın olacağı eleştirisi getirilir. Çünkü kredi piyasasının diğer piyasalardan farklı olduğu kusurlar içerdiği öne sürülür.

Finansal piyasalar örgütlenme bakımından piyasa merkezli ve bankacılık sistemi merkezli olmak üzere ikiye ayrılır. A.B.D ve Avrupa ülkelerinin hepsi ve Türkiye piyasa merkezli, sisteme sahiptir. Almanya ve Japonya ise bankacılık sistemi merkezlidir.

Piyasa merkezli yapıda firmalar kesimi ile finans kesimi iki ayrı taraftır ve aralarında organik bağlantı yoktur. Banka merkezli piyasada ise borç veren bankanın borçlu şirketin gerçek potansiyelinden haberdar olması, hatta yönetim kuruluda temsilci bulundurarak projenin gelişimini izlemesi gibi bilgilenmede kredi arz eden ile talep arasındaki asimetriyi gideren bir ilişkiler bütünü vardır. (Akyüz, 1988, s.42)

Tayınlamanın başlıca sebebi bilgi eksikliği ve kâr zarar paylaşımında simetri olmamasıdır. (Cattoni ve Cavalla 1993, s. 49-52) Borç veren ve borçlu arasında mükemmel ve simetrik bilgi akışı yoktur. Yatırımların yeterince kârına ortak olamayan ancak zararını paylaşmak zorunda kalan bankalar, faiz haddi serbest dahi olsa piyasada düşük faiz uygulayıp tayınlamaya gidebilirler.

Faiz haddi yükseldiği zaman, açılan kredilerin bankaya dönmeme ihtimali dolayısıyla bankanın riski artar. Yüksek kredi hadlerinde kredi almak için riskli proje yürüten yatırımcılar talip olduğu gibi, getirisi daha az fakat garantisi daha fazla yatırımları tercih edecek yatırımcılarda yüksek kredi

faizlerini karşılayabilmek için riskli ve getirisi yüksek yatırımlara yönelirler. Bu iki etki sebebiyle, kredi arzı, faiz hadlerinin azalarak artan bir fonksiyonudur. Fakat belli bir faiz haddinden sonra mutlak olarak azalır (Cattoni ve Cavallo, s. 52)

Gelişmekte olan ülkelerin finans piyasalarındaki başlıca problem kurumsal düzenlemelerin eksik olmasıdır. Faizler serbest bırakıldığı zaman Finansal kurumlar arasında yüksek faizleri finanse edebilmek için rekabet başlar ve getirisi yüksek garantisi az alanlara yatırım yapmaya yönelirler. Yeterli denetimin yokluğu da buna zemin hazırlar. Sonuç olarak finansal kurumsallaşma ve derinleşme sağlanmadığı sürece istikrarsızlık kaçınılmazdır.

Serbestleştirilmiş ekonomilerde yatırımın değil tüketici kredilerinin arttığı (Akyüz, 1988, s. 35) ve ekonomik büyümeyi sağlayan asıl faktörün makroekonomik istikrar olduğu da getirilen eleştiriler arasındadır (Dornbusch ve Reynoso, 1993, s.36).

1.1.3. Yeni Yapısalcı Teori

Finansal serbestleşme yaklaşımına eleştirilerini sistemli bir şekilde geliştiren diğer bir grup yeni yapısalcılardır. Mc kinnon- Shaw hipotezinden farklı varsayımları vardır. Bu ekonomistler gelişmekte olan ülkelerin geri kalmasının temel sebeplerine vurgu yaparken öncelikli olarak bu ülkelerde finans piyasalarının verimli bir şekilde çalışmamasını göstermektedirler. Yine bu ülkelerdeki bir çok piyasada ağırlıklı olarak uygulanan fiyatların sabit olmasını, en azından kısa dönemde, bu piyasaların etkin çalışmadığının göstergesi olarak ileri sürmektedirler.

Yapısalcılar gelişmekte olan ülkelerin bazılarında geniş olarak bulunan ve bankacılık sektörü dışında çalışan finansal aracılık kurumlarına (ki bu marketi 'curb market' olarak adlandırmaktadırlar) büyük önem vermektedirler. Bunlara göre resmi olmayan ve bankacılık dışında gelişen bu sektörün çalışması daha verimlidir. Çünkü bu kurumlar, piyasa ilişkilerinde mevduat munzam karşılığı gibi herhangi bir miktar hesaplarında tutmadıkları için daha verimlidirler. Yine yapısalcılar, bankacılık sektöründeki mevduat munzam karşılığı uygulamasının

bazı ülkelerde oldukça yüksek olduğunu, kaynakların hepsinin finansal aracılıkta kullanılamaması anlamına gelen bu uygulamayı eleştirmekte ve bunu bir tür kaynak kaybı, sızma olarak yorumlamaktadırlar.

Yapısalcılara göre, firmaların mark up fiyatlandırma yapması ve gelişmekte olan ülkelerin hammadde, aramalı ve sermaye malı ithal etme zorunlulukları faiz haddini yükselten daraltıcı para politikaları sonucu devalüasyon ve akabinde stagflasyon ile sonuçlanacaktır. Hem kredi talebi azalacak ve üretim düşecek hem de maliyetler yoluyla fiyatlar artacaktır.

Yapısalcı modeller keynesyen özellikler taşır. Piyasaların mükemmel olmadığı ve ekonomik yapıların önemi modellerin ortak yönüdür. Kredi arzının etkileri ve kurumsallaşmamış piyasa yapısını ele alışları ise farklıdır.

Yapısalcı modellerde bankacılık sistemiyle beraber kurumsallaşmamış ekonomide etkindir. Ancak ekonomilerde geçerli faiz haddi kurumsallaşmamış piyasada oluşandır. Kurumsallaşmamış yapıya aktarılan mevduat tam olarak kredi arzına dönüşmediği için oluşan faiz haddi piyasayı dengelemez. Yatırım talebi tayınlanır.

Yapısalcı modellerde para talebini belirleyen üç çeşit finansal varlık vardır; para yada altın, banka mevduatı ve kurumsallaşmış ekonomi borçları. Bu üçü arasında getirilerine göre portföy tercihi yapılır. Kurumsallaşmamış piyasa dengesini, kurumsallaşmış piyasada karşılanamayarak arta kalan kredi talebi fazlası ile kurumsallaşmamış piyasaya fon arz eden hane halkları fon arzı denkleği oluşturur. (fry. S. 90)

$$Lsh = Ldf - Lsb$$

(Lsh) = Hane halklarının kurumsallaşmamış piyasaya yaptıkları fon arzı.

(Ldf) = Firmaların fon talebi

(Lsb) = bankacılık kesiminin fon arzı.

Firmaların fon arzı reel ücret (w) ve çıktı düzeyine bağlıdır.

$$(L_{df}) = L(w, y)$$

bankaların fon arzı, serbest rezerv talepleri(b), munzam karşılık oranı (q) ve vadeli mevduat miktarı (TD) ile belirlenir.

$$L_{sb} = b.g.TD$$

Hane halklarının kurumsallaşmamış piyasaya yaptıkları fon arzı ise (μ) kurumsallaşmamış nominal faiz haddinin (i) vadeli mevduat reel faiz haddinin (r_u) ve çıktının (y) bir fonksiyonudur ve servetin belli bir düzeyini oluşturur.

$$L_{sh} = F L(\mu, i, r_u, y)w$$

Yapısalcıların analizindeki en önemli unsur, kurumsallaşmamış piyasanın varlığı ve kurumsallaşmış piyasadan daha etkin olduğu varsayımdır. Kurumsallaşmamış piyasada tasarrufların kredi arzına dönüşme oranı bire bire yakındır. Faiz haddinin yükselmesi sermayenin maliyetini artırır. Şöyle ki; firmalar bankalar gibi kurumsallaşmış aracılardan olduğu kadar, kurumsallaşmamış piyasadan da borçlanır. Faiz haddi yükseldiği zaman para yada mal talebi azalabileceği gibi fonlar kurumsallaşmamış yapıdan kurumsallaşmış yapıya yönelebilir. Bankalarda toplanan mevduat için munzam karşılık vb. kredi hacmini daraltıcı araçlar olduğu için kredi hacmi daralır. İkinci aşamada mevduat faiz oranında artış tasarrufların yönünü kendisine çevirebilmek için kurumsallaşmamış piyasada da faiz artışına sebep olur. Sermayenin maliyeti artması sonucu hem fiyat seviyesi artar hem de üretim azalır. Bu sebeple faiz haddinin serbest bırakılması ekonomide verimliliği artırmaz.

Buna ilâveten faiz haddi artması tasarrufların önemli miktarda artışı ile sonuçlanmaz. Tasarrufların faiz esnekliği düşüktür. Ancak varolan tasarrufların bankacılık sistemine yönelmesi söz konusu olabilir. Bu durumda da eğer tasarruflar para yada mal talebinden çıkarak bankacılık sistemine giriyorsa kredi

arzu artabilir. Fakat kurumsallaşmamış piyasadan kurumsallaşmış yapıya yönelme varsa kredi arzı daralır.

Hem Mc kinnon- Shaw hipotezine göre, hem de yapısalci yaklaşıma göre gelişmekte olan ülkelerde firmaların borçluluk oranının yüksek olduğu kabul edilir. Ancak farklı sonular çıkarılır. Yapısalcılar faizlerde artışın borçlanma maliyetini artıracığını, yatırım kaynağının ağırlıklı olarak kredi olması sebebiyle maliyet enflasyonuyla beraber üretimde azalma olacağını ve sonucun stagflasyon olacağını savunurlarken, Mc kinnon-Shaw hipotezine göre sonuç, yatırım hacminin, verimliliğin artması, büyümenin hız kazanmasıdır yani sermaye maliyetindeki artışın olumsuz etkilerinin belirtilen olumlu gelişmelerle giderilebileceği düşünülmektedir.

1.2. Dış Finansal Serbestlik

Dış finansal serbestleşme, yerleşik firmalar ve hane halklarının kendi aralarında yada yerleşik olmayanlarla yerli para yada döviz cinsinden borç-alacak ilişkisine girme ve varlık tutmaları konusundaki sınırlamaların yumuşatılması yada kaldırılmasıdır. (Altinkemer ve Ekinci, 1992. s. 1) Yani, yerleşiklerin ticaret haricindeki sebeplerle de uluslararası piyasalardan serbestçe borçlanabilmeleri, yerleşiklerin ülke dışına sermaye ve finansal varlık çıkarabilmeleri, yerleşik olmayanların yurt içinde serbestçe borçlanabilmeleri varlık tutabilmeleri, yerleşikler arasında yabancı para cinsinden ilişkilere izin verilmesi anlamına gelir.

Dış finansal serbestleşme yerli paraya konvertibilite tanınması demektir. Yerli para başka bir paraya resmi makamların iznine gerek kalmadan çevrilebilir.

Yerleşiklerin yabancı para cinsinden işlem yapabilmeleri, döviz bulundurmanın, dövizle borç alacak ilişkisine girmenin, varlık tutmanın ve bankalarda döviz mevduat hesabı açtırabilmenin serbest olması anlamına gelir. Yerleşiklere bu serbestliğin tanınması enflasyonun kaldırılmasının zorunlu kılar. Çünkü yerli paranın enflasyon sebebiyle değerinin aşınması, ticari işlemlerin - makro ekonomik istikrarsızlık varsa - yerleşiklerin net servetini koruyan bir

yabancı para cinsinden yapılmasını kurumsallaştırır. Yerli para değer saklama, hesap birimi ve değişim aracı olma işlevlerini kaybeder. Yerleşiklerin yabancı bir parayı yerli paraya tercih etmelerine para ikâmesi denir.

Enflasyonda kaynaklanan devalüasyon beklentisi döviz kurunu etkilediği gibi döviz kurundaki hareketlerde enflasyonun sebeplerinden biri haline gelir. Aramalı ithal etmekte zorunda olan gelişmekte olan ülkeler için döviz kurunun yükselmesi maliyet kökenli enflasyon anlamına gelir. Çünkü aramalı ithalatı üretim azalması ile sonuçlanacağı için durdurulamaz.

Dış finansal serbestleşme, döviz kurunun beklentilerin etkisine girmesine sebep olurken, faiz politikasını döviz kuruna bağlar. Ülkeler serbestleşme sonrası sermaye kaçışına engel olmak için döviz mevduat hesaplarına izin verirler, ancak para ikâmesine engel olamazlar (Önder vd. 1993 s. 117). Sermaye kaçışını önlemek ancak faizlerdeki artışın devalüasyon beklentisini kırmasıyla mümkün olur.

Dış serbestleşmeyle birlikte, iç serbestleşme sonrası politika aracı olmaktan çıkan faiz haddine ek olarak döviz kuru da kontrol edilebilir bir politika aracı olmaktan çıkar. Şahıslar portföylerine uluslararası varlıkları da katarak çeşitlilik ve mobilite sağlarlar. Ekonominin temel göstergelerinde kötüye doğru bir gidiş yerli paranın değer kaybetme beklentisini de beraberinde getirir. Beklentilerin ağırlık kazanması para ikâmesinin hız kazanması sebep olur.

1.2.1. Sermaye Hesabının Serbestleşmesi

Sermaye hesabının serbestleştirilmesi, yerleşiklerin yabancılarla olan ilişkilerinde yabancı para cinsinden borç alacak ilişkisine girme ve varlık tutma konusunda sınırlamaların yumuşatılması yada kaldırılması olarak tanımlanır. Dış finansal serbestleşme ile bire bir örtüşmeyip onun bir alt başlığıdır (Altinkemer Ekinci, 1991 s.1).

Sermaye hareketleri serbestleştirildiği zaman yerleşikler uluslararası piyasalarda rahatça borçlanabilir, ülke dışına sermaye ve finansal varlık

çıkarabilirken yerleşik olmayanlarda aynı şekilde yurt içinde serbestçe borçlanabilir, sermaye ve finansal varlık tutabilirler.

Kaynak yetersizliği içinde bulunan gelişmekte olan ülkeler, sermaye hareketlerini serbestleştirerek yurt içine kaynak transfer etmek ve yatırım-tasarruf açığını bu şekilde finanse etmek istemişlerdir. Deneyimler artan istikrarsızlıkla sonuçlanmıştır. Makroekonomik dengeyi gerçekleştirmeden kısa vadeli sermaye girişlerini kalkınma için bir kaynak olarak görmek hatalı olur. Çünkü kısa dönemli sermaye hareketleri spekülasyon niteliktedir ve ülkenin kredibilitesi azaldığında ülke ekonomisi dışına çıkar.

Faiz haddindeki ve beklentilerdeki değişimler kısa dönem sermaye hareketlerine yol açar. Faiz haddini belirleyen faktörleri şu şekilde belirtebiliriz. (Edwards, 1985, s.386)

$$\dot{I}_t = \psi (i_t^* + e_t) + (1 - \psi) (\pi_t - \pi_t^e)$$

Denklemden, (\dot{I}_t) yurt içi nominal faiz haddini, (i_t^*) dünya nominal faiz haddini, (e_t) döviz kurunda beklenen değişimi, (π_t) yurt içi reel faiz haddini, (π_t^e) beklenen enflasyon oranını, (ψ) ise finansal açıklık derecesini göstermektedir. Denklemin ($\pi_t - \pi_t^e$) bölümünün nominal faiz haddinin belirlenmesinde yurt içi ekonomiye ait faktörlerin etkilerini içerdiğini, ($i_t^* + e_t$) bölümünün ise dış dünya etkilerini içerdiği söylenebilir. ψ katsayısı ise yurt içi ekonomiye ve dış dünyaya ait etkilerin görece ağırlıklarına işaret eder. Ekonomi dışı açıldıkça ψ katsayısı 1'e yaklaşır, tamamen kapalı olması durumunda ise $\psi = 0$ olur.

Sermaye hesabının serbestleştirildiği, dışı tamamen açık bir ekonomide denklem aşağıdaki gibi olacaktır.

$$\psi = 1 \Rightarrow \dot{I}_t = i_t^* + e_t$$

Yurt içi ekonomideki faiz haddi değişimlerinin dış dünya şartlarına endekslediği bu durum faiz arbitrajı olarak adlandırılır. Faiz arbitrajı şartından sapma sermaye hareketlerine sebep olur. Yurt dışı varlıkların yerli para

cinsinden getirisi ($i_t^* + e_t$), yurt içi varlıkların yerli para cinsinden değeri (\dot{I}_t) ile gösterilir. Yurt içindeki ve yurt dışındaki varlıkların getirisini birbirine eşitleyen faktör spekülâtorlerin davranışlarıdır. Spekülâtorler portföylerinin getirisini maksimize etmek için ellerinde bulundurdukları varlıkların en iyi bileşimini oluşturmaya çalışırlar. Yurt dışı faiz haddindeki artıştan kaynaklanan sermaye çıkışı yurt içi tahvillere talebin azalmasına, fiyatların düşmesine ve sonuçta faizlerin tekrar artmasına sebep olur.

$\dot{I}_t < i_t^* + e_t \Rightarrow$ sermaye çıkışı

Yurt içi mevduatların getirisinin yükselmesi ise tersine sermaye girişine sebep olur.

$\dot{I}_t > i_t^* + e_t \Rightarrow$ sermaye girişi

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi sonucu faiz haddi ve döviz kuru politikalarının birlikte istikrar hedefi için kullanılması zorlaşır. Ekonominin ihtiyaçları farklı olabilir fakat sermaye hareketleri serbestleştirildikten sonra yurt dışı etkilere uygun tepkilerin verilmemesi daha büyük oranda dengesizlikle ve kaynak kaybıyla sonuçlanabilir. Mesela yerli para dış borç yükünün artmaması için aşırı değerli tutuluyorsa, devalüasyon beklentisi sermaye kaçıışı ile sonuçlanabilir. Bu kez sermaye kaçışını engellemek için devalüasyon ve faiz oranının yükselmesi gerekir. Devalüasyondan kaynaklanacak borç yükünden kaçınırken sonuçta yine devalüasyon, istikrarsızlık ve kaynak kaybıyla karşı karşıya kalınır.

Sermaye hesabının serbestleştirilmesi ile beklentilerin belirleyiciliği arttığı için istikrarsızlık ihtimalide artar. Ülke ekonomisinin yurt dışı etkilere tamamen açık olması sebebiyle uygulanan politikalarda sermaye kaçıışı yada para ikâmesi ihtimallerini göz önüne almak gerekir. Özellikle kamu kesimi finansman açığının yüksek olması temel bir istikrarsızlık kaynağıdır. Serbestleştirilmiş piyasalarda kamu kesiminin ağırlığını artırmaya kalkışmak serbestleştirilmeden beklenen fayda ile örtüşmemektedir. Bu kamu kesimin özel kesime rakip olması ve fon toplamak için özel kesimden daha fazla faiz

oranı önermesi anlamına gelir ve kaynak israfı ve kamu kesiminin zayıflaması ile sonuçlanır.

Kaydi paranın varlığı -kamu otoritesinin dışında para meydana getirilebilme- para arzı kavramı belirginsizleşir. Sermaye hesabının serbestleştirilmesi para arzı ölçümünü daha da belirginsizleşmesine sebep olur. (Önder ,1993, s. 77) Bizzat ekonomik sistemin gelişmesinin getirdiği belisizlik problemi bir yana, artık yurt dışı faktörlerde etkin olduğu için para arzının kontrol edilebilmesi zorlaşır. Parasal tabanı görece küçük olan ülkelere yüksek miktarda sermaye girişi özel kesimin kamu kesimine yerli para karşılığı döviz satmak istemesi sebebiyle para arzının artışı ve enflasyonun hız kazanması ile sonuçlanabilir. Oysa serbest değişken kur sisteminde ödemeler bilançosu dengesizliklerinin sterilize edileceği, döviz kuru hareketleri ile dengesizliklerin giderileceği ve bağımsız bir para politikası izlenebileceği düşünölmekteydi.

1.2.2. Sermaye Kaçışı ve Para İkamesi

Dış serbestleşme sonrası sermaye kaçışı ve para ikâmesi meydana gelebilecek olumsuz sonuçlardır. Sermaye kaçışı para ikâmesine göre daha geniş bir kavramdır. Yerli para ile birimlendirilmiş varlıklardan döviz ile birimlendirilmiş varlıklara yada bizzat efektif tutmaya yönelme ve bunların ülke sınırları dışında değerlendirilmesi anlamına gelir. Para ikâmesi ise yerleşikler tarafından efektifin yerli paraya tercih edilerek yastık altında korunması yada mevduat olarak yurt içindeki ve yurt dışındaki bankalarda tutulmasıdır.

Sermaye kaçışı, yerleşik yada yerleşik olmayanlar tarafından gerçekleştirilebilir. Yerleşik olmayanlar tarafından gerçekleştirilen sermaye kaçışını engellemek yurt içi varlıkların getirisini artırmak yada ekonomi dışı faktörlerden kaynaklanan sermayeye tehdit oluşturan olumsuz şartları ortadan kaldırmakla mümkündür. Ama yerleşiklerin yerli para birimine ve yerli para birimi ile birimlendirilmiş aktiflere güvenini kaybetmesi daha ciddi problemdir. Çünkü yerleşiklerin yerli para birimine olan taleplerinin azaltmaları enflasyona karşı servetlerini koruyabilme isteğinden kaynaklansa da zamanla enflasyonu besleyen bir beklenti haline gelir. Sürekli yerli paranın değerinin aşınması

beklenir ve spekülörlerin aynı yönde hareket etmeleri Yerli paranın değere kaybetmesine sebep olur.

Yerleşiklerin sermaye kaçırmaları ile para ikâmesine yönelmeleri, döviz cinsinden tutulan varlıkların yurt dışındaki varlıklara yatırılması halinde, çakışan ve ayrımı güç kavramlar haline gelir. Döviz tevdiat hesaplarının yanı sıra yurt dışında yada yastık altında tutulan efektif de yerli paranın talep edilmemesi anlamına geldiği için para ikâmesidir. Bu %n, yurt içindeki döviz tevdiat hesapları ancak ikâmenin hızlanması konusunda fikir verebilir. Para ikâmesinin boyutunun kestirilmesi güçtür.

Yerleşiklerin döviz hesabı açmalarına izin verilmesi, sermaye kaçıını engellemek olduğu halde para ikâmesi hızlanır. Çünkü para ikâmesinin sebebi zaten dövizin getirisinin yerli paranın getirisinden fazla olmasıdır. Enflasyon durdurulmadıkça bu süreç devam eder.

1.2.3. Shaw yaklaşımı

Shaw'a göre hem faiz haddinin düşük tutulması hem de döviz kurunun baskılanması (devalüasyonun kesinlikle kaçınılmazlığı varsayımı altında) serveti yurt içi ekonomide değerlendirmenin getirisini yurt dışı ekonomide değerlendirmenin altında bırakır. Sermaye kaçı beklenir. Baskılamanın başlıca etkisi yurt içi tasarrufların erimesine sebep olmasıdır.

Faiz haddi tekrar yükseltildiğinde kaçan sermaye tekrar geri döner. Fakat döviz kuru düşük tutulduğunda devalüasyon beklentisi oluşur ve sonunda gönülsüz de olsa devalüasyon gerçekleşir. Yurt içine giren tasarruf akımı parasal tabanı genişlettiğinden yerli para tekrar aşırı değerlenir ve devalüasyon beklenir. Giren sermaye tekrar yurt dışına çıkar. Bu gel git hareketleri yurt içinde yatırım yapmayı riskli hake getirir.

Shaw'da uluslararası sermaye hareketlerini açıklamak için faiz arbitrajı denkleminin kullanır (Shaw, 1973, s.211).

$$r_d + p^*_d = r_f + p^*_f + a^*$$

beklenen enflasyon (p^*_d) ile düzeltilmiş yurt içi reel faiz haddi (r_d), yurt dışı beklenen nominal faiz haddi ($r_f + p^*_f$) beklenen devalüasyon oranını (a^*) karşıladığı zaman getirilerde fark yoktur ve sermaye hareketi beklenmez.

Serbest değişken kur sisteminin tercih edilmesi portföy sahiplerine yurt içi ve yurt dışı finansal varlıklara sermayenin reel getirisi açısından bakmasını sağlar. Serbest değişken kurların varlığı, riski azaltır ve yatırımcıları esnek düşünmeye sevk eder. Reel mevduat faiz haddi tasarrufların kıtlık fiyatı haline gelir. İç ve dış serbestleşme yurt dışı tasarrufların yurt içi ekonomi için seferber edilmesini imkânlı kılar.

Shaw'a göre finansal serbestleşme ekonominin dışa bağımlılığını azaltır ve pazarlık gücünü artırır. Finansal derinleşme ile beraber mali yapı güçlenir.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

1. TÜRKİYE'DE FİNANSAL SERBESTLEŞME

Türkiye'de plânlı dönem boyunca ithal-ikâmesi politikaları uygulanmıştır. Bu dönemde dış talep yerine iç talebe yönelik politikalar önceliği almıştır.

Kalkınmakta olan ülkelerin döviz kaynakları ve varlıkları sınırlıdır. İhraç malları geleneksel tarım ürünlerinden oluşur. İhracata konu malların niceliği ve niteliği değişmedikçe döviz geliri elde etme imkânları hep sınırlıdır. Çünkü dış ticaret hadleri tarım ürünleri aleyhine işler.

Yetersiz döviz geliri sebebiyle ithal edilmesi gereken malların yurt içinde üretimi zorunlu hale gelir. Hem bu zorunluluk hem de ihracat yapısını ticaret hadlerinin lehine işlediği sanayi ürünlerine çevirme isteği ithal ikâmesi ve plânlama politikalarının kaynağını oluşturur.

1980 öncesinde finansal piyasaların durumu şu şekilde özetlenebilir:

- ✓ Mevduat ve kredi faiz oranları kontrol altındaydı, yüksek ve dalgalı enflasyon ortamında kredi ve mevduat reel faiz oranları çoğunlukla negatifti.
- ✓ Bankaların ve mevduat sahiplerinin döviz işlemlerine önemli kısıtlar getirilmişti (kambiyo kısıtlamaları).
- ✓ Kişilerin portföylerinde döviz bulundurma izinleri yoktu.
- ✓ Tercihli kredi yolu ile birçok sektöre sübvansiyon sağlanmaktaydı. Merkez Bankası para politikasının oluşturulmasında tercihli krediler önemli yer tutmaktaydı.
- ✓ Kalkınmada öncelikli sektörlerle ucuz kredi sağlanmaktaydı.

- ✓ Mali piyasalarda gerçekleşen işlemler ve buradan elde edilen gelirler görece olarak daha fazla vergilendirilmekteydi. Aracılık hizmetinin maliyeti yüksekti.
- ✓ Kurumsallaşmış bir mali sistem yoktu.
- ✓ Yabancı ve yerli bankaların mali sisteme katılmalarına önemli kısıtlar getirilmekteydi.
- ✓ Şirketlerin yegane finansman kaynağı banka kredileriydi. Menkul kıymet piyasası olmaması sebebiyle şirketlerin hisselerini satarak finansman sağlama imkânları yoktu. Pay sahipliği yolu ile çok ortaklı şirketlerin oluşması denenmiş, büyük başarısızlıkla karşılaşılıyordu (işçi şirketleri).
- ✓ Disponibilite ve zorunlu karşılık oranları görece olarak yüksekti.
- ✓ TL piyasası yok denecek kadar azdı.
- ✓ Şirket ve banka sahipliği iç içe geçmişti.

Tüm bu unsurlar mali sistemin etkinliğini önemli ölçüde azaltmaktaydı.

1980 sonrası ciddi bir politika değişikliği yaşanır. 1970'lerin sonlarında karar verilen strateji değişikliği doğrultusunda 24 Ocak kararları ile ithal ikâmesi yerine dışa açık ve ihracata yönelik bir yapının oluşturulması hedeflenir. Fiyatların piyasa mekanizması çerçevesinde belirlenmesi ve ekonominin kademelerle dışa açılması benimsenir. Dış ticarete kotalar kaldırılır, gümrük vergi oranları indirilir, fiyat kontrolleri uygulamaları terk edilir ve faizler serbest bırakılır.

Türkiye'de gerçekleşen bu değişimde ekonominin kaynak ihtiyacı önemli bir yer tutar. Konuya borçluluğun dayattığı kamuya kaynak aktarılması zorunluluğu ve bunun serbestleşme ile çelişen yönleriyle bakılacaktır.

1.1. Makro Ekonomik Gelişmeler

1980-2001 döneminde GSMH yıllık ortalama 3.65 dolayında artış göstermiştir. Fert başına milli gelir 1980 yılında 1.570 ABD doları iken, yıllık ortalama % 1.5 dolayında bir artış göstererek 2001 yılında 2.143 ABD dolarına yükselmiştir. Satınalma Gücü Paritesine göre 1980 yılında 2.299 ABD doları olan fert başına milli gelir ise 2001 yılında 6.082 ABD dolarına yükselmiştir (bkz. Tablo 9).

1980 yılında %21.8 olan sabit sermaye yatırımlarının milli gelir içerisindeki payı 1993-1997 döneminde %25 civarına yükselmiş, izleyen yıllarda gerileme göstererek 2001 yılında %18.4 olarak gerçekleşmiştir. Sabit sermaye yatırımlarında kamu kesiminin payının azalmasına paralel olarak özel kesimin payında artış gözlenmiştir. Sabit sermaye yatırımları içerisinde 1980 yılında %60 olan özel kesim payı 1995 yılında %82.5'e yükselmiş, 2001 yılı itibarıyla ise % 69.1 düzeyine gerilemiştir. Toplam sabit sermaye yatırımlarının sektörel bileşimi incelendiğinde, tarım, madencilik ve imalat sanayinin paylarının azaldığı, ulaştırma, turizm, eğitim ve sağlık sektörlerinin payının arttığı görülmektedir. Enerji ve konut sektörlerinin payı ise istikrarsız bir seyir izlemiştir (bkz. Tablo 10,11).

İhracat 1980 yılındaki 2.9 milyar dolarlık düzeyinden 2001 yılında 31.3 milyar dolar düzeyine yükselmiştir. İhracattaki yıllık ortalama artış oranı % 12 dolayında gerçekleşmiş, toplam ihracat içerisinde sanayiinin payı %36'dan %91.6'ya yükselmiştir (bkz.Tablo 16).

İthalat 1980 yılındaki 7.9 milyar dolarlık düzeyinden 2001 yılında 40.4 milyar dolar düzeyine yükselmiştir. İthalattaki yıllık ortalama artış oranı %8.1 dolayında gerçekleşmiş, toplam ithalatın GSMH içerisindeki payı %11.3'den %27.5'e yükselmiştir (bkz. Tablo17).

1980'li yıllardan itibaren dış borçlarda önemli artış görülmüştür. Toplam dış borcun milli gelire oranı 1983 yılında yaklaşık % 30 dolayında iken, bu oran 2000 yılında yaklaşık %59'a ve 2001 yılında %78'e yükselmiştir. Dış borçların vade yapısının ise kısa vade lehine değiştiği

görülmektedir. Kısa vadeli dış borçların toplam dış borçlar içerisinde payı 1983 yılında %12.4 iken, bu oran 2000 yılında %23.9'a yükselmiş, 2001 yılında ise %14.2'e gerilemiştir. Dış borç faiz ödemeleri 1983 yılında 1.5 milyar dolar iken, 2001 yılında 7.1 milyar dolara yükselmiştir (bkz. Tablo 21).

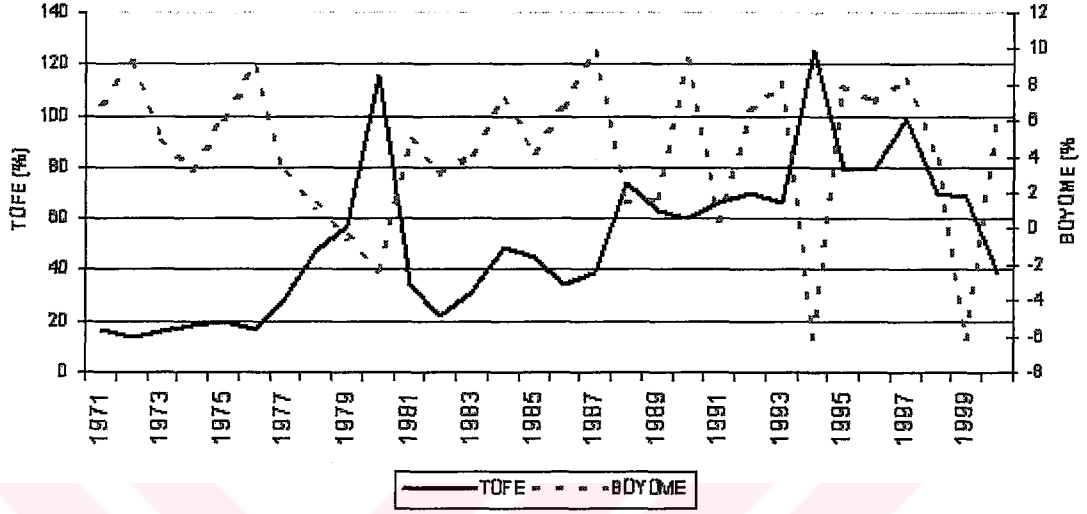
Özellikle kamu transfer harcamalarındaki artışa paralel olarak, kamu harcamaları kamu gelirlerinden daha yüksek düzeyde artış göstermiştir. Transfer harcamalarının milli gelire oranı 1980 yılında sadece %7.5 iken 2001 yılında %31'e yükselmiştir. Faiz ödemelerindeki artış transfer harcamalarındaki artışın başlıca sebebinin oluşturmuştur (bkz. Tablo 26, 27).

1980 yılında %8.8 olan toplam kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH'ya oranı 1980'li yılların ilk yarısında azalış göstermiş, izleyen yıllarda tekrar artış eğilimine girmiştir. 1994 yılında yaşanan ekonomik kriz sonrası tekrar azalış eğilimine giren bu oran, özellikle 1999 yılı ve sonrasında önemli düzeyde artış göstererek 2001 yılında % 16,4 düzeyine yükselmiştir. Konsolide bütçe faiz ödemelerinin milli gelire oranı dönem içerisinde ciddi artış göstererek % 0,6'dan % 22,9'a yükselmiştir. (bkz. Tablo 26, 27)

Fiyat istikrarı 1980 sonrası dönemde Türkiye ekonomisinin başlıca problemlerinden biri olmuştur. 1981 yılında % 25.6 olan oniki aylık olan TEFE oranı 1987 yılı ile birlikte ciddi bir artış eğilimine girerek % 51.6'ya yükselmiş, 1994 yılında yaşanan ekonomik krizde yaklaşık % 130 düzeyinde gerçekleşmiştir (Grafik 1). İzleyen yıllarda enflasyon oranında gerileme gözlenmekle birlikte, 2001 yılında yaşanan ekonomik krizle birlikte enflasyon oranı % 88.6 düzeyinde gerçekleşmiştir (bkz. Tablo 34).

Grafik 1

BÜYÜME ORANI VE TÜKETİCİ FİYAT ENDEKSİ (yıllık ortalamalar - %)

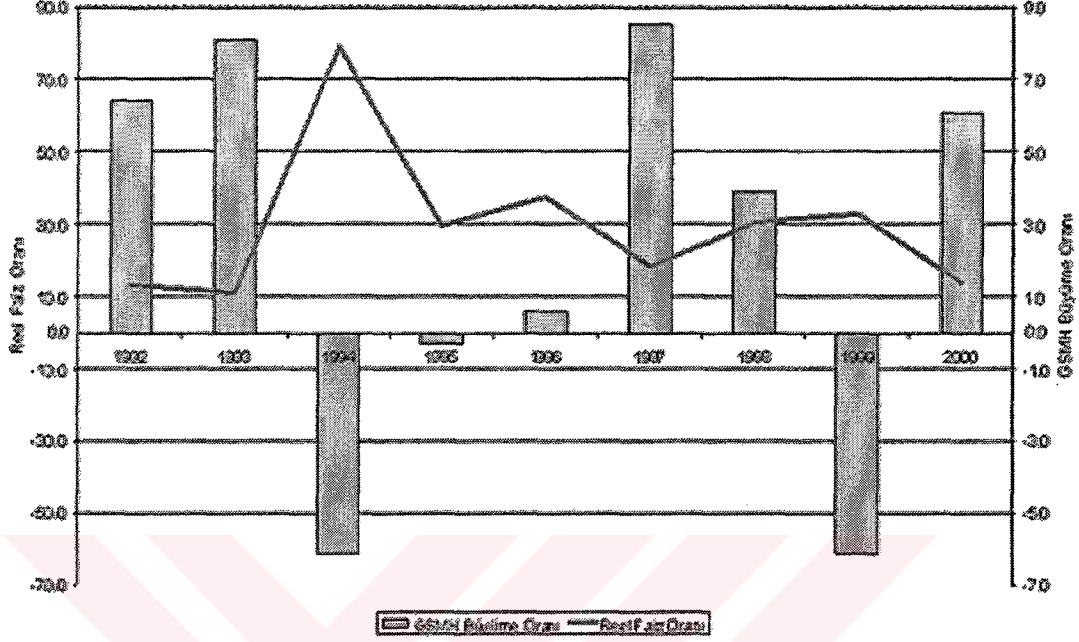


<http://www.hazine.gov.tr/stat/borc.htm> 25/06 2003

Yüksek seviyelerde dalgalanan kronik enflasyon ve kamu mali disiplininin bozulması sebebi ile ortaya çıkan finansman ihtiyacının reel faizleri yükselttiği ve bunun da ekonomik faaliyetler üzerinde olumsuz etkilerinin olduğu açıktır (Grafik 2). Bu bağlamda, Türkiye ekonomisinin istikrara kavuşması ve sürdürülebilir bir ekonomik büyüme eğilimine girebilmesi için makroekonomik dengelerde ortaya çıkan bu tür bozuklukların giderilmesi gerekmektedir.

Grafik 2

GSMH BÜYÜME ORANI VE REEL FAİZ ORANI



<http://www.hazine.gov.tr/stat/borc.htm> 25/06 2003

1.2. İç Finansal Serbestleşme ve Faiz Haddinin Seyri

Faiz haddinin serbest bırakılmasında birinci hedef, yatırım tasarruf açığını finanse etmektir. İkinci hedef ekonominin parasallaştırılmasını sağlamak, üçüncü hedef ise paranın banka mevduatı olarak değerlendirilmesi ile para arzının daraltılarak düşürülmesi isteğidir ki Ekinci ve Rodrik'e göre asıl çaba budur (Ekinci, 1990, s.3, Rodrik 1990.s.1). sıkı para politikası yada yüksek faiz politikasının dolaşımdaki parayı azaltmak bakımından benzer etkileri vardır. Paranın dolaşım hızının düşük tutulması enflasyonu dizginleyecektir.

1977 borç krizi ertesi Türkiye'nin dış borç bulma imkânı kalmamıştı. Dolayısıyla tasarruflara pozitif faiz verilerek, özel kesim tasarruflarının, KİT ürünlerine yapılan zamlar ile kamu kesiminin tasarruflarının artırılması hedeflenmiştir. Ücretlilerin gelirinin reel olarak aşındırılması ve sürekli devalüasyon ile ihracatın artırılarak dış tasarrufların azaltılması hedeflenmiştir.

Böylece hem yurt içi tasarrufların artırılmasına hem de yurt dışı tasarrufların azaltılarak dış dünyadan kaynak aktarılması çabasına girilmiştir.

Yurt içi toplam talep fazlasının varlığı ve 1980'lerin ikinci yarısına enflasyonun hız kazanması dış tasarruflarında mobilize edilmesini zorunlu kılar. 1989 yılında 32 sayılı kararla sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesinde hedef yurt dışı tasarrufları yurt içine çekmek ve sermaye piyasasını uluslararası rekabete açarak verimliliğin artırılmasıdır.

Türkiye ekonomisindeki değişim ele alınırken, Ocak 1980-Ekim 1983, Kasım 1983- Kasım 1987, Aralık 1987- Mart 1989 ve 1989 sonrası olmak üzere dört dönem ayrılarak incelenecektir (dönemler politik takvimle de çakışmaktadır). 1980-83 serbestleşmenin çocukluk dönemi, 1984-87 kurumların oluşturulduğu dönem, 1987-89 kurulan yapılara işlerlik kazandırılması dönemi, 1989 sonrası ise reform yorgunluğu dönemi olarak tanımlanır (Önder vd. 1993.s.126).

Dönem boyunca finansal derinleşme sağlanır. Finansal derinleşme tasarrufların atıl kalmaması, çeşitli finansal varlıklara yatırılarak değerlendirilmesi, dolayısıyla tasarrufların yatırıma yönlendirilmesinde mobilitenin sağlanması, olarak yorumlanabilir. Sermaye piyasasının yeterince gelişmediği ve ekonomide finansal araçların ağırlıkla bankalar olduğu durumda, finansal derinleşmenin ölçütü, bankalarda tutulan uzun vadeli fonların seyridir. Bu sebepten geniş anlamda para arzının (M2) GSMH'ya oranı finansal derinleşme ölçütü olarak alınır.

Tablo 1 Finansal Yapıda Derinleşme

	M1/ GSMH	M2/ GSMH	M2Y/GSMH
1975	17.3	21.6	21.6
1980	13.8	17.2	17.2
1982	13.2	25	25
1984	10.8	24.2	25.4
1986	10.3	23.6	26.8
1988	8.6	20.8	26.5
1990	7.9	18.1	22.6
1991	7.3	18.4	26.4
1992	6.2	15.9	25.3
1993	6.4	14.1	23.6
1994	5.9	16.2	30.7
1995	4.9	15.9	30.7
1996	5.9	19.5	65.8
1997	5.3	19.2	36.2
1998	4.7	21.3	37.7
1999	5.4	28.0	51.2
2000	5.3	24.7	44.6
2001	6.1	26.1	58.1
2002	5.2	22.5	49.1

Kaynak: Önder vd., 1993, s. 132; www.maliye.gov.tr/apk/rapor2003/turkiye_ekonomisi.pdf 20/05/2003

M2 / GSMH oranı 1980-84 yılları arasında 7 puan artış kaydeder. Ancak 80'lerin ikinci yarısında bu artış azalmaya başlar. Bu durum para ikâmesinden kaynaklanır. Çünkü aynı döneme döviz tevdiat hesaplarında artış görülür.

1980 faiz serbestisinin başlangıç yılıdır . Vadeli mevduat ve kredi faiz haddi Temmuz 1980'de serbest bırakılır. Ancak hukuken var olan bu serbestliğin uygulamada serbestlik olarak tanımlanması güçtür. Çünkü bankalar 19 haziran 1980'de serbest bırakılan faiz oranlarını birlikte saptarlar. (Artun, 1983, s. 37) Ayrıca 1980'de toplam mevduatın sadece %18'i (vadeli mevduat oranı) faiz serbestisine tabidir. Diğer mevduat türleri için halen kanun ile tavan belirlenir. Dolayısıyla faizlerin ne derece rekabetçi ortamda belirlendiği ve bu uygulamanın ne derece genel yapıya hakim olduğu tartışmalıdır.

Önceleri bankalar ortaklaşa kararlaştırdıkları faiz hadlerine uyarlar. Bir süre devam eden anlaşma – bankerler daha fazla faiz sundukları için- bazı bankaların fonlarını artırma çabasına girerek faizleri yükseltmeleri ile son bulur. Başta hedef kaynak sağlamak ve pazar payını artırmak iken sonraları likidite problemini gidermek haline gelir (Artun, 1983, s. 47). Süreç, Merkez Bankası'nın 1982 banker iflasları ertesi kontrolü ele almasıyla noktalanır.

Bankerler 70'li yılların sonunda itibaren ikinci el tahvil piyasasında yoğun olarak faaliyet gösterirler. Bankerlik kurumunun bu derece güçlenmesine bankaların tasarruf mevduatlarına yıllarca negatif reel faiz sunmaları sebep olmuştur. Bankerler, bankaların mevduat sahiplerine sağladıkları getiriye kıyasla daha yüksek getiri sunarlar. Satın alma gücü sürekli düşen tasarrufçu için birikimini bankerlik kurumlarında değerlendirmek daha caziptir.

1980 yılında ihraç edilmesine izin verilen yeni bir finansal aktif türü mevduat sertifikasıdır. Mevduat sertifikası bankalar için yeni bir finansman kaynağıdır. Bankerler, mevduat sertifikalarının başlıca müşterisi olurlar. Bunun dışında tahviller, her türlü çek ve senetler bankerlerin topladıkları belli başlı değerli kağıtlardır. Bankaların sunduğu vadeli mevduat faiz haddi yükselince bankerler de kaynak sağlam rekabetine girerler. Önceleri sanayi kuruluşlarına borç verirken sonraları kendi hesaplarına (kanuna aykırı olduğu halde) mevduat toplayıp spekülâtif alanlarda yatırım yaparlar. Hem faiz geliri üretken bir faaliyete dayanmadığı için hem de faiz yarışı sebebiyle fazla yükselen faizler

sanayi kuruluşlarını da ödeme gücüne soktuğu için 1982 yılında kriz kaçınılmaz olur.

Banker iflaslarının ertesi faiz haddini belirleme yetkisi dokuz büyük bankaya verilir. Ancak bankaların faiz haddini yükseltmeye isteksiz davranmaları sebebiyle Merkez Bankası yetkiyi devralır. Böylece birinci dönem faiz serbestisinin yürürlükten kalmasıyla kapanır.

1983-87 döneminde faiz merkez bankası tarafından saptanır. Bu dönemde faiz serbestisi gündemde değildir. Ancak finansal derinleşmenin sağlanması ve finansal aracılığın yoğunlaşması hedeflerinden vazgeçilmez. Vadeli ve vadesiz mevduata aynı münzam karşılık oranı uygulanmaya başlanır ve giderek oranı düşürülür. Ayrıca gerekli finansal kurumların oluşturulması ve finansal araçların çeşitlendirilmesi yönünde çaba gösterilir.

Bu dönemde faaliyete başlayan kurumlardan en önemlileri kamu ortaklığı idaresi (Mart 1984) ve İstanbul Menkul kıymetler Borsası (Ocak 1986)'dır. Bunların dışında bankalara tek tip muhasebe düzenine geçme zorunluluğu (Mayıs 1985) getirilir. TCMB gözetimi altında denetlemeye başlanırlar. (Ocak 1987) ve leasing şirketleriyle ilgili düzenlemeler yapılır (Haziran 1985).

Aynı dönemde, 1980-83 döneminde çıkarılan mevduat sertifikalarında, banker borç senetleri ve yatırım fonlarında düzenlemeler yapılmasıyla finansal araçlardaki çeşitlenme bakımından hareketli bir dönem yaşanır. Gelir ortaklığı senetleri (Mart 1984), kâr-zarar ortaklığı belgeleri (Aralık 1984), banka bonoları ve banka garantili bonolar (Mart 1986), finansman bonosu (Aralık 1986), menkul kıymet yatırım fonları (Temmuz 1987), ve dövize endeksli kamu borçlanma senetleri (Haziran 1987) piyasaya çıkan yeni finansal araçlardır.

Üçüncü dönemde, Ekim 1988'de faiz hadlerinin piyasa da belirlenmesi sistemine yeniden dönülür. Bankaların başlattıkları faiz yarışı Merkez bankası tarafından engellenir. Bu dönemden başlayarak mevduatların vadesi kısalmır

(Önder vd.,1993 s. 131-132) yine aynı zamanlarda enflasyonun hız kazandığı görülür.

Sermaye hesabının 1989 yılında serbestleştirilmesiyle faiz haddi ve döviz kuru arasındaki ilişki dikkat çekicidir. Faiz haddinin düşmesiyle döviz kurunun ve para ikâmesinin arttığı gözlemlenmektedir. Dış serbestleşme sonrası faiz haddi ve döviz kurunun politika değişkeni olarak kullanılması zorlaştığı gibi, ikisi arasında kurulan ilişkiler de ek politika sınırlamaları getirmektedir.

Bankalar 1990 yılı sonrası yeni bir faiz yarışından uzak dururlar (Önder vd, 1993,s.130) ve 1994 yılı kadar böyle sürer. 1994 yılında bankalar mevduat toplamak için tekrar faiz yarışına girerler. Buna mukabil İlk olarak TEFE `ye bağlı faiz sunumuna imkân tanınır, sonra da bankalar genel ortalamaya göre marj belirlenir böylece yine faiz haddine tavan konur.

1.2.1. Tasarruflar

1979'dan başlayarak kamu ve özel kesim tasarruf- yatırım dengeleri arasında tam simetri görülür. 1986 yılına kadar özel kesim tasarruf fazlası verir. Ancak tasarruf fazlası sürekli azalmaktadır. 1979 özel tasarruf fazlasının GSMH'ya oranı %4.1 iken 1986 yılında %1.2'ye kadar düşer. 1986 yılından itibaren yine artış trendine girer ve bundan sonra yüksek oranlarda seyreder.

Kamu kesimi ise dönem boyunca tasarruf- yatırım açığı verir. 1980'lerin ilk yarısında bu açık özel kesimin verdiği fazla ile finanse edilir. Ancak 1990 yılından itibaren açık hızla artar. 2002 yılında %12 ye ulaşır.

1980'lerin başlarında yatırım-tasarruf açığının daralmasının yatırımların artmamasından kaynaklandığı (Celâsun.1991,s.13) ve yatırımların GSMH içindeki oranının azaldığı görülür. Fakat 1980'lerin ikinci yarısında tasarruf-yatırım dengesi ciddi biçimde bozulmaya başlar. Bunda kamu tasarruflarında azalmanın rolü büyüktür.

Tablo 2 Tasarruf Oranları (1974- 2002)

	<i>Sg / GSMH</i>	<i>Sp / GSMH</i>	<i>Toplam/GSMH</i>
1979	6.1	15.5	21.6
1980	8.2	16.1	24.3
1981	13.7	14.3	28
1982	13.4	12.1	25.5
1983	11.7	12.5	24.2
1984	10.6	13.5	24.1
1985	13.8	12.8	26.7
1986	12	12.7	24.7
1987	9.1	16.4	25.5
1988	8.3	18.	26.3
1989	6	18	21
1990	4	19	20
1991	0.7	21	20
1992	-0.6	19	17
1993	-3	18	15
1994	-2	18	16
1998	-1.2	24.6	22.7
1999	-6.8	28.0	21.2
2000	-4.8	23.0	18.2
2001	-9.9	27.3	17.4
2002	-6.8	24.1	17.3

Kaynak; 1975 -78 yılları değerleri:Ekinci,1990 s.100., 1989-1994 yılları değerleri: Önder vd. s. 164. 1998-2002 değerleri:www.maliye.gov.tr/apk/rapor2003/turkiye ekonomisi.pdf 20/05/2003

Yatırımlar, özel tasarruflar, kamu tasarrufları, ve dış tasarruflar ile finanse edilir. Diğer değişkenler sabitken tasarruflar içinde kamu tasarruflarının veya dış tasarrufların payı artarsa özel tasarrufların payının azalması gerekir. Özel tasarruflar, yatırımın artmaması halinde, kamu kesimine ve yurt dışına kaynak aktarmakta kullanılıyor demektir (Ekinci,1990,s.92).

	<i>Reform öncesi</i>		<i>Reform sonrası</i>	
	1978-80	1981-84	1985-88	1998-2002
KAMU- Tasarruf	8.7	12.3	10.8	-6.6
Yatırım	15.7	15.1	14	6.3
ÖZEL- Tasarruf	14	13.1	15	25.4
Yatırım	11.8	10.8	12	15.3

**Kaynak: Celâsun, 1991,s.51; www.maliye.gov.tr/apk/rapor2003/turkiye_ekonomisi.pdf
20/05/2003**

1985-88 yılları arasında özel tasarruflar ve yatırımlar artar. Bunu izleyen yıllarda kamu kesiminin artan oranda tasarruf açığı verdiği görülür. Özel sektörde ise artan oranda yatırım tasarruf fazlalığı vardır.

Bu dönemde toplam tasarrufların seyri nasıldır?

Yurt içi tasarruflar/GSMH oranında 1980'lerin ilk yarısında belirgin artış görülür. Ancak bu artış kamu tasarruflarındaki artıştan kaynaklanır. Oysa Mc Kinnon-Shaw modelinin iddiası faiz haddinin serbest bırakılması sonrası özellikle özel kesim tasarruflarının artmasıdır. Shaw'a göre kamu tasarruflarının artışı, kamu gelirlerinin enflasyona karşı değer kaybetmesinin engellenmesi yoluyla olur. Fakat söz konusu dönemde, kamu tasarrufları artışı KİT ürünlerine yapılan zamlardan ve reel ücret gerilemelerinden kaynaklanır.

$$Sp = I - Sg - St$$

Sp: Özel kesim tasarrufları, Sg = kamu kesimi tasarrufları I: Toplam yatırımlar

St: Dış tasarruflar

Özel tasarruflar 1987 yılına kadar azalır. 1977 borç krizi ertesini yüksek enflasyon sebebiyle azalan özel tasarruflar 80'li yılların ikinci yarısında 1977 öncesi düzeyine ulaşır. Bu dönemden sonra sürekli artar.

Kamu tasarrufları 80'li yılların ilk yarısında sürekli artış kaydeder fakat sonlarına doğru azalır. Kamu tasarruflarının 1979 yılında GSMH'ya oranı %6.1 iken 1981'de %13.7 ulaşır. Daha 85 yılı hariç azalan trend izleyerek 1988'de oran %8.3'e düşer. 1994 yılı içinse - %2 olarak programlanır. 2002 yılına geldiğimizde ise -%6.8 seviyesine ulaşır.

Kamu tasarrufları artışı, 1980'de KİT ürünlerine yapılan yüksek oranda zamlar ve reel ücretlerdeki sürekli gerileme ile sağlanır. 1985'ten sonra kamu tasarruflarının sürekli azalması, kamu gelirlerinin kamu harcamaları kadar artmamasından kaynaklanır. Kamu harcamaları 1975'ten 1993 yılına kadar 3.8 kat artarken kamu gelirlerindeki artış 3 kat olarak gerçekleşir. (Önder, 1994,s.5) borç faiz giderleri ve personel giderleri konsolide bütçe üzerinde ciddi yük oluşturur.

1.2.2. Yatırımlar

Yatırımlara göz atıldığında; kamu yatırımlarının da özel yatırımların da GSMH içindeki oranının sürekli azaldığı görülür. Toplam sermaye yatırımlarında bazı yıllar artış olmasına rağmen genel olarak azalan bir trend görülür. 1980-1988 yılları arasında %9 azalma söz konusudur.

80'lerin ilk yarısında, kamu yatırımlarındaki artış yoğunlaşan altyapı yatırımlarından kaynaklanır. Bu dönemde oto yollar yapılmış ve telekomünikasyon hizmetleri iyileştirilmiştir. 1987 yılından itibaren özel yatırımlar kamu yatırımlarından oran olarak yüksektir. Aradaki fark giderek

açılır. Özel yatırımlardaki artış konut yatırımlarından kaynaklanır. (Ekinci,1990,s.87)

Bu dönemler boyunca tasarruf yatırım açığı verilmesi dış açık verilmesine ve borç yükünün artmasına sebep olmuştur. Borçluluğun kamu kesimi dengesi ve ekonominin genel dengesi üzerinde olumsuz sonuçları vardır. Borç yükü dönem başında dış borçtan kaynaklanırken, dış borcun finansmanı için iç borçlanmaya gidilmesi bunun bir iç borç-dış borç bileşimine ve aslında iç borç -iç borç sarmalına dönüşmesine sebep olur. Giderek daha yüksek faiz sunarak iç borçlanmaya gidilmesi borç yükünü ağırlaştırma ve kamu tasarruflarını eritme yönünde etki yapar.

1.3. Dış Finansal Serbestleşme: 1984 Sonrası

1984 yılında 30 sayılı kararla yerleşiklerin döviz bulundurmaları, bankalarda deviz tevdiat hesabı açmaları, dövizle borç ilişkisine girmeleri, kambiyo işlem yetkisi olan bankaların kambiyo işlemi yapmaları serbest bırakılır. Böylece dış serbestleşme kısmî olarak gerçekleşir.

Dış serbestleşme sonrası, latin- Amerika ülkelerinde olduğu gibi kısa vadeli sermaye girişi olmaz. Bu durum, kısmen serbestleşmenin ticaret gereklerine ve yatırım teşvik belgesine sahip olma şartlarına dayandırılması sebebiyle pek çok firmanın pazarın imkânlarından mahrum kalması kısmen de bankaların borç ilişkisine girmekte ve uluslararası kuruluşların kedi açmakta isteksiz davranmaları ile açıklanır. (Ekinci ve Altinkemer,1992,s.8). Yinede 1984 yılı hariç 1987 yılına kadar mütevazı bir sermaye girişi gözlenir.

1984-87 yılları arasında Merkez Bankası'nın net dış varlıklarında azalma görülür. Dış yükümlülükler dış varlıklardan hızlı artmıştır. Dış serbestleşme sonrası ağırlık kazanan eğilim yurt dışında varlık edinme değil borçlanma olmuştur.

Dış serbesti ile tasarrufların kamu otoritesinin hakim olduğu yapı içinde değerlendirmesini sağlamak ve sermaye kaçışını engellemek amaçlanmıştır. Dış

borç geri ödemeleri 1987 yılına kadar kaynak ihtiyacının başlıca sebebidir. 1987 sonrası yurt dışına kaynak aktarmayı sürdürebilmek için iç borçlanmaya ağırlık verilir. Fakat özellikle dış serbestleşme sonrası döviz TL'ye alternatif olarak şahısların portföyünde öncelikli bir yere sahip olunca iç borçlanmanın maliyeti artar. Para ikâmesini engelleyebilmek ve kamu kesimine kaynak aktarabilmek için giderek daha fazla yüksek faiz haddi sunulur. İç borçlanmanın hedefi kaynak sağlamak iken kaynak ihtiyacını artırmaya başlar. Kamu kesiminin hem yurt dışına hem yurt içine kaynak aktarma zorunluluğu ortaya çıkar. Böylece bir kısır döngüye girilir.

Dış serbesti süreci kendi içinde istikrarsızlık taşır. Yerli paranın değeri enflasyon karşısında korunamadığından ve enflasyona endeksli devalüasyonlarla TL sürekli değer kaybettiği için şahıslar döviz tutmayı tercih ederler. Döviz tevdiat hesabının açılmasına izin verilmesi para ikâmesinin bir sebebi değildir. Fakat serveti döviz olarak tutmanın getirisinin yüksek olmasının yanı sıra döviz üzerinden faiz elde edilmesiyle elde edilen çifte kazanç ve belirsizlik döviz talebinin gerekçelerini oluşturur.

Para ikâmesine dönemsel olarak bakıldığında; 1984-88 yılları arasında belirgin olduğu, 1988 sonrasında faiz hadlerinin serbest bırakılması ile görece duraksama dönemine girdiği, 1990'ların başında ise tekrar hızlandığı görülür. İkâmenin hızlandığı belirtilen dönemlerde döviz tevdiat hesaplarında bir kabarma görülür. 1984-90 arasında devalüasyon ile para ikâmesinin seyriyle aynı çizgidedir. (Üçer, 1994, s. 60) dolayısıyla enflasyon- devalüasyon- dolarizasyon sarmalının yaşandığı gözlemlenir.

30 sayılı karar öncesinde bankalar Döviz varlıklarının %20'sini Merkez Bankası'na devretmek zorundadırlar. 1984'te bu zorunluluk kaldırılınca 1985 yılında kamuya döviz akışı tamamen durur. Çünkü kurumsal ikâme söz konusudur. Devalüasyon beklentisi içindeki bankalar döviz varlıklarını elden çıkarmaya yanaşmazlar. Bu durum 1986 yılın başında munzam karşılık oranının tekrar yürürlüğe girmesini gerekli kılar (Altinkemer ve Ekinci, 1992, s. 12).

1987'de düşük gerçekleşen enflasyon sebebiyle faiz hadleri düşürülür. Dış serbestleşme sonrası birbirinden bağımsız bir faiz ve döviz kuru politikası izleme imkânı kalmaz. Düşürülen faiz haddi, ekonomik ajanları portföylerinin getirisini artırmak düşüncesiyle TL tutmaktan vazgeçmeye teşvik eder. Böylece hızlanan para ikâmesi, enflasyonu kontrol altında tutma hedefi güden ve kamu açıklarını borçlanarak finanse eden kamu otoritesini faiz haddini yükseltmeye zorlar. Ağustos 1987'de düşürülen faiz oranları Ekim 1987'de yükseltmek zorunda kalınır ve para ikâmesi tersine döner.(Ekinci ve Altunkemer, 1992,s.18).

1.3.1. 32 sayılı karar

1984 yılında 30 sayılı kararla getirilen kısmî dış serbestleşme, Ağustos 1989'da 32 sayılı kararla tamamlanmıştır. Yurtdışında ve yurt içinde döviz ve TL cinsinden borçlanma ve borç verme, varlık edinme, kazanç transferi, menkul kıymetlerin yurda giriş çıkışı ve yurt dışına döviz ve TL transfer etmek tamamen serbesttir. TL ve dövizle yapılan işlemlerde yerleşik olma- olmama işlemin yerleşikler açısından borç yada alacak işlemi olması ya da işlem yapılan paranın yerli para birimi olup olmaması farklılık arz etmez.

32 sayılı kararda 30 sayılı kararla getirilen bazı uygulamalar daha da serbestleştirilir. Özellikle yurt dışına döviz transferinde varolan, miktar kısıtlamaları kaldırılır. 30 sayılı kararda kambiyo işlem yetkisi bazı bankalar mahsus iken 32 sayılı kararla kaldırılır. Yerleşiklerin yurt dışından borçlanabilmeleri için yatırım teşvik belgesine sahip olma zorunlulukları yoktur öte yandan, var olan kısıtlamalar kaldırılırken yapısal boşluklar ve kayıt dışı ekonomide denetim altına alınmaya çalışılır.

1989 öncesi kısa vadeli sermaye hareketlerinde belirgin bir çizgi göze çarpmaz. Ancak 1990 yılında dört milyar dolar civarında yüksek bir oranda net sermaye girişi vardır. Bu durum cari işlemler bilançosu açık vermesine rağmen net dış varlıklar artışı aracılığı para arzı bileşeninde sıçramaya sebep olur. Emisyon, M1 ve M2'de 1989 yılında sırasıyla %88, %96 ve % 75 artış vardır.

Sermaye hesabı serbestleştirilmesi sonrası varlıklar ve yükümlülüklerde hareketlilik olur, 1990 yılında yurt içine giren 3.000 milyon dolar sıcak para bir yıl sonra 3.020 milyar dolar olarak yurt dışına çıkar.

1994 yılındaki 4.2 milyar dolarlık sermaye çıkışının ardından sermaye hareketlerinde tekrar artış gözlenir ve 1996 ve 1997 yıllarında, sırasıyla, 8.8 ve 8.7 milyar dolarlık sermaye girişi gerçekleşir. Rusya krizinin ardından portföy yatırımlarındaki önemli düşüşün de etkisiyle, 1998 yılında net sermaye girişi 448 milyon dolar düzeyinde kalır. 1999 yılında ise özellikle yılın son aylarında Hazine'nin yurtdışında gerçekleştirdiği tahvil ihraçlarının da katkısıyla 4.7 milyar dolarlık net sermaye girişi sağlanır. 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında ülke ekonomisinin krize girmesiyle 10 milyar dolar sermaye çıkışı gerçekleşir.

Cari işlemler açığı ve sürekli sermaye çıkışı sebebiyle rezervler sürekli erir. Özel kesim yurt dışından artan oranda borçlanır. Fakat örtük olarak bu da kamu kesiminin borcudur. Devlet tahvilleri ve hazine bonoları bankalar için garanti yatırımdır. Kamunun sunduğu faiz haddi para ikâmesini önlemek için yüksek belirlenir. Yurt dışından ucuza borçlanıp hazineye pahalıya satmak çok kârlı hale gelir. 1993 yılı eylül ayı itibariyle toplam kısa vadeli dış borcun % 56'sını ticari bankaların borcu oluşturur. (Sonat , 1994, s.5) dış faiz gideri dünyada faiz oranlarının düşmesi sebebiyle azalır, fakat iç borçlanmanın maliyeti fazlasıyla artar. Kamu kesimi finansman açığının kapatılamaması ve özel sektörden giderek yüksek faizle kısa vadeli borçlanmak kamu kesimine ağır yük getirmiştir. Kamu kesiminin finansman açığı iç serbestleşme ile çeliştiği gibi dış serbestleşme ile de çelişmektedir.

İç finansal serbestleşme sonrası toplam tasarrufların mutlak artacağı şüphelidir. Serbestleşme sonrası tasarrufların alternatif varlıklar arasında ağırlığının finansal varlıklar lehine değişmesi beklendiği için olumlu etkilerinin olduğu söylenebilir. Fakat hane halklarının tasarrufları banka sistemi dışında yada yastık altında olabilir. Faiz haddi pozitif değerler de seyrettiğinde sadece kurumsallaşmamış finansal örgütlerden kurumsal yapıya yönelme olabilir. Yada

tasarrufların getirisi enflasyonun altında belirlendiğinden servet kaybına uğramamak için tasarrufunu yurt dışında değerlendiren tasarrufçular tasarruflarının yurt içine aktarmış olabilirler.

Yüksek enflasyon sebebiyle demonitize olan ekonominin yeniden parasallaşması (Monetization) serbestleşmenin beklenen bir sonucudur. Serbestleşme ile birlikte, gayrimenkul altın gibi daha az likit varlıklara yatırılan fonların bankacılık sistemine ve sermaye piyasasına kayması beklenir. Yüksek enflasyon sebebiyle ekonomi bir takas görünümünü alır. Bu gibi makroekonomik istikrarsızlık şartlarında serbestleşme ekonomi üzerinde belirleyici etkiye sahiptir.

İç finansal serbestleşme sonrası faiz, para ve maliye politikaları ile dolaylı etkilenebilecek değişken durumuna gelir. İç finansal serbestleşme ile beraber faizlerin serbest bırakılması ve bankacılık sektörü ve finans sektöründe kamu otoritesinin azalması ve alternatif finansal varlıkların çeşitlenmesinin teşvik edilmesi düşünüldüğünde makro ekonomik istikrara önem verilmesi gereği ortaya çıkar. Ekonomi ister serbestleştirilmiş olsun ister olmasın, makro ekonomik istikrarın varlığı ve tutarlı politikalarla pekiştirilmesi önemlidir. Serbestleştirilmemiş ekonomide doğrudan müdahale araçları ile istikrarsızlığın belki daha keskin fakat kolay ve biçimde önlenilebileceği düşünülebilir. Fakat serbestleşme sonrası bunun kısa sürede sağlanması mümkün olmaz.

Serbestleşme ile senyoraj vergisi alınması imkânı ortadan kalktığı için kamuya kaynak aktarılması kısıtlanır. Belirtilen politikaların bir arada yürütülmesi maliyetli olacaktır. Bu sebepten serbestleşme sonrası kamu dengelerine çeki düzen verilmesi gereği ortaya çıkar.

Yüksek enflasyon sebebiyle yatırım talebinin düştüğü, dış ticaretin tıkanıdığı, yüksek borçluluk sebebiyle dış borç bulma imkânının kalmadığı durumlarda ekonominin parasallaştırılması zorunluluğu vardır. Faiz haddi üzerindeki tavanının kaldırılması para arzını daralttığı için daraltıcı para politikasına alternatif bir politika olarak da öne sürülür. Fakat kamunun süren bir kaynak ihtiyacı varsa kamu açığını artırma ve bunalımı ağırlaştırma şeklinde

etkisi olur. Çünkü bu serbestleştirilmiş bir ekonomide daha güçlü bir enflasyonist baskıya sebep olacaktır. Böylece ortadan kaldırılması hedeflenen problemle bu kez politika alternatiflerini kaybetmiş olarak tekrar karşılaşılacaktır. Serbestleşme sonrası ekonominin kaynak ihtiyacını minimize etmek gerekir.

1.3.2. Finansal Serbestleşme Sürecinde Sermaye Hareketleri

Sermaye hareketlerine ilişkin kontrol ve kısıtlamaların kaldırılması ile ulusal finans piyasalarının uluslararası finans sisteminin bir alt birimi haline gelişinin, ulusal ekonomilere yansıyan önemli sonuçları olmuştur. Sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği gelişmekte olan ülkelerde, ülkeye dış kaynak akışını cazip hale getirmek ve ülkeden sermaye kaçışını önlemek üzere genel olarak yurtiçi faiz oranları yüksek tutulmaktadır. Ülke içi faiz oranlarının dış piyasalara göre yüksek oluşu, yerleşiklere ve yerli finans kurumlarına yurtdışından borçlanmaları halinde cazip kazanç imkânları sağlamaktadır. Gelişmiş ülkelerdeki finans kuruluşları da gelişmekte olan ülkelere verdikleri ödünçler karşılığında daha yüksek getiri elde edebilmektedirler. Böylece hem borçlanan, hem de borç veren ülkelerdeki finans kurumlarının, kredi hacmini olabildiğince artırmaları, kârlarını maksimize etmelerinin bir gereğidir. Bir başka deyişle piyasa sinyalleri olabildiğince borç alınması ve verilmesi yönündedir. Bu süreçte, özel sektörün gerçekleştirdiği sermaye transferinin artışı, kaynakların piyasa sinyallerine göre, etkin kullanımını sağladığı gerekçesiyle olumlu karşılanmaktadır.

Geleneksel olarak, ödünç alınan fonlar reel üretimde değerlendirilir. Çünkü para sadece reel üretim sürecinde kendini arttırabilir. Ancak gelişmekte olan ülkelerin sermaye akışı sağlamak üzere uyguladıkları yüksek faiz politikası, ödünç alınan fonların reel üretimde yeterli kârlılıkla değerlendirilmesini güçleştirici etkiler taşır. Bu arada ödünç alınan fonların, ülkeler arası faiz ve döviz kuru değişimi beklentilerine bağlı olarak ülkeler arasında hızla yer değiştiren fonlardan oluşması da, bu fonların uzun vadeli yatırımlarda kullanılma imkânını kısıtlamaktadır.

Sermaye akışı sağlamak üzere uygulanan politikaların yanısıra, ÷lkeye hızlı sermaye akışının, ÷lkenin makro ekonomik ve parasal şartları üzerindeki etkileri de (ekonominin aşırı ısınması, paranın reel değlerlenmesi, finans kurumlarının zayıflaması vb.) sermayenin üretken yatırımlarda değlerlenmesini güçleştirir.

Böylece bir yandan olabildiğince borç alınmasını (ve verilmesini) cazip hale getiren, bir yandan da alınan ödünçlerin üretken yatırımlarda değlerlenmesini kısıtlayan ortam, gelişmekte olan ÷lkelerin ödünç aldıkları fonların, spekülâtif alanlarda kullanımı şartlarını hazırlamıştır. Sonuç olarak, üretken yatırımlara göre daha avantajlı hale gelen finansal ve spekülâtif yatırımlar artmıştır. Böylece son yıllarda yaşanan krizler gelişmekte olan ÷lkeler açısından borç krizi görünümünde gerçekleşmiştir.

1.3.3. Gelişmekte Olan ÷lkelere Sermaye ve Borç Akışının Genel Özellikleri

Dünya Bankası, ÷lkelere sermaye akışı sağlayan kaynakları;

- ✓ Uzun vadeli dış borçlar
- ✓ Direkt yabancı yatırımlar
- ✓ Portföy yatırımları olarak sınıflandırılmıştır.

Finansal liberalleşme ve finans piyasalarının globalleşmesi sürecinde, gelişmekte olan ÷lkelere sermaye akışında önemli değışiklikler söz konusu olmuştur. Aşağıdaki tablo, 1990'lı yıllarda, gelişmekte olan ÷lkelere akan sermayenin gelişimi ve bileşimini göstermektedir.

Tablo 3 Gelişmekte Olan Ükelere Toplam Sermaye Akışı

	1990	1993	1996
Toplam (Milyar \$)	98	208	282
Kamu	% 57	% 26	% 12
Özel	% 43	% 74	% 88
Kredi Akışı	% 15	% 21	% 29
Direkt Yabancı Yatırımlar	% 24	% 32	% 42
Portföy yatırımları	% 3	% 22	% 16

Kaynak: Global Development Finance, Country Tables. S.557, WorldBank, 1999

Tablo 3'ün incelenmesinden görüleceği gibi, gelişmekte olan ülkelere akan sermaye içinde özel kesimin payı hızla artarken, kamu kesiminin payı düşmüştür. Finans piyasalarının serbestleşmesi ve globalleşmesi sürecinde menkulleşme (sekuritizasyon) eğiliminin artışına paralel olarak menkul kıymet ticareti hızla artmıştır. Örneğin ABD'de 1980 yılında tahvil ve hisse senedi alım satım işlemlerinin GSYİH'daki payı %9 iken, 1990 yılında %89'a, 1998 yılında %230'a çıkmıştır. Menkulleşme özel kesime likiditesi yüksek kağıtlar ihraç ederek doğrudan borçlanma imkânı sağlamış ve bu durum da özel kesimin borçlarının hızla artışı üzerinde etkili olmuştur.

Özel kesime akan sermayenin bileşimi açısından dikkati çeken gelişim ise, 1990'lı yılların başlarında gelişen ülke borsalarına yatırım akışının hızlanması ve böylece portföy yatırımlarının bu ülkeler için sermaye akışı sağlayan önemli bir kaynak haline gelişi olmuştur. Gelişmekte olan ülkelere 1991 yılında 7,5 milyar dolarlık portföy yatırımı yapılmış, 1993 yılında portföy yatırımları 7'ye katlanarak 51,5 milyar dolara yükselmiştir. İzleyen yıllarda gelişmekte olan ülkelere yapılan portföy yatırımları 30 ila 49 milyar dolar arasında dalgalanmıştır. Bu durum finans piyasalarının serbestleştirilmesinin sağladığı imkânların yanısıra gelişmekte olan ülkelerin büyüme hızlarının gelişmiş ülkelere oranla yüksek oluşunun getirdiği yüksek kazançlarla ilişkili olarak ortaya çıkmıştır.

Portföy yatırımlarının, uzun vadeli dış borçlar ve direkt yabancı yatırımlara göre likiditesi son derece yüksektir. Gelişmekte olan ülkelerin, beklentilerdeki değişmelere bağlı olarak hızla yer değiştirebilen fonlardan

sağladıkları sermayenin artışı, bu ülkeler açısından belirsizlik ve risklerin artışı anlamına gelmektedir. Ülkelerden hızla sermaye çıkışının önemli problemlere sebep olacağı açıktır.

Gelişmekte olan ülkelere akan sermaye içinde direkt yatırımların payının da artma eğiliminde olduğu gözlenmektedir. Ancak direkt yatırımların gelişmekte olan ülkeler arasında dağılımı oldukça istikrarsızdır. 1996 yılı itibarıyla direkt yatırımların %80'i Çin, Singapur, Brezilya, Endonezya, Meksika, Malezya, Arjantin, Şili, Hindistan ve Tayland'dan oluşan 10 ülkeye yapılmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerin dış borçlanmaları konusundaki gelişimin ana çizgileri ise şöyle özetlenebilir. Gelişmekte olan ülkelerin toplam borç stokunun, toplam gayri safi milli hasıllarına oranı 1994 yılına kadar artmış, borç stoku bu ülkelerin toplam GSMH değerinin %40'ına ulaşmıştır. 1994 yılından itibaren her yıl düzenli olarak azalan oran, 1997 yılında %35'in altına düşmüştür. Bu durum 1990'lı yıllarda menkul kıymetleşmenin artışı ve geleneksel banka kredilerinin yerini almaya başlamasıyla ilişkilendirilebilir.

Gelişmekte olan ülkelere 90'lı yıllar boyunca yıllık borç akışı her yıl artmış, ancak bu ülkelerin borçlanma sonucu sağladıkları net borç transferi oldukça istikrarsız bir gelişim göstermiştir. Yıllık toplam borç akışından, o yılın toplam borç servisinin (uzun vadeli borç anaparası + uzun ve kısa vadeli borç faizleri), düşülmesiyle bulunan net borç transferi, yıllık borç akışına oranla oldukça düşük düzeyde kalmaktadır. Negatif transferin söz konusu olduğu 1991 yılı dışarıda bırakılırsa, Dünya Bankası verilerine göre yapılan hesaplama sonuçlarına göre 90'lı yıllarda, yıllık borç akışının %9'u ile %21'i arasında değişen bölümü gelişmekte olan ülkelere net olarak transfer edilebilmiştir. Bir başka deyişle gelişmekte olan ülkeler, yıllık borç akışının %91'i ile %79'u arasında değişen bölümünü dış borç anapara ve faiz ödemeleri için kullanmaktadırlar. Bu ülkelerin aldıkları borcun büyük bölümünü borç servislerini yerine getirmek üzere kullandıkları, dış

borçlanmanın gelişmekte olan ülkelere net katkısının düşük düzeyde kaldığı söylenebilir.

Gelişmekte olan ülkelerin borçlanma sonucu sağladıkları net kaynak transferi son derece istikrarsız olmasına rağmen, borç servislerinin düzenli bir biçimde yerine getirildiği gözlenmektedir. 90'lı yıllarda gelişmekte olan ülkeler ihracatlarının %16 ile %17'si arasında değişen oldukça istikrarlı bölümünü dış borç servisleri için kullanmışlardır.

Gelişmekte olan ülkelerin borçlanma sürecinde dikkati çeken bir gelişme de, dış borçların uluslararası rezervlerle karşılanan bölümünün düzenli bir biçimde artışı olmuştur. 1991 yılında gelişmekte olan ülkelerin sahip oldukları uluslararası rezervler, bu ülkelerin toplam dış borç stokunun %18,5'ini karşılarken, 1997 yılında gelişmekte olan ülkelerin uluslararası rezervleri, ülkelerin toplam borç stokunun %28'ini karşılar olmuştur. Bu durum gelişmekte olan ülkelerin borç ödeme kapasitelerinin arttığını, bir başka deyişle borç verenler açısından daha güvenli şartların oluştuğunu göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerin kazandıkları dövizleri, kalkınmalarının finansmanında kullanmak yerine rezerv biriktirmek üzere kullanmalarının, bu ülkelerin uzun vadeli gelişimleri açısından olumlu olarak değerlendirilmesi güçtür. Bu durum finansal serbestleşme sürecinde, dış kaynak girişindeki istikrarsızlıkların gelişmekte olan ülkeleri rezerv biriktirme zorunda bıraktığı biçiminde yorumlanabilir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

1.FİNANSAL SERBESTLİK VE MAKRO EKONOMİK DENGELER ÜZERİNE ETKİLERİ

1.1. Faiz Oranı- Tasarruf ilişkisi

Daha öncede değinildiği üzere Mc kinnon ve Shaw faiz oranındaki serbestleşmenin tasarrufları artıracığını, sermaye kaçışını engelleyeceğini ve büyüme için gerekli kaynakları sağlayacağını öne sürmektedir.

Bu yaklaşımı eleştirenlere göre; bu yaklaşımın geçerli olması için öncelikle ikâme etkisinin (gelecekteki tüketimin şimdiki tüketimi ikâme etmesi) gelir etkisini (gelecekteki gelirin şimdiki geliri artırması) bastırması gerekmektedir. (Blanchard ve Fisher, 1989). Ayrıca faiz oranının yükselmesi kamu borcunun yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde özel kesim tasarruflarını yükseltirken kamu kesimi tasarruflarını azaltacağı için ortalama tasarrufların artmasını beklemek yersizdir.

Yine bu yaklaşımı eleştirenlere göre gelişmekte olan ülkelerdeki tasarruf artışı gelir artışından ileri gelmektedir. Faiz oranı ile tasarruf arasında pozitif ilişkiye örnek gösterilen G.Kore de ortaya çıkan tasarruf artışında devletin finansal kurumlara tüketime yönelik kredilerin maliyetini yükseltmeleri yönünde yaptığı müdahale etkili olmuştur.

Latin Amerika ile ilgili çalışmalar tasarrufların daha çok gelire bağlı olduğu tezini doğrulamaktadır (UNTAD, 1991). Frenkel vd. (1993) Brezilya, Meksika, Arjantin, Şili ve Kolombiya için yaptıkları çalışama da faiz oranı ile tasarruflar arasında kuvvetli bir bağ olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Akyüz ve Cotte (1991) Türkiye, Yugoslavya, Yeni Zelanda, Filipinler ve G.Kore'yi değerlendirdikleri çalışmalarında; Türkiye, Yugoslavya ve Yeni Zelanda da finansal derinleşme olurken tasarrufların düşme eğilimi gösterdiği, Türkiye, Yeni Zelanda ve G.Kore'de faiz oranına bağlı bir tasarruf artışından ziyade tasarrufların enformel sektörden formel sektöre kaydığı, Türkiye, Yeni Zelanda

ve Filipinlerde firmalardan hane halklarına doğru bir gelir transferi sebebiyle ortalama özel tasarruflarda azalma olduğu sonucuna varmışlardır.

Wijnbergen vd. (1992) 1970- 1986 arası Türkiye için tahmin ettikleri regresyon denkleminde özel tasarruflarla vergi sonrası reel faiz oranı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulmuşlardır. Bu çalışmaya göre faiz oranında %2.5'lik artış GSMH'nın % 1'i kadar net özel tasarrufları artırmaktadır. Aynı yazarlara göre 1985 yılından beri özel tasarruflarda görülen artış tümüyle faiz oranına atfedilemez. Yaptıkları ekonometrik çalışmaya göre faiz oranındaki % 5'lik artışın sadece % 2'si faiz oranındaki artıştan kaynaklanmaktadır. Diğer önemli bir faktör ise 1985-86 yıllarında ekonomideki büyüme hızının ortalama büyüme hızından yüksek olmasıdır ve özellikle bu yüksek büyüme hızının sürekli değil arzî bir gelir olarak kabul edilmesi, arzî gelirin ise tüketim eğiliminin düşük olması ve bunun çoğunlukla tasarruf edilmesidir.

Akyüz'e (1990) göre Türkiye'de faiz oranının fazla arttığı 1980-83 yıllarında ortalama tasarruflarda bir azalma görülmesinin sebebi tasarruf eğilimi yüksek olan kesimin (şirketler ve hane halkları) 1980 yılından sonra geliri artan kesimlere (rantiyerler) oranla düşmesidir. Yazar artan tasarrufların faiz dışında başkaca faktörlere bağlı olduğunu öne sürmektedir. Bunların başında şirket gelirlerinin ücretliler aleyhine artması gelmektedir.

Celâsun ve Tansel (1993) Türkiye için fonksiyonel gelir dağılımı ile tasarruf ve yatırım ilişkisi üzerine yaptıkları çalışmada, 1972-88 yılları için reel faiz oranı ile toplam tasarruflar arasında bir ilişki çıkmamakta buna karşılık özel tasarruflar ile reel faiz oranı arasında pozitif ev anlamlı bir ilişki çıkmaktadır. Yazarlar bu çalışmalarında wjinbergen vd. (1992) de gösterildiği gibi arzî gelirin tasarrufları artırma etkisi olduğunu da göstermişlerdir.

Türel (1993) Türkiye için 1980-92 yıllarını kapsayan çalışmasında tasarruflarla reel faiz oranı arasında bir ilişki olmadığı sonucuna varmaktadır. Yazar Celâsun ve Tansel'in farklı bir sonuca ulaşmasının sebebi olarak, Celâsun ve Tansel'in yararlandıkları serilerin taşıdığı hataları göstermektedir. 1972-79 arasında sabit fiyatla ifade edilen DPT tasarruf oranları verileri cari fiyatla ifade

edilen tasarruf oranlarından % 6-7 puan düşüktür. Türel'e göre Celâsun ve Tansel bu sebeple faiz oranı ile tasarruflar arasında pozitif bir ilişki bulmaktadır. Halbuki kendi çalışmasına göre 1980-92 yılları arasında özel tasarruf oranını açıklayan faktörler sadece sürekli ve arzî gelir değişkenleridir.

1.2. Faiz Oranı-Yatırım İlişkisi

Mc kinnon ve Shaw'a göre faiz oranlarının artması ile tasarruflar üzerindeki baskının kalkması finansal açları artırır, finansal derinleşme sağlar ve finansal sektöre etkinlik getirir. Bir yandan kaynak dağılımının sağlanmasıyla sektörel getiri oranları bir birine yaklaşırken, diğer yandan tasarrufların artması ile fon maliyetleri düşer ve yatırımlar artar.

Faiz oranlarının artmasına eleştiriler üç başlı altında toplanabilir.

- ✓ Maliyetleri artırıyor,
- ✓ Riskleri artırıp spekülâtif yatırımları teşvik ediyor,
- ✓ Selektif sanayileşme politikası uygulamalarını engelliyor.

Akyüz (1991, 1993)'e göre, faiz oranındaki artışın maliyet yükseltici etkisi özellikle eksik rekabetin hakim olduğu ekonomilerde kendini daha güçlü hissettirmektedir. Çünkü dar iç pazarın ve tekelci yapıların varlığından yararlanan ticarete konu olmayan mallar üreten sektörlerde faiz oranlarının yükselmesi hemen aşırı fiyat artışlarının yapılmasına sebep olacaktır. Faiz oranlarının yükselişi dış pazarlara yönelik sektörlerde ise kâr oranlarının azalması şeklinde kendini gösterecektir. Çünkü faiz oranlarının yükselmesi ile döviz kurunun değer kazanması rekabet gücünü düşürücü etki yapacaktır. Bu sebeple ihracata açılan bir çok gelişmekte olan ülke faiz oranlarının bu olumsuz etkisini gidermek için ihracata tercihli krediler verme yönüne gitmişlerdir.

Akyüz (1993)'e göre finansal derinleşmenin olması finansal araçların çoğalması tasarrufları mali menkul kıymetlere yönlendirebilir. Ancak tasarrufların rantiyerlerin eline geçmesine sebep olarak spekülâtif fırsatları da

artırabilir. Tasarrufların açık veren sektörlerle fazla veren sektörler (örneğin devletle rantiyerler) arasında yer değiştirmesini sağlayarak spekülâtif yatırımlara sebep olabilir. Faiz oranlarında ki artışın finansal sektörlerle etkinlik getirdiği de oldukça tartışmalı bir konudur. Gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının artması ile beraber kaynak dağılımındaki, etkinliğin bozulması söz konusudur. Çünkü bu ülkelerde geri dönmeyen borçların artması daha çoktur.

Çeşitli ülkelerde yapılan çalışmalar Mc kinnon shaw hipotezini destekler nitelikte değildir. Örneğin çeşitli çalışmalarda banka kredilerinin reel maliyetinin kullanıcı açısından yükselmesinin yatırımlar üzerinde olumsuz bir etkisi olduğu sonucuna varılmaktadır.

Türel (1993) Türkiye’de faiz oranlarının artmasıyla birlikte kaynak dağılımında ve üretimde etkinlik göstergelerinin nasıl etkilendiğini incelemiştir. Bu çalışmada finansal serbestlikle birlikte sektörlerin getiri oranlarının bir birine yaklaştığını göstermektedir. Ayrıca Türkiye’de özel kesim finans kredileri, Borçluluk ve risk oranı yüksek kamu teşebbüsüne yönelmektedir.

Faiz oranı yatırım ilişkisi, Türkiye açısından başka bir çok çalışmada da ele alınmıştır. Rittenberg (1991) Türkiye için bir denge faiz oranının altında kalındığında faiz oranları ile yatırım arasında pozitif ilişki olduğu, üzerine çıkıldığında ise negatif bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Rittenberg Türkiye’de Faiz oranları ile yatırım arasında negatif ilişkinin bulunmasını denge faiz oranının üzerine çıkılmış olmasına bağlamaktadır.

1.3. Dış Finansal Serbestlik Sonrası

Neo klasik teoriye göre, yerli tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli kaynak oluşturacağı kabul edilmektedir. Sermaye hareketlerini serbestleştirilmesi (dış finansal serbestlik) tasarrufların sermaye darboğazı çeken ülkelere akmasına sebep olacaktır yani istenilen büyüme hızına ulaşmak için yurt içi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkelerde faiz oranı yükselecek tasarruf fazlası olan ülkelerin tasarrufları bu ülkelere çekilecektir. Bu süreç gelişmekte olan ülkelerde

faiz oranları uluslar arası faiz oranı düzeyine inene kadar devam edecektir. Global tasarruflar faiz oranına ne kadar duyarlı ise bu süreç o kadar hızlı işleyecektir.

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesini savunan yaklaşım sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile beraber gelişmekte olan ülkelerde bazı problemlerin ortaya çıkmaması için kamu ve para piyasası dengesinin sağlanmış olması gerektiğini belirtmektedir (Reisen ve Fisher, 1993; Dornbusch,1983). Fiyatlarda ve mali sektörde reformlar tamamlanmadan, makro ekonomik denge oluşturulmadan ve parasal politikalar üzerinden kaybolacak otonomiye telafi edecek araçlar oluşturulmadan finansal serbestliğe gitmek yanlıştır. Dış finansal serbestlikten önce kamu tüketim ve yatırım harcamalarının kısılması, sübvansiyonlara son verilmesi, kamu teşekküllerinin özelleştirilmesi, arzı teşvik eden, üretimi daha rekabetçi hale getiren ve sermaye kaçışını engelleyen bir vergi reformu yapılmasını önermektedir

Neo klasik yaklaşımı eleştirenlere göre , bu görüş iki temel varsayımdan yola çıkmaktadır. Birincisi finansal pazarların etkin çalıştığının kabulüdür. İkincisi ise finansal serbestleşmenin tasarrufların dünya ölçeğinde dağılımını düzenleyeceğinin ve faiz oranının ülkeler arasında eşitleneceğinin kabulüdür. Halbuki, finansal pazarların etkin çalışmaması, finansal piyasaların tasarruf ve yatırımlardan bağımsız hareket etmesi günümüz piyasaları için daha çok geçerlidir. Ayrıca, gelişmekte olan ülkeler akan sermaye miktarı arttıkça yatırımların getirisi gelişmiş ülkeler düzeyine inmemekte ülkeler arasında yatırımların getirisi bir yakınlaşma eğilimine girmemekte (Akyüz,1993). Özellikle aşırı dış borçlanma, kamu açıklarının arttığı ve kamu faiz yükünün çok yükseldiği ekonomilerde faiz oranının yükselmesine sebep olabilmekte ve kamu tasarruflarını düşürerek ortalama tasarrufların faiz oranına duyarsız kalmasına sebep olabilmektedir.

Faiz oranlarının düşmemesinin bir diğer sebebi yabancı sermaye akımlarının reel yatırımlar yerine daha çok spekülatif yatırımlara yönelmiş olmasıdır. Spekülatif sermaye girişleri sadece kısa dönemli kazançlara yönelik

olduğu için yatırımların getirisinin azalması yönünde bir gelişme ortaya çıkmamakta (UNCTAD, 1992).

Ayrıca, iç finansal serbestlik sonucu artan faiz oranları etkilerine benzer bir şekilde, spekülatif sermaye akımının rantiyeler tarafından yapılan kısa dönemli yatırımlar olarak kalması ve buna bağlı olarak faiz oranının çok yükselmesi, reel yatırım kararlarını olumsuz yönde etkilemekte yatırım kararları için önemli bir araç olan faiz oranı kullanılabilir bir politika aracı olmaktan çıkmaktadır (Akyüz ve Helds,1993).

Aşırı sermaye girişı sonucu yerli para yabancı paralar karşısında değer kazanmaktadır. Bu olgunun ihracatçı sektörlerin rekabet gücü ve dış ticaret dengeleri üzerinde önemli olumsuz etkileri olmakta, ithalat hacmi ve ekonominin ithalata bağımlılığı artmaktadır (Calvo,1994). Yerli paranın yabancı paralar karşısında reel olarak değer kazanması, ticaret konu olan ve olmayan malların görelı fiyatlarının ikincisi lehine değişmesi demektir. Bu ticarete konu olmayan sektörlerde kârlılık ve yatırım artışını beraberinde getirmektedir. Bunun sonucu uluslararası rekabet gücünün azalması ve genellikle dışa açık bir sektör olan imalat sektörünün olumsuz etkilenmesi ve hizmet ve ticaret sektöründe şişmenin ortaya çıkmasıdır (Uygur, 1994).

Böylece gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan ve süreklilik arz eden yüksek faiz oranı ve değerli döviz kuru spekülatif sermaye akımlarına arbitraj imkânları sağlamaktadır. Spekülatif sermaye girişı yeniden yüksek faizle borçlanma ve döviz kurlarında değerlenmeye sebep olmakta ve ciddi bir kısır döngü meydana getirmektedir.

Aşırı sermaye girişıyle birlikte, gelişmekte olan ülkelerden önemli miktarda sermaye kaçışı yaşanmaktadır. Özellikle artan cari açık ve kamu açığı sebebiyle ortaya çıkan devalüasyon beklentileri ve belirsizlik sermaye kaçışının başlıca sebebidir. Bu anlamda aşırı borçlanma sermaye kaçışının taşıyıcısı olmakta yurt içi tasarrufları kovarak ülkenin tasarruf ve yatırım dengesinin kurulmasında yatırımların artmasında olumsuz etkide bulunmaktadır. Ayrıca

belirsizlik ve makro ekonomik dengesizliklerin artacağı beklentileri doğrudan yatırımlara yönelik sermaye girişini de olumsuz etkilemektedir. (Vos,1993)

Artan yabancı sermaye girişinin sebep olduğu aşırı borçlanma, yurt içi tasarrufların önemli bir bölümünün yatırımlara dönüşmeden yurt dışına kaynak transferi olarak kullanılmasına sebep olmakta, tüketim kredisini ve tüketim malı ithalatının kamçılıyarak yurt içi tasarrufları kovucu etki yapmaktadır (Frankel, 1993). Yoğun spekülâtif sermaye girişi gelişmekte olan ülkelerde yurt içi harcamaları artırarak iç talebi şişirmektedir. Artan iç talebin yatırımlar üzerinde olumlu etki yapabilmesi de yerli paranın değerlenmesi sonucu artan tüketim malı ithalatı ile ortadan kalmaktadır.

1.4. Finansal Serbesti Ortamında Karşılaşılan Olumsuzluklar

Türkiye’de serbestleşmeye yönelik adımlar bazı açılardan ekonominin içinde bulunduğu şartlarla ve bu şartlar için yapılması gerekenlerle gelişmektedir. Serbestleşmeden yatırım için daha fazla kaynak oluşturması ve büyümeyi hızlandırması beklenirken ekonomik politikadaki kısıtlar sebebiyle aksine var olan kaynaklar erimektedir.

Öncelikle ekonominin borç yükü vardır. Yurt içinden yurt dışına transfer sağlamak için özel kesimden kamu kesimine kaynak aktarma zorunluluğu vardır. Kamuya kaynak aktarımı enflasyon vergisi salınması yada iç borçlanma yoluyla olabilir. Enflasyon vergisi toplanması ile serbestleşme bir arada yürütülemez. Çünkü enflasyon vergisi toplayabilmek parasal tabanı genişletmek gerekir. Oysa serbestleştirilmiş bir ekonomide parasal taban artışından kaynaklanan enflasyon para ikâmesi yada sermaye kaçışı ile sonuçlanır. Buna rağmen Türkiye’de 1980’ler boyunca enflasyon vergisi toplanmaya devam edilmiştir.

İhracat geliri, rakip mallar karşı fiyat karşılaştırması ile üstünlük sağlanarak artırılabilir. Bunun için ya maliyetler yada döviz cinsinden malın fiyatı düşürülür. Türkiye’de her iki yolda uygulanmıştır. Hem ücretler reel olarak düşürülmüş hem de sürekli devalüasyon yapılmıştır. Fakat devalüasyon

politikası dış borç yükünü ağırlaştırır ve ithalat pahalılaştır. Ekonomide aramalı ihtiyacı olduğundan ithalatın kısılmasının da bir sınırı vardır. Bu durumda sürekli devalüasyon politikası tercih edilir bir politika olamaz. Devalüasyon ile ilgili bir diğer açmazda sermaye hesabı üzerindeki olumsuz etkisidir. Faiz arbitrajı şartlarından hareketle devalüasyonun yurt dışı finansal varlıkların getirisini yurt içi varlıklar aleyhine artıracakları sermaye kaçışına sebep olacağı ileri sürülebilir.

Finansal serbestleşme sürecinde, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde finans sektörleri hızla büyümüş ve uluslararası nitelikleri ön plana çıkmıştır. İletişim ve bilgisayar teknolojilerindeki gelişimin sağladığı imkânlarında kullanılmasıyla, finans piyasaları teknik açıdan birbirine bağlanmış, yüksek enformasyon-düşük işlem maliyeti, uluslararası finansal işlem hacminin olağanüstü artışına imkân vermiş ve sonuçta finans piyasaları dünya çapında bütünlük arz etmeye başlamıştır.

Finansal piyasaların ileri düzeylerde serbestleştirilmesi ve sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılmış olması, ülke ekonomilerinin finans piyasaları arasındaki bağımlılıkları güçlendirmiş ve ülkelerin makroekonomik politika araçlarını dış piyasaları dikkate almaksızın kullanma imkânlarını kısıtlamıştır.

1997'de Güneydoğu Asya ülkelerinde başlayan ve küresel sistemi etkileyen bir dizi finansal kriz, makroekonomik dengelerini kuramamış, sağlıklı işleyen bir mali sistemden yoksun ülkeler açısından dışarıdan kısa vadeli yoğun sermaye girişlerinin sakıncalarını ve ekonomik ve mali reformların önemini ortaya koymuştur.

Global finans piyasalarında gerçekleştirilen uluslararası finansal işlemler, reel ekonominin gereklerinin çok ötesinde artmıştır. Örneğin döviz piyasalarındaki mali işlem hacminin, dünya ticaret hacmi ile karşılaştırılması, döviz piyasası işlemlerinin reel süreçlerden çözüldüğünü açıkça göstermektedir. Bu konuda yapılan çeşitli çalışmaların sonuçları, toplam döviz ticaretinin sadece %1 ile %2'si arasında değişen bölümünün dünya ihracatının gerektirdiği işlemler için yapıldığını göstermektedir.

Finansal işlem hacmi reel ekonominin gereklerinin çok ötesinde artarken, finansal işlemlerin ortaya çıkış nedenleri de eskiye göre önemli ölçüde farklılaşmıştır. Geline durum, finansal aktiflerin tüm dünya küresi içinde, rantı optimize etmek üzere, para sistemleri arasında sürekli değişildiği kendine özgü bir rant ekonomisinin gelişmesi olmuştur.

Rantı optimize etmek üzere, bir para sisteminden diğerine hızla hareket eden sermaye, ülkelerin ödemeler dengesi, döviz kurları ve faiz oranlarını, bunlar aracılığıyla da tüm ekonomiyi etkilemektedir. Döviz kurları ve faiz oranlarında ortaya çıkan değişimler ise, ülkeye ilişkin yeni değerlendirmeler yapılmasına ve ulusal ekonominin net dış pozisyonunu değiştiren yeni sermaye akımlarına neden olabilmektedir. Finans piyasalarının globalleşmiş olması, istikrarsızlık yapıcı etkilerin ve krizlerin yayılmasını kolaylaştırmaktadır.

1997 yılı ortalarında yaşanan Asya krizinden sonra, serbestçe işleyen finans piyasalarının etkin kaynak dağılımını sağlayacağı tezinin geçerliliği oldukça tartışmalı hale gelmiştir. IMF 1999 Yıllık Raporunda, sermaye hareketlerinde serbestiye gitmenin, yararların yanı sıra riskler de taşıdığı vurgulanmakta, uygun olmayan serbestleştirme adımlarının gelişen piyasaları krize götüren dengesizliklerin birikimine sebep olduğu, kısa vadeli borçların hızla artışının ekonomiyi dışsal şoklara veya güven kaybına karşı daha hassas hale getirdiği belirtilmektedir.

Asya krizinden sonra yaşanan Rusya ve Brezilya krizlerinin de etkisiyle, dünyada uluslararası finans piyasalarının istikrarsızlık yapıcı etkilerinin önlenmesi gereği gündeme gelmiş ve bu konuda yapılabilecek düzenlemeler tartışılmaya başlanmıştır. Uluslararası finans piyasalarına ilişkin reform önerileri genel olarak IMF tarafından şekillendirilmekte, G7/G8 zirvelerinde de ele alınmaktadır.

BEŞİNCİ BÖLÜM

1. BORÇ YÖNETİMİ

Devletin kamu sektörü borçlarını bir iktisat ve maliye politikası aracı olarak kullanması şeklinde tanımlanan borç yönetimi, para politikasını desteklemek amacıyla da kullanılan bir yöntemdir. Borç yönetimi, Hazine'nin toplam nakit ihtiyacını maliyet unsurunu dikkate alarak yönetmesi sürecidir ve borç miktarında ve borçların bileşiminde yani vade ve alacaklılar itibarıyla dağılımında ayarlamalar yapmak şeklinde gerçekleşir. Bu süreçte, devletin finansman maliyetinin uzun vadede minimize edilmesi amaçlanır. Borç yönetiminin temel amaçları, kamu dışı sektörlerden kamu kesiminin borçlanma gereği kadar finansman sağlama, uzun vadede risk primini ve dolayısıyla maliyeti minimize etme ve para politikasıyla eşgüdümlü bir borçlanma programı yürütmedir. Devlet borçları bir iktisat politikası aracı olarak değerlendirildiğinde, sadece bütçedeki gelir eksikliğinin kapatılması sebebiyle borçlanılmamakta, bunun yanında, sırf ekonomiyi etkilemek ve yönlendirmek için de borç alınmaktadır.

Birçok gelişmiş ülkede Hazine içinde örgütlenmiş Borç Yönetimi Bölümleri vardır. Borç yönetimi ile ilgilenen bu bölümlerin temel fonksiyonları şunlardır

- ✓ Bütçenin açık veya fazla vermesi durumlarına göre borçlanmak ya da borcu eksiltmek,
- ✓ Bütçe denkliğinden bağımsız olarak, nakit giriş ve çıkışının uyumsuz olması (nakit açığı oluşması) durumunda günlük açıkları ortadan kaldıracak şekilde nakit hareketlerini uyumlaştırmak,
- ✓ Vadesi gelmiş borçları tekrar borçlanma yoluyla kapatmak.

Borçların vade ve getiri kriterlerinin değiştirilmesi bakımından oldukça önemli olan borç yönetimi, istikrar kazanmak isteyen ekonomiler için ciddi bir

strateji geliştirme aracıdır. Ancak, bu aracın iyi kullanılmamasının sonuçları ağır olacaktır. Özellikle kısa vadeli borçların ödenmesi sırasında yeni kısa vadeli borçlanma araçlarının kullanılması, gelişmekte olan ve yüksek reel faize katlanan ülkelerin bütçelerinde faiz şokları yapabilmektedir.

1.1. Borç Yönetiminin Amaçları

Kamuoyunun güvenini kazanmış iyi bir borç yönetimi, ülkenin içinde bulunduğu yüksek reel faiz ve kısa vade sarmalından kurtulmasını sağlayabilecek önemli anahtarlardan biridir. Borç yönetimi, şu hedeflere ulaşmak için yapılandırılmalı, kanuni desteğe kavuşturulmalıdır;

- ✓ Hükümetin finansal pazarlara girişini sağlamak,
- ✓ Borçlanma maliyetini minimize etmek,
- ✓ Hükümetin borçlanması sırasında pazar etkilerini minimize etmek,
- ✓ Borçlanma araçlarının çeşitliliğini sağlamak,
- ✓ Devlet kağıtlarının ikinci el piyasalarda etkin kullanımını sağlamak,
- ✓ Dengeli bir vade yapısı oluşturmak,
- ✓ Bono piyasalarının sağlıklı gelişimine destek vermek,
- ✓ Hane halklarını tasarrufa teşvik etmek
- ✓ Para programı ve borçlanma programının koordinasyonunu sağlamak.

Devletin borçlanma ihtiyacının karşılanması: Kamu kesimi dengesinin açık vermesi durumunda, bu açığın kapatılması borç yönetiminin temel amacıdır. Borç yönetimi, ülke şartlarına ve piyasa durumuna göre açığın kapatılmasında uygulanabilecek alternatiflerden en etkin ve verimli olanını seçmeyi ve sağlıklı bir şekilde uygulamayı gerektirir.

Hükümetin finansal pazarlara girişinin sağlanması: Borç yönetiminin amaçlarından biri de, devletin borçlanma gereğinin olduğu dönemde finansal pazarlara girişin sağlanmasıdır. Bu amaca ulaşmak, devletin finansal piyasalarda "kaliteli" ve "güvenilir" bir müşteri olarak kabul görmesi ile mümkün olabilir. Bu sebeple, alıcı durumundaki bütün müşterilerde, elinde devlet kağıdı tutma isteğinin uyandırılması başarılı bir borç yönetiminin işlevidir. Bu güvenin oluşturulmasının birinci şartı, devletin teklif ettiği faiz oranının piyasa şartlarında olması, ikinci şartı ise ödemelerin zamanında yapılıyor olmasıdır.

Borçlanma maliyetinin minimize edilmesi: Borçlanma maliyetinin düşürülmesinde dikkat edilmesi gereken unsurlar şunlardır;

- ✓ Her borçlanma sırasında piyasa şartları çerçevesinde en iyi şartlarda borçlanmaya çalışılmalıdır.
- ✓ Faiz ödemelerinin bütçe içindeki payının arttığı ülkelerde maliyet unsuru çok önemli hale gelmiştir. Bu ülkelerde maliyetin yanında borçlanma türleri ve araçları da ciddi bir çeşitlenme göstermelidir.
- ✓ Devletin borçlanma sırasında daha geniş bir alıcı kesimine ulaşmak için kullandığı aracılara ödeyeceği komisyonlar maliyetin minimize edilmesi sırasında gözönünde bulundurulmalıdır.

Hükümetin borçlanması sırasında pazar etkilerinin minimize edilmesi: Devletin borçlanma işlemi sırasında ya da ikincil piyasalarda faizler ve kıymet fiyatlarında yaşanabilecek kararsızlık ve belirsizliklerin önüne geçmek borç yönetiminin görevleri arasındadır. Bu belirsizliğin önüne geçmenin en uygun yolu, devletin borçlanma miktarlarını ve günlerini bir program dahilinde piyasalara duyurmasıdır.

Borçlanma araçlarının çeşitliliğinin sağlanması: Kamu açıklarının, dolayısıyla borçlanma ihtiyacının artarak devam ettiği durumlarda borç yönetiminin iki önemli misyonu ortaya çıkmaktadır. Bunlardan biri, yeni finansal ürünler ortaya çıkarmak suretiyle borçlanma araçlarının çeşitlenmesini sağlamak, diğeri de yeni müşteri potansiyeli oluşturmaya

çalışmaktır. Farklı özellikleri olan borçlanma araçlarına sahip olmanın borç yönetimi bakımından iki önemli avantajı vardır. İlk olarak piyasa şartlarının çok ani ve önemli değişiklikler göstermesi durumunda farklı borçlanma araçları kullanılması borçlanma işlemini kolaylaştırabilecektir. İkinci olarak ise borçlanma maliyetinin minimize edilmesi ve vade uyumsuzluklarının giderilmesi gibi amaçlar, farklı borçlanma araçları kullanılarak daha kolay gerçekleştirilebilecektir.

Devlet kağıtlarının ikinci el piyasalarının etkin işleminin sağlanması: Devlet kağıtları için, geniş, derin, likit ve iyi işleyen bir ikincil piyasasının oluşturulması borç yönetiminin önemli amaçlarından biridir. Etkin bir ikincil piyasa, yapılacak borçlanmalarda önem taşıyan fiyat ve risk unsurları için göstergeler sağlayacağından, borç yönetimi için önem taşıyacaktır. Ayrıca, iyi işleyen bir ikincil piyasa, yeni borçlanmalara olan talebi artıracaktır.

Dengeli bir vade yapısının oluşturulması: Vade farklılıklarının giderilmesi kamu borç stokunun idare edilmesinde önemli bir unsurdur. Aynı tarihlere gelen toplu ödemeler veya yakın tarihlerde olan toplu girişler nakit dengesini bozacağından iyi bir borç yönetiminin vade ile ilgili değişkenleri iyi kontrol etmesi gereklidir. Borç yönetimi planlanırken, uzun vadeli borçlanma yanında, vadesi gelmiş borçların yeni ihalelerle karşılanması gereği de gözönünde bulundurulmalıdır.

Bono piyasalarının sağlıklı gelişimine destek verilmesi: Mali politikaların önceliği, derin ve etkin bir finansal yapılanmanın sağlanmasıdır. İyi bir borç yönetimi, piyasalara derinlik ve çeşitlilik kazandırarak bu etkinliği artırmada önemli rol oynar. Bunu başarmak için ise, hem finansal örgütlerin geliştirilmesi, hem de ilgili nüfusun borçlanma araçları hakkında bilgi sahibi yapılması gereklidir.

Hane halklarının tasarrufa teşvik edilmesi: Genel ekonomik politikalar açısından hane halklarının uzun vadeli tasarrufa teşvik edilmesi önem taşımaktadır. Özellikle enflasyonla mücadelenin ön plana çıktığı ve uzun vadeli yatırımları artırma ihtiyacının doğduğu hallerde bu önem artmaktadır. Borç

yönetimi, hane halklarına yönelik borçlanma araçları çıkarmak suretiyle bu yönde bir tasarruf eğilimi meydana getirebilir.

Para programı ile borçlanma programının koordinasyonunun sağlanması: Devletin borçlanma işlemleri piyasalardan yüklü miktarlarda para çekilmesine, borç ödemeleri ise bir likidite fazlasına yol açmakta, bu gelişmeler de piyasa faiz oranlarını etkilemektedir. Bu nedenle iyi bir borç yönetiminin para programı ile uyumlu bir şekilde yürütülmesi büyük önem taşımaktadır.

Hazine'nin uluslararası standartlara uygun sağlıklı bir borç yönetimi yerine getirebilmesi temel bazı şartların uygulanmasına bağlıdır:

- ✓ Borç yönetimi bağımsız ve şeffaf bir borç idaresi eliyle yürütülmelidir. Bağımsızlık uygun sorumluluk mekanizmaları ile dengelenmelidir. Borçların kompozisyonu ve vadesi konularında karar alacak, takip ve yönlendirme sağlayacak olan Borç İdaresi, borçlanmayı sadece açıkların finansmanı için değil, bir para programı aracı olarak kullanılmalıdır. Kurul, en iyi borçlanma şartlarını araştırarak, değişik borçlanma araçları arasında optimum seçimi yapmalıdır.
- ✓ Borç yönetimi ile ilgili yasal çerçeve özel bir Borçlanma Kanunu ile belirlenmelidir. Bu kanunda Hazine'nin borçlanmasının, borç yönetiminin, garanti verme şartlarının ve kamu kesimine uygun şartlarda dış finansman sağlanmasının usul ve esasları belirlemeli, mevcut yasal düzenlemeler tek bir çatı altında toplanmalıdır.
- ✓ Borç yönetiminin hukuki yönüne özel önem verilmeli, Borç İdaresi içinde bu hususla ilgilenen ayrı bir birim kurulmalıdır.
- ✓ Uzun vadeli borçlanma programlarında beş yıllık kalkınma planları ve Merkez Bankasının ödemeler dengesine ilişkin öngörülerine dikkate alınmalıdır. Yıllık borçlanma hedefleri bütçe, yatırım programları ve yıllık programlar doğrultusunda şekillendirilmeli, cari işlemler açığı, uluslararası rezervler ve borç servisi gibi faktörler

değerlendirilmelidir. Dış ticaretin finansmanı için alınacak kredilerde, dış ticaretteki gelişmeler göz önünde bulundurulmalıdır.

- ✓ İç ve dış borçlanma ile ilgili "ölçüt portföyler" geliştirilmeli, borç idaresinin performansı bu portföyler çerçevesinde değerlendirilmelidir.
- ✓ Borçlanma limitleri, borç stokunun artışını kontrol etmek amacıyla kullanılabilir. Ancak kontrolün sağlanabilmesi, bütçe dışı harcama imkânlarının sınırlandırılmasına ve bütçe ödeneklerinin aşılmasına imkân tanınmamasına bağlıdır. Bu maksatla, bütün borçlanma araçlarını kapsayan borçlanma limiti uygulaması getirilmelidir.
- ✓ Merkez Bankası Kısa Vadeli Avansının kullanılmaması yönündeki eğilim sorgulanmalıdır. Borç stokunun azaltılmasını, reel faizlerin düşürülmesini ve kamu açıklarının kontrol altına alınmasını sağlayacak bir geçiş döneminde, belli kayıtlar altında, KVA kullanımına tekrar yer verilmesi mümkündür. Merkez Bankasından kullanılan kısa vadeli avansın enflasyonist etkisinin, yüksek oranlardaki reel faizlerin yıllar boyunca sürdürülmesinin oluşturduğu etkiye kıyasla daha az olması beklenmelidir
- ✓ Kamu kesiminde atıl kaynak dolaşmasına imkân verilmemeli, bunu sağlamak için kamu kesiminin fonları, her bir kuruluşa ait alt hesapları ihtiva edecek tek bir hesapta toplanmalıdır.
- ✓ Borçların vade yapısını uzatacak önlemler alınmalıdır. Borçların yenilenme (refinansman) riski göz önünde bulundurularak, toplam borç içinde vadesi bir yıl içinde dolacak borç tutarı makul bir seviyeye çekilmelidir
- ✓ Dış proje kredileriyle gerçekleştirilen kamu yatırımlarında, yatırım programlarına aykırı finansman uygulamalarına son verilmelidir.

1.2. İ ve Dış Borçlanma Arasında Tercih

Kamu açıklarının finansmanında dış borç ile iç borç arasında tercih yapılırken öncelikle iç borçlanma alternatifinin göz önünde bulundurulması umumiyetle dış borçlar ülkeden net kaynak çıkışına sebep olduğu için, tercih edilen bir finansman aracıdır. İ borçlar, milli ekonomi içinde kaynak transferine sebep olurlar. Ancak, borçlanmada yüksek oranlarda reel faiz ödenmektedir. Ayrıca, kamunun iç borçlanma talebi ülke para piyasasının büyük bir %sini oluşturmakta ve piyasadaki fonlar yetersiz kalmaktadır. Bu durum yurt dışından gelen fonların (sıcak para) iç borç senetleri almak için kullanılmasına zemin hazırlamaktadır.

Hazine dış borçlanmada titiz davranmakta ve faiz oranlarının artması durumunda dış piyasalardan borlanmamaktadır. Ancak, iç piyasada, oluşan aşırı reel faizlere rağmen borçlanmaya devam edilmektedir. Bunun sonucunda kamu kesiminin borçlanmasında çifte fiyat oluşmakta kamunun dışarıdan almadığı fonlar, özel sektör kanalıyla yurda getirilmekte ve çok daha yüksek faizlerle devlete satılmaktadır. Özel sektör, dışarıdan bulduğu fonlar karşılığında iç piyasada yüksek reel faiz aldığından, özensiz borçlanmakta ve %20-25 gibi yüksek oranlarda reel faize razı olmaktadır.

Esasen, sermaye hareketlerinin serbestleştirildiği gelişmekte olan ülkelerde, ülkeye dış kaynak akışını cazip hale getirmek ve ülkeden sermaye kaçışını önlemek üzere yurtiçi faiz oranları bilinçli olarak yüksek tutulmaktadır. Yani, kamu kesiminin dış piyasalardan borlanmaması (dış piyasalardaki faize razı olmaması), iç piyasalardaki yüksek reel faiz ile birlikte, dış borçlanmanın özel kesim tarafından yapılmasını teşvik etmektedir. Kamu kesiminin risk primi ile daha yüksek olan özel sektörün risk primi arasındaki fark, fon akımındaki tercihin Hazineye kısa vadeli maliyetini oluşturmaktadır. Uzun vadede ise, kreditorlerin Türkiye'ye yüksek faizlerle fon satabilmeleri, döngüsel olarak Hazinenin bir sonraki dış borçlanmasında faizleri artırmaktadır.

Şu halde iç ve dış borç portföyünün maliyet analizi bir arada yapılmalı, Hazineye minimum borçlanma maliyetini sağlayacak iç ve dış borçlanma payının

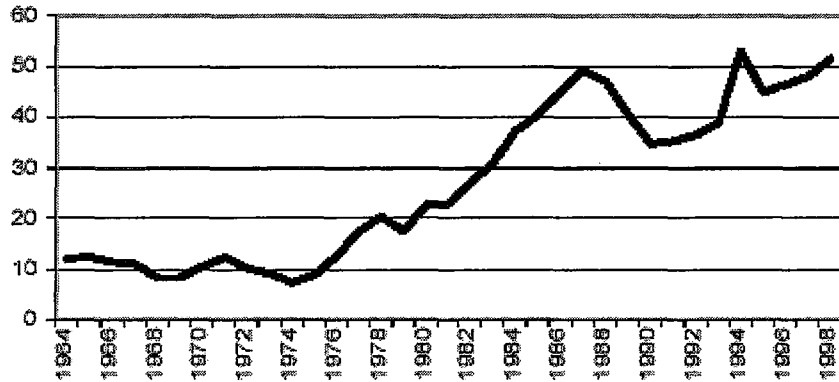
ne olduğu ve bu payın içerisinde minimum maliyeti sağlayacak enstrüman dağılımının ne olacağı belirlenmelidir.

İç borçlanmada yüksek reel faiz ödendiği ve iç piyasanın devletin borçlanma talebini karşılamakta yetersiz kalarak sıcak parayla finanse edildiği durumlarda, uzun vadeleri ve düşük reel faizleri dolayısıyla dış krediler tercih edilmelidir. Böylece, özel sektör vasıtasıyla dış kaynaklardan elde edilen fonlar doğrudan kullanılmış olacak, iç piyasadaki borçlanma üzerindeki baskının azalması sonucu reel faizlerin düşmesine katkıda bulunmuş olacaktır. İç borçlanmada, yukarıda belirtilen olumsuz şartların oluştđu durumlarda, dış borçlanma imkânlarının artırılması için dış piyasalarda daha yüksek faizlere razı olmanın maliyeti, mevcut şartlarla iç borçlanmanın maliyetinden daha az olacaktır.

2.TÜRKİYE'DE DIŞ BORÇLANMA POLİTİKALARI VE BORÇ STOKUNUN GELİŞİMİ

80 sonrası uygulanan ihracata yönelik büyüme yaklaşımı dış borç yükünün artışı da birlikte getirmiştir. Toplam dış borç stokunun GSMH içindeki payı 1970'lerin sonunda % 20 düzeyinde iken 1980'lerin sonunda % 40'lara yükselmiştir. Rakamsal olarak belirtilirse, 1979 yılında 13,4 milyar ABD doları düzeyinde olan dış borç stoku, 1989 yılında 38 milyar dolara çıkmıştır. 1999 yılı sonu itibariyle, dış borç stoku 111 milyar ABD dolarıdır.

Grafik 3 Toplam Dış Borç Stoku / GSMH



Kaynak: Global Development Finance, Country Tables. s. 552 World Bank, 1999

Toplam borç stokunun GSMH'ya oranı 1994 yılında %50'yi aşmıştır. 1994 yılında toplam borç stokundaki düşmeye rağmen, toplam borç/GSMH oranının artmış olması, GSMH değerinin 1994 yılında bir önceki yıla oranla önemli ölçüde düşmesinin sonucudur. 1995 yılında GSMH'nın %43'üne düşen toplam borç/GSMH oranı, izleyen yıllarda artmaya devam etmiş, 1998 yılında %50 sınırını tekrar aşmıştır.

1993 yılı ekonominin hızlı büyüdüğü, TL'nin aşırı değerlenmesinin de etkisiyle ithalatın, dolayısıyla dış ticaret ve cari işlemler açığının hızla arttığı bir yıl olmuştur. Aşırı değerlenmiş kur ve yüksek faiz politikası, uluslararası finans piyasalarından uygun koşullarda borçlanmayı cazip hale getirmiş, bu şekilde toplanan fonlar genel olarak, açıkları giderek artan kamu kesimine yüksek faizlerle ödünç verilmiş, böylece iç ve dış borçlar hızla tırmanmıştır.

1994 yılı başlarında rating kuruluşları Türkiye'yi yatırım yapılabilir ülke statüsünden, spekülasyon ülkesi statüsüne düşürmüşler, Ocak sonunda TL dolar karşısında %14 civarında devalüe edilmiş, izleyen günlerde bir yandan TL'nin değer kaybı sürerken bir yandan da faizler hızla yükselmiştir. 1993 yılında 5.8 milyar dolar düzeyinde olan kısa vadeli borç girişine karşılık, 1994 yılında -7.2 milyar dolar kısa vadeli borç çıkışı söz konusu olmuştur. 1994 yılında, alınan istikrar önlemleri ile talebin ve ithalatın kısılması ile cari işlemler açığı fazlaya dönüşmüş, GSMH değeri önemli ölçüde düşmüştür.

Türkiye'nin toplam dış borç stoğunun GSMH'ya oranı, izlenen dönem süresince 1995 yılındaki düşüşü dışında artış eğilimindedir. 1994 yılına kadar dış borç yükü düzenli bir biçimde artmış ve dış borç stoğu GSMH değerinin %50'sini aşmıştır. 1995 yılında GSMH değerinin %43'üne düşen oran izleyen yıllarda tekrar artış eğilimine girmiş, 1997 yılı itibariyle GSMH'nın %47'sine ulaşmıştır.

Toplam dış borç stokunun toplam ihracat gelirlerine oranı, ülkenin ihracat gelirlerine oranla dış borç stokunun nasıl geliştiğini gösterir. Toplam dış

borç stoku/toplam ihracat gelirleri oranının yükselmesi ülkenin dış borçlarının ihracat gelirlerinin giderek artan bölümü ile karşılanabildiğini gösterdiğinden, ülke açısından olumsuz bir gelişme olarak değerlendirilir.

Ülkenin uluslararası rezervlerinin, dış borçlarını hangi ölçüde karşılayabildiğini izlemek üzere uluslararası rezervlerin toplam borç stokuna oranı bir gösterge olarak kullanılır. Bu oranın düşmesi, ülkenin uluslararası rezervleri ile dış borçlarının giderek daha küçük bir bölümünü karşıladığını gösterir ve ülkenin borç ödeme kapasitesi açısından olumsuz bir gelişme olarak değerlendirilir.

Türkiye'nin uluslararası rezervlerinin dış borçları karşılama oranının oldukça düşük düzeyde kaldığı söylenebilir. 1990 yılında Türkiye uluslararası rezervleri ile toplam borç stokunun %15'ini karşılarken, 1993 yılına kadar uluslararası rezervlerin dış borçları karşılama oranı giderek düşmüş %11,4'e inmiştir. 1993 yılından sonra oran düzenli sayılabilecek bir artış göstermiş, Türkiye 1997 yılında uluslararası rezervleri ile toplam borç stokunun %18,4'ünü karşılayabilir duruma gelmiştir. Bir karşılaştırma yapılabilmesi için, kriz öncesi 1996 yılında Tayland'ın uluslararası rezervleri ile toplam borç stokunun %43'ünü, Güney Kore'nin ise %26'sını karşılayabildiği belirtilebilir.

Tablo 4 Borç Yönetimi Göstergeleri

	1980	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Toplam Borç / Toplam İhracat	331,1	196,1	197,1	199,7	226,3	202,6	178,2	161,7	157,0
Toplam Borç / GSMH	27,4	32,5	33,5	35,2	37,7	50,5	43,1	44,5	47,1
Toplam Borç Servisi / ihracat	28,0	29,4	32,1	32,1	28,6	31,4	27,7	21,9	18,4
Ödenen Faizler / İhracat	14,9	13,5	13,2	13,3	13,3	12,2	10,7	9,1	6,7
Uluslararası rezerv / T. Borç Stoku	17,2	15,4	13,0	13,3	11,4	13,0	18,8	21,8	21,7
Kısa Vadeli Borç / Toplam Borç Stoku	12,1	19,2	17,9	22,4	27,0	17,1	21,3	25,1	24,8

Kaynak: Global Development Finance, Country Tables. s.552, WorldBank,1999

Ülkenin likidite durumu açısından daha anlamlı bir gösterge, uluslararası rezervler/kısa vadeli borç stoku oranıdır. İzlenen dönem süresince Türkiye'nin kısa vadeli borç stoku, uluslararası rezervlerinin üstünde seyretmiştir.

1990 yılında Türkiye'nin uluslararası rezervleri, kısa vadeli borç stokunun %80'ini karşılayabilecek düzeydedir. Kısa vadeli borçların hızla arttığı 1993 yılında, uluslararası rezervlerin kısa vadeli borçları karşılama oranı da hızlı bir düşüşle %42'ye inmiş, 1994 yılında kısa vadeli borçların hızla azalması sonucu uluslararası rezervler, kısa vadeli borçların %76'sını karşılayabilecek bir düzeye gelmiştir. 1995 yılında %88'e yükselen oranın izleyen yıllarda yaklaşık aynı düzeyde kaldığı söylenebilir.

Ülke parasına yönelik spekülasyon atakların, uluslararası rezervleri hızla tüketebileceği gözden uzak tutulmamalıdır. Örneğin 1996 yılı itibariyle Tayland'ın uluslararası rezervleri kısa vadeli borçlarından daha fazladır (%102). 1997 yılında ise kısa vadeli borçlarındaki azalmaya rağmen uluslararası rezervlerinin hızla erimesi sonucu Tayland'ın uluslararası rezervleri kısa vadeli dış borçlarının %77'sini karşılayabilecek bir düzeye inmiştir. Güney Kore'de 1996 yılında uluslararası rezervlerin kısa vadeli borçları karşılama oranı %52 civarında oldukça düşük bir düzeydedir. Kore'de de kriz sonrası kısa vadeli borçlardaki hızlı düşüşe rağmen uluslararası rezervler daha hızlı azalmış ve uluslararası rezervlerin dış borçları karşılama oranı %38'e düşmüştür.

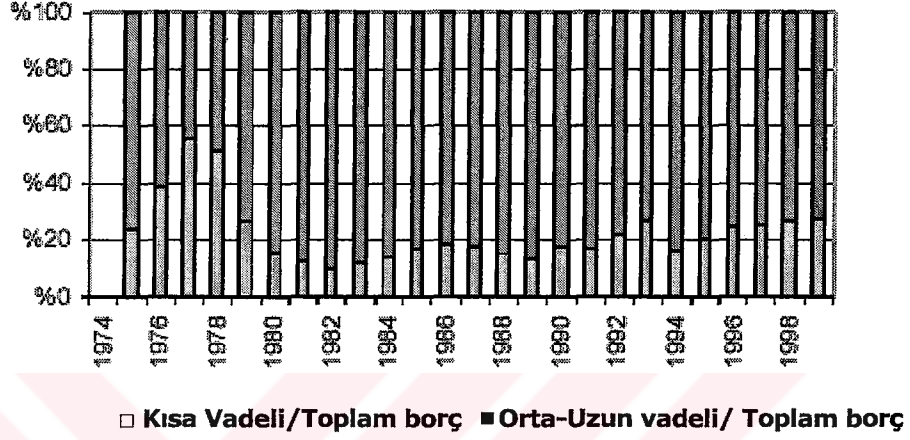
2.1.Dış Borcun Vade Yapısı

Bir yıl ve daha az süreli dış borç kullanımları kısa vadeli, bir yıldan uzun süreli borçlanmalar ise orta ve uzun vadeli olarak tasnif edilmektedir. 1975 ve daha sonrası için bu dağılım incelendiğinde; 1976-78 dönemi dışında, toplam dış borç stokunun önemli bölümünün orta ve uzun vadeli borçlanma olduğu görülmektedir.

Kısa vadeli borçların toplam içindeki payı 1980'lerin başında % 10 düzeyindedir ve bu oran günümüze dek yükselerek 28'lere ulaşmıştır. 1980 sonrası uygulanan dışa açık büyümeye yönelik politikalar dış borçların artmasına

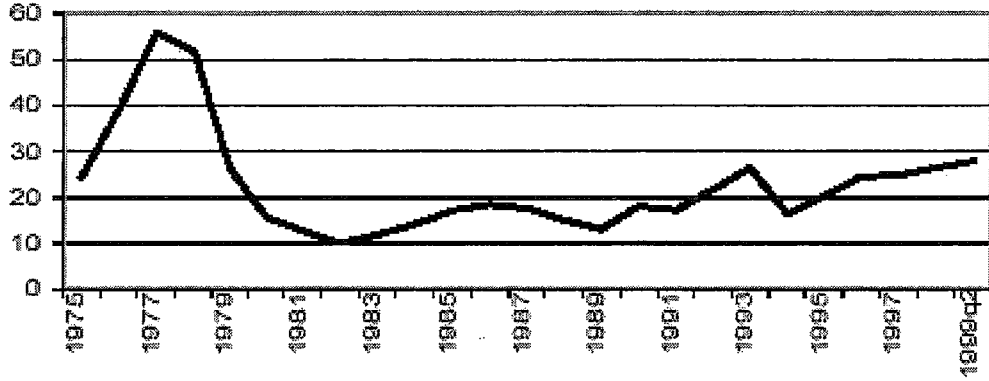
ve kısa vadeli borçlanmanın görece olarak hızlı büyümesine yol açmıştır. Diğer bir deyişle, ekonomi dış borçlara daha duyarlı bir konuma gelmiştir .(Grafik 4 ve Grafik 5)

Grafik 4 Toplam Borç Stoku Vade Dağılımı



Kaynak: Ek tablolar 35, 36 ve 37

Grafik 5 Toplam Dış borç Stoku içindeki Kısa Vadeli Borçların Oranı



Kaynak: Ek tablolar 35, 36 ve 37

Toplam borç stokunun vadelerine göre dağılımına ilişkin veriler, 90'lı yıllarda toplam borç stoku içinde kısa vadeli olanların oranının %17 ile %27 arasında dalgalandığını göstermektedir. Toplam borç stoku içinde kısa vadeli olanların payının en yüksek olduğu yıl %27 ile 1993 yılı, en düşük olduğu yıl ise %17 ile 1994 yılı olmuştur.

Uzun vadeli dış borçların kamu ve özel kesim arasında dağılımına bakıldığında, 1990 yılında uzun vadeli borçlar içinde %2,6 olan özel kesimin payının yıllar itibariyle artarak 1997 yılında %30'a yükseldiği görülmektedir. 1990'lı yılların ortalarından itibaren dış borçlanmanın özelleşmesi (daha ziyade özel sektör tarafından yapılır hale gelmesi) ve iç ve dış borçların hızla tırmanmasıyla, faiz ödemelerinin oluşturduğu mali baskılar da artmıştır.

2.2. Dış Borç Stokunun Döviz Kompozisyonu

Hazine Müsteşarlığı tarafından dış borç stokunun döviz kompozisyonu ve kur etkisi tablosu üçer aylık olarak yayınlanmaktadır. 1999 yılı Haziran ayı sonu itibariyle dış borç stokunun %52,6'sı ABD doları, %31,1'i Euro ve %8,1'i Japon yeni cinsinden borçlardan oluşmaktadır. Fransız Frangı ve İsviçre Frangı sıralamada diğer önemli para birimlerini oluşturmaktadır. Dış borç stokunun

döviz kompozisyonu yıllar itibariyle benzer seyrini korumuştur. Ancak, 1996 yıl sonrasında Japon yeni cinsinden borçlanmaların payı azalmıştır.

Vade ayırımlarında döviz kompozisyonları incelendiğinde, 1999 Haziran ayı sonu itibariyle kısa vadeli borçların % 63,9'unun ABD doları, % 22,8'inin Euro ve % 4'ünün Japon yeni cinsinden borçların olduğu izlenmektedir. Orta ve uzun vadeli borçlanmalarda ABD doları, Euro ve Japon yeni sırasıyla %48,1, %34,4 ve %9,6 oranlarına sahiptir. Kısa vadeli borçlanmalarda Japon yeninin payı 1996 yılından itibaren artmaya başlamıştır

**Tablo 5 Dış Borç Stokunun Döviz Kompozisyonu (1996-1999)
(Milyon \$)**

	1996		1997		1998		1999	
	Tutar	%	Tutar	%	Tutar	%	Tutar	%
USD	12.016	58,6	13.824	61,1	16.045	58,9	17.836	63,9
DEM	6.177	30,1	6.186	27,3	7.880	28,9	6.372	22,8
SDR	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
CHF	330	1,6	306	1,4	343	1,3	326	1,2
GBP	323	1,6	370	1,6	327	1,2	232	0,8
JPY	344	1,7	524	2,3	933	3,4	1.122	4,0
FRF	312	1,5	319	1,4	369	1,4	385	1,4
NLG	255	1,2	241	1,1	350	1,3	307	1,1
DİĞER (USD)	760	3,7	864	3,8	989	3,6	1.322	4,7
Topla m	20.517	100	22.634	100	27.236	100	27.902	100

<http://www.hazine.gov.tr/stat/borc.htm> 25/06/ 2003

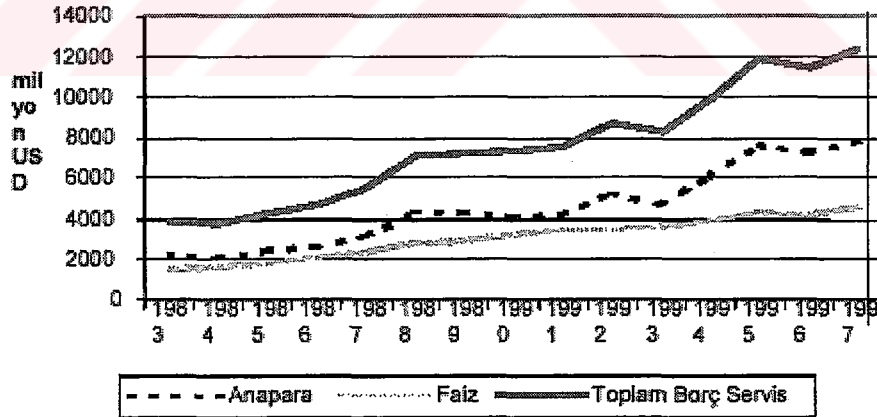
2.3. Dış Borç Akışının Gelişimi

Türkiye'ye yıllık borç akışı oldukça istikrarsız bir gelişim göstermiş, 1994 yılı dışarıda tutulursa, yıllık borç akışı 5 ile 20 milyar dolar arasında değişmiştir. 1994 yılında özellikle kısa vadeli borç akışının tersine dönmesi ile, yıllık toplam borç akışı -1,5 milyar dolar değerini almıştır.

Kısa ve uzun vadeli borç akışlarından, kısa vadeli borç akışlarının daha istikrarsız bir seyir izlediği gözlenmektedir. Yıldan yıla önemli dalgalanmalar gösteren kısa vadeli borç akışının en yüksek olduğu yıl 5,8 milyar dolar kısa vadeli borç girişinin olduğu 1993 yılıdır. İzleyen yıl ise -7,2 milyar dolar kısa vadeli borç çıkışı gerçekleşmiştir.

Yıllık toplam (uzun ve kısa vadeli) borç akışından, uzun vadeli borç anapara geri ödemelerinin düşülmesiyle bulunan net borç akışının gelişimi de oldukça istikrarsız olmuştur. Uzun vadeli borçlar için yapılan anapara geri ödemeleri ise oldukça istikrarlı bir seyir izlemiş ve yılda 4 ile 7 milyar dolar arasında değişen miktarlarda anapara geri ödemesi yapılmıştır. 1994 yılında, alınan uzun vadeli borçlardan daha fazla anapara geri ödemesi gerçekleştirilmiş, 1995 yılında anapara geri ödemeleri o yıl alınan uzun vadeli borçlara eşit olmuştur. Bu yıllar dışarıda bırakılırsa 90'lı yıllarda her yıl alınan uzun vadeli borcun %38'i ile %87'si arasında değişen bölümü anapara geri ödemeleri için kullanılmıştır.

Grafik 6 Toplam Dış Borç Servisi



Kaynak: Ek tablo 39

Yıllık borç akışından, uzun vadeli borçlar için yapılan anapara geri ödemeleri ile tüm borçlar için yapılan faiz ödemeleri toplamının (borç servisi) düşülmesiyle, borçlanma sonucu sağlanan net artış bulunmaktadır. Bir başka deyişle yıllık borç akışının bir bölümü borç servisleri için kullanılmakta, geriye kalan bölüm de borçlanma sonucu sağlanan net artışı oluşturmaktadır.

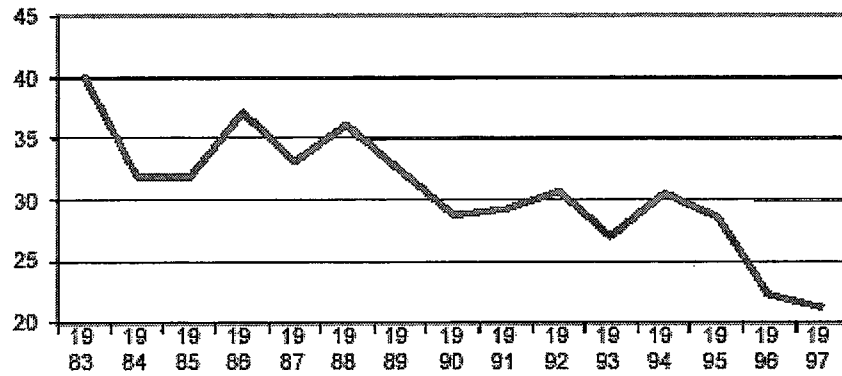
Borçlanma sonucu sağlanan net artış yıllar itibariyle önemli ölçüde dalgalanmalar gösterirken, ana para geri ödemeleri gibi toplam borç servisleri de istikrarlı biçimde sürdürülmüştür. Yıllar itibariyle artma eğiliminde olan toplam borç servisi 7,4 ile 11,4 milyar arasında değişmektedir.

Borçlanma sonucu sağlanan net artışın yüksek olduğu yıllar 1993, 1996 ve 1997 yılları olmuştur. 1991, 1994 ve 1995 yılları ise net borç transferinin negatif değer aldığı, bir başka deyişle anapara ve faiz şeklinde yapılan ödemelerin, o yılın borç akışından daha yüksek olduğu yıllardır

Net borç transferinin negatif olduğu yıllar dışında bırakılırsa, 90'lı yıllarda yıllık borç akışının %82 ile %55'i arasında değişen bölümü anapara geri ödemeleri ve faiz ödemeleri için kullanılmıştır. Yıllık borç akışının faiz ödemeleri için kullanılan bölümü ise, alınan borcun %20'si ile %66'sı arasında değişmiştir. 1993 yılında borç akışındaki hızlı artıştan sonra 1994 yılında alınan borçların %66 gibi oldukça yüksek bölümünün borç faizlerinin ödenmesinde kullanıldığı dikkati çekmektedir.

Dış borç servisi 1997 yılı sonu itibariyle 7,8 milyar ABD doları anapara, 4,6 milyar ABD doları faiz ödemeleri olmak üzere toplam 12,4 milyar ABD doları düzeyindedir. Dış borç servisi artan dış borç stokuna paralel olarak sürekli artma eğilimdedir, ancak ihracat, diğer hizmet gelirleri ve özel karşılıksız transferlerin toplamı olarak tanımlanan cari işlem gelirleri içindeki payı 1988 yılından itibaren düşmektedir. 1988 yılında bu oran %36 iken, 1997 yılında %21'e gerilemiştir.(Grafik 7 ve Grafik 8)

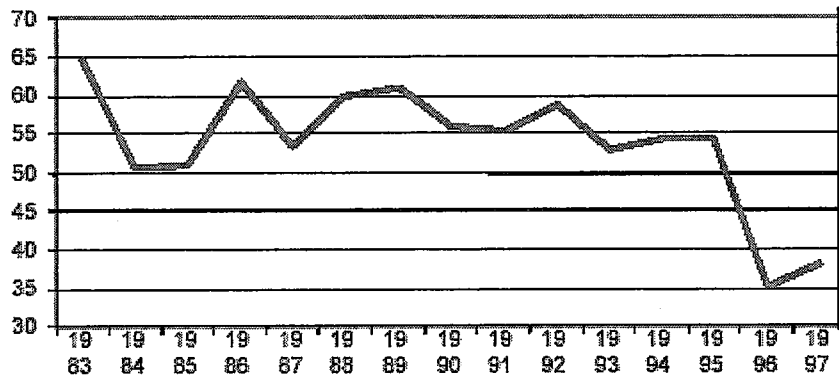
Grafik 7 Dış Borç Servisinin Cari İşlem Gelirine Oranı



Kaynak: Ek tablolar 38 ve 39

Ülkenin dış borç anapara ve faiz ödemeleri için kullandığı döviz miktarının, mal ve hizmet ihracatından elde ettiği döviz gelirlerine oranı ülkenin borç ödeme kapasitesine ilişkin fikir veren bir göstergedir. Toplam borç servisi/toplam ihracat gelirleri oranının düşmesi, borç servislerinin ihracat gelirlerinin giderek azalan bölümü ile karşılanabildiğini gösterdiğinden olumlu olarak değerlendirilir. Dış borç servisinin ihracat gelirleri içindeki payı 1980'lerin sonunda %60'lar düzeyinde iken 1990'ların sonunda %35'e dek gerilemiştir. Bu gerilemede ihracat gelirlerindeki hızlı artışın yanısıra 1996 yılından itibaren bavul ticareti rakamının toplam ihracat verilerine yansıtılması da etkili olmaktadır. Benzer şekilde, dış borç faiz ödemelerinin ihracat gelirlerine oranı incelenen dönemde %25 düzeyinde iken 1990'lı yılların sonunda %13'e dek düşmüştür

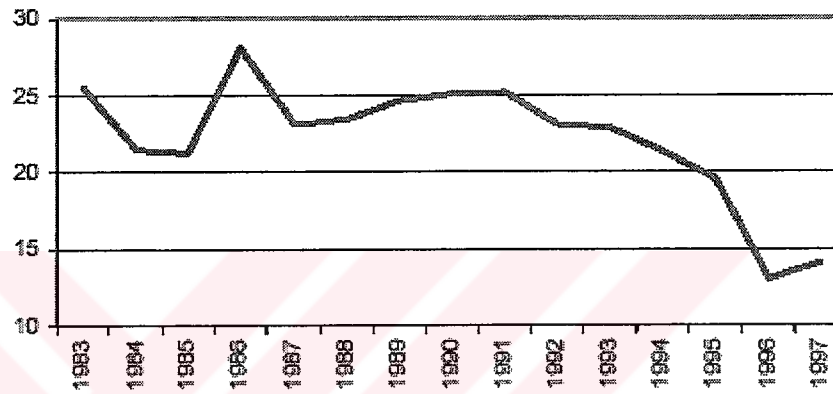
Grafik 8 Dış Borç Servisi / İhracat Gelirleri



Kaynak: Ek tablo 38 ve 39

İhracat gelirlerinin faiz ödemeleri için kullanılan bölümünü gösteren faiz ödemeleri/ihracat gelirleri oranı 90'lı yılların başlarında %13 civarındadır. 1994 yılında ihracat gelirlerinin faiz ödemeleri için kullanılan bölümü %10,7'ye düşmüş ve izleyen yıllarda da ihracat gelirlerindeki artışa paralel olarak ihracat gelirlerinin faiz ödemeleri için kullanılan bölümü giderek azalmıştır. 1997 yılı itibariyle ihracat gelirlerinin %6,7'si faiz ödemeleri için kullanılmıştır.

Grafik 9 Faiz Ödemeleri / İhracat Gelirleri



Kaynak: Ek tablo 38 ve 39

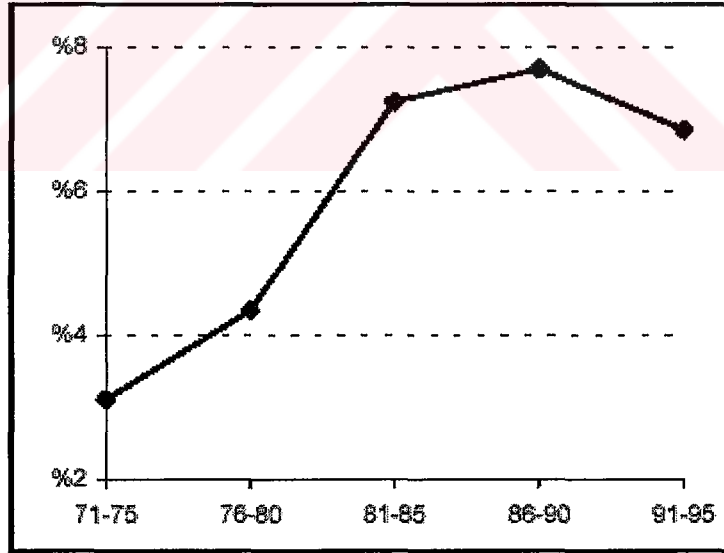
3. DIŞ BORÇLARIN MALİYETİ: FAİZ, KUR ETKİSİ VE DİĞER MALİYETLER

3.1. Ödenen Faizler

Kullanılmış ve henüz geri ödenmemiş olan borç miktarı üzerinden faiz ödenmektedir. Kredi anlaşmalarında faiz, sabit veya değişken oranlı olarak belirlenmektedir.

1970-1996 yılları arasında, 26 yıllık dönem boyunca 35 milyar ABD dolarını aşan miktarda dış borç faizi ödenmiştir. Borç stokundaki artışa bağlı olarak, ödenen faiz miktarı genellikle artmaktadır. Faizin oranının da önemli ölçüde değiştii görülmektedir.

Grafik 10 Ortalama Dış Borç Faiz oranları



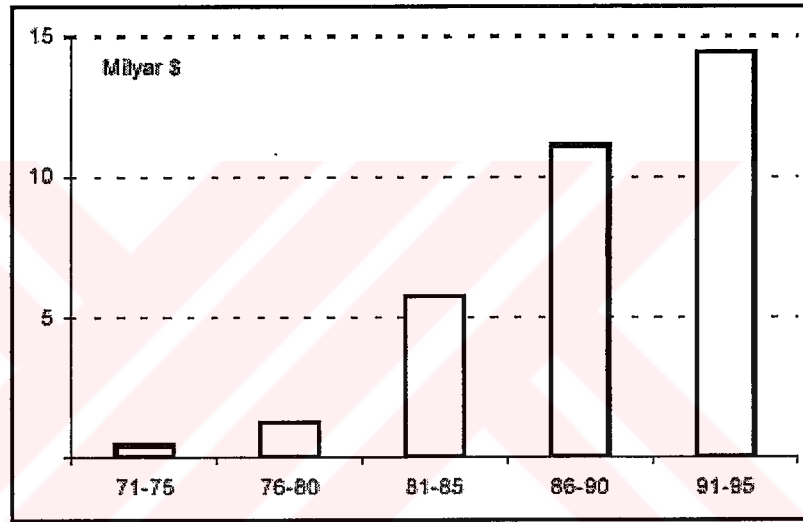
Kaynak: Ek tablo 40

1980 sonrası dönemde faiz oranları iki kat artmıştır. 1980 yılı öncesi ve sonrası faiz oranları oldukça farklıdır. 1980 yılına kadar hiç bir yıl % 5'in üzerine çıkmamış, 1971-1975 arasında ortalama % 3,11, 1976-1980 arasında ise %

4,34 olarak gerçekleşmiştir. 1981 yılından itibaren ödenen faiz sürekli olarak, % 6'nın üzerinde olmuştur.

Kamunun dış borç faiz ödemeleri giderek ağırlaşmaktadır. 1981 yılına kadar ödenmekte olan yıllık faiz 500 milyon doların altındadır. 1981 yılında 1 milyar USD' ye yakın bir faiz ödenmiş olup takip eden yıllarda bu rakam sürekli 1 milyar doların üzerinde olmuştur. Faiz ödemeleri 1990'dan itibaren yıllık 3 milyar dolar civarında gerçekleşmiştir.

Grafik 11 Dış Borç Ödemeleri (*)



(*) 5'er Yıllık Toplamlar

Kaynak: Ek tablo 40

3.2. Diğer Maliyetler

1970-1996 yıllarını kapsayan dönemde kamu dış borç stoku 1,8 milyar ABD dolarından 48,8 milyar dolara yükselerek, 47 milyar dolar artmıştır. Söz konusu dönemde 78,7 milyar dolar kredi kullanılmış buna karşılık 52,8 milyar dolar anapara geri ödemesi gerçekleştirilmiştir. Bu iki rakam arasındaki farkı ifade eden net akım 25,9 milyardır. Stok dönem sonunda net akım kadar artması gerekirken, net akım dışında 21 milyar dolar daha artmıştır. Stokta artışa veya azalışa sebep olan faktörler aşağıda sıralanmıştır:

a. Döviz kurlarındaki değişmeler: Borç stoku değişik döviz cinslerinden yükümlülükleri ihtiva etmektedir. Çapraz döviz kurlarındaki değişiklikler ABD doları cinsinden hesaplanan döviz stokunda önemli farklar ortaya çıkarmaktadır. Bu fark, borç stokunu ABD doları cinsinden azalma yada artma yönünde etkileyebilir. Borç stokumuzda önemli oranda DM cinsinden borç yer aldığından, DM'nin dolar karşısında değer kazanması borç stokunu artırmakta, doların DM karşısında değer kazanması ise azaltmaktadır.

b. Borç bağıslama ve indirimleri: Borcun anapara ödemelerinin bağıslanması ya da bir bölümünün indirilmesi borç stokunu azaltmaktadır. Ancak, ülkemiz borçlarında önemli miktarlarda bağıslama veya indirim yapılmamıştır.

c. Bazı kredilerde uygulanan ve borç bakiyesini etkileyen ayarlamalar: Dünya Bankasından sağlanan, döviz havuzuna tabi borçlarda bankanın uyguladığı yeniden değerleme miktarı borç stokuna eklenmekte veya stoktan düşülmektedir. OECD ülkelerinden sağlanan bazı resmi ve garantili ihracat kredilerinde ihracat sigorta primi olarak belirlenen bir miktar her bir kredi kullanımı ile birlikte hesaplanarak borç bakiyesine eklenmektedir. Avrupa Yatırım Bankasından sağlanan ve Avrupa Para Birimi (ECU) karşılığı farklı döviz cinsleri üzerinden ödeme yapılan borçlarda kullanılan çapraz kurlar nedeni ile borç bakiyesi değişebilmektedir. İslam Kalkınma Bankası'ndan sağlanan kredilere uygulanan mark-up oranına göre yapılan hesaplama yine kredi kullanımı ve anapara ödemesi dışında borç stokunu etkileyen bir diğer faktördür. Bütün bu kredilerde anapara ödemeleri, kullanılan kredi miktarından farklı olabilmektedir. Genellikle bu farklılık ülkemiz aleyhinde, borç stokunu artırıcı yönde gerçekleşmektedir. Sayıştay 1997 Yılı Hazine İşlemleri Raporunda, sadece 58 adet Dünya Bankası kredisinden kaynaklanan ilave maliyetin 1.3 milyar dolar olduğu belirtilmiştir.

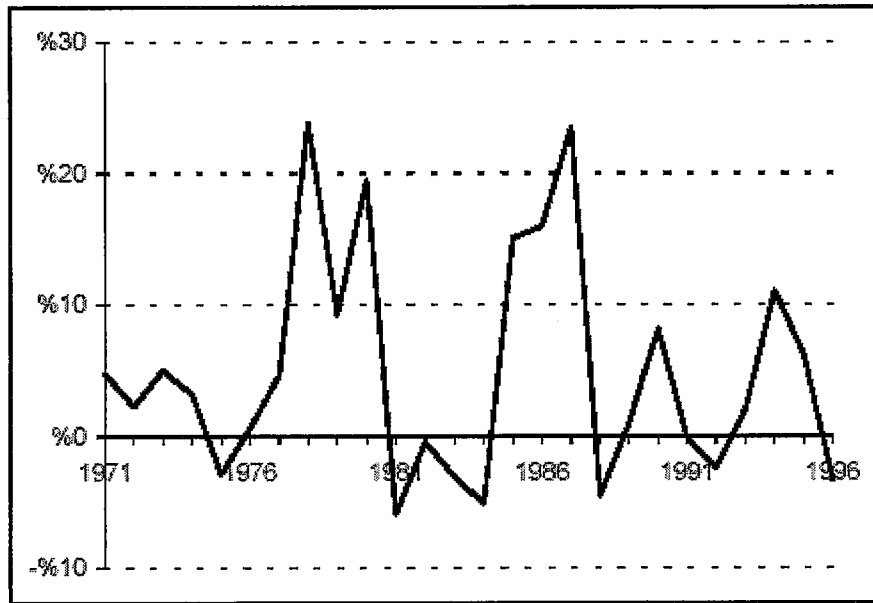
d. Faizin anaparaya eklenmesi: Bu durum daha çok, belirli bir süre için borç ödeme güçlüğü ortaya çıktığında söz konusu olmaktadır. Kredi veren kuruluşlarla yapılan anlaşmalar(borç erteleme ve refinansman

anlaşmaları) çerçevesinde ödeme dönemi gelmiş olan borç faizleri ödenmeyip borç bakiyesine eklenmekte, bu şekilde kısa bir süre için ödeme gücünü aşmaktadır. Ancak bu durum borç stokunu artırmaktadır.

e. *Kayıtlarda değişiklik, düzenleme ve yenilemeler:* Kredi kullanım ve anapara geri ödemesi bilgilerinin ait olduğu dönemde kaydedilmemesi ya da yanlış kaydedilmesi nedeniyle sonraki dönemlerde sık sık değişiklikler yapılmakta ve borç stoku rakamları revize edilmektedir. Sonradan ortaya çıkan bu farklar borç stokuna eklenmekte ya da stoktan düşülmektedir. Bu şekilde yapılan düzeltmeler, kamu dış borç stokunda 1995 ve 1998 yıllarında 5'er milyar dolarlık artışa neden olmuştur.

Faiz dışı farkların dönem başı borç stokuna oranları Şekil 22'de gösterilmiştir. Büyük ölçüde çapraz kur etkisinden kaynaklanan bu farklar yıllar boyunca oldukça değişken bir seyir izlemiştir. Faiz dışı farklar, zaman zaman borç stokunun USD cinsinden değerini azaltmakla birlikte, genel olarak stoku artıran, önemli bir etkidir. 1970-1996 yılları arasında söz konusu farklardan kaynaklanan maliyet toplam olarak, borç için ödenen toplam faizin % 60'ına ulaşmaktadır.

Grafik 12 Dış Borçtaki Faiz Dışı Maliyetler



Kaynak: Ek tablo 40

1970-1996 yılları arasında borç stokunda kredi kullanımı ve anapara geri ödemeleri dışında 21,1 milyar ABD doları artış olmuştur. Bu artış büyük ölçüde borç stoku içindeki değişik döviz cinslerinden olan borçlardaki kur farklarından kaynaklanmıştır. Artışın 5 milyar doları 1995 yılında dış borç rakamının revize edilmesi sonucunda yapılan düzeltmeden kaynaklanmaktadır. Dünya Bankası kredilerinde havuz sisteminden kaynaklanan maliyet artışı bu rakamın yaklaşık 1,5 milyar dolarını oluşturmaktadır.

Tablo 6 Dış Borç Stokunda Çapraz Kur Etkisi

	Stoktaki Değişme		DEM		JPY	
	Miktar	Oranı	USD/DEM	DEM Değ.	USDJPY	JPY Değ.
1970			3,63			
1971	88	% 4,77	3,22	% 11,29		
1972	50	% 2,25	3,22	% 0,00		
1973	123	% 5,01	2,66	% 17,39		
1974	81	% 3,18	2,45	% 7,89		
1975	-91	-% 2,90	2,52	-% 2,88		
1976	19	% 0,60	2,33	% 7,54		
1977	166	% 4,69	2,23	% 4,29		
1978	1056	% 23,79	1,8	% 19,28		
1979	601	% 9,30	1,73	% 3,89		
1980	2141	% 19,41	1,97	-% 13,67		
1981	-995	-% 5,90	2,26	-% 14,72	221	
1982	-71	-% 0,47	2,36	-% 4,42	232	-% 4,95
1983	-487	-% 3,03	2,75	-% 16,53	233	-% 0,43
1984	-811	-% 5,06	3,13	-% 13,82	250	-% 7,30
1985	2482	% 15,01	2,46	% 21,41	200	% 20,00
1986	3115	% 15,94	1,94	% 21,14	160	% 20,00
1987	5698	% 23,46	1,59	% 18,04	123	% 23,13
1988	-1415	-% 4,49	1,77	-% 11,32	124	-% 0,51
1989	334	% 1,00	1,69	% 4,52	143	-% 15,32
1990	2655	% 8,19	1,5	% 11,24	134	% 6,26
1991	-46	-% 0,12	1,61	-% 0,67	125	% 6,72
1992	-957	-% 2,41	1,61	-% 6,62	124	% 0,80
1993	817	% 2,02	1,73	-% 7,45	111	% 10,48
1994	4695	% 19,99	1,55	% 10,40	99	% 10,51

<http://www.hazine.gov.tr/stat/borc.htm> 25/06/2003

ABD dolarının dövizler karşısında değer kaybetmesi durumunda diğer döviz cinslerinden olan borç bakiyesinin dolar karşılığı yükseleceği için borç

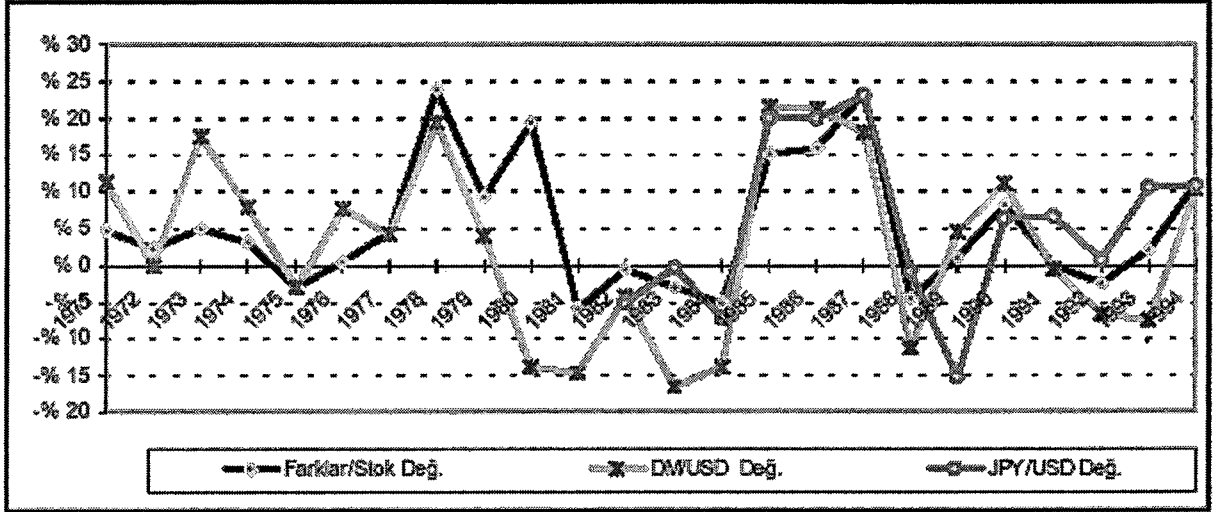
stokunda artış olmaktadır. Tablo 5’de borç stokumuzdaki net akım dışı farklar ile doların DEM ve JPY karşısındaki değeri karşılaştırılmaktadır. Grafik 13’te de görüldüğü üzere karşılaştırılan seriler arasında yakın bir ilişki vardır. DEM ve JPY’nin dolar karşısında değer kazandığı yıllarda ABD doları cinsinden hesaplanan borç stokumuzda net akım dışı artış görülmekte, doların görece değer kazandığı yıllarda ise borç stokunda azalma yönünde bir etki ortaya çıkmaktadır. Özellikle 1980 sonrası dönem için stoktaki net akım dışı farkların oranı ile DEM’in dolar değerindeki değişimin oranı arasında hesaplanan korelasyon 0,92 gibi yüksek bir düzeydedir.

Bu durum, borç stokunda oluşan farkların büyük ölçüde çapraz kur dalgalanmalarından ve buna bağlı etkenlerden kaynaklandığını göstermektedir.

Paralel ilişkinin bulunmadığı yıllarda çapraz kur etkisinin ötesinde bazı etkenlerin rolü vardır. Örneğin 1978-1980 yıllarında sapma olduğu açıkça görülmektedir. Farkların stoka oranı, çapraz kur oranını daha düşük bir düzeyde izlemelidir. Ancak 1978 ve 1979 yıllarında çapraz kur etkisini aşan, 1980 yılında ise tam tersine çeviren bir diğer etken vardır. Bu durum büyük ölçüde, söz konusu yıllarda gerçekleştirilen yeniden düzenlemeler sonrası borç faizlerinin anaparaya dönüştürülmesinden kaynaklanmıştır. Bunun dışında, 1972 ve 1987 yıllarında da kısmî sapmalar olduğu görülmektedir.

Seriler arasındaki yakın ilişki Grafik 13’te izlenmektedir

Grafik 13 Borç Stokunda Çapraz Kur Etkisi



Kaynak: Tablo 6

4. DIŞ BORÇLANMA YÖNTEMLERİ

Aşağıda, proje finansman yöntemlerinden klasik finansman (hükümet kredileri, çok taraflı finansman kuruluşlarından sağlanan krediler, ihracat kredileri, ticari krediler), yap-işlet-devret ve yap-işlet modelleri ve sermaye piyasası işlemleri kısaca anlatılmaktadır.

4.1. Klasik Finansman

Klasik finansman yöntemi, projelerin, hükümet kredileri, çok taraflı finansman kuruluşlarından sağlanan krediler, ihracat kredileri ve ticari kredilerle finanse edilmesidir.

4.1.1. Hükümet Kredileri

Hükümet kredileri, herhangi bir ülkenin ikili ilişkiler çerçevesinde Türkiye Cumhuriyeti Hükümetine sağladığı kredilerdir. Söz konusu krediler piyasa faiz oranının çok altında bir sabit faize, uzun ödemesiz dönem ve geri ödeme dönemine sahip kredilerdir. Bu özelliklerden dolayı hükümet kredilerine "Uygun şartlı Kredi" veya "Soft Loan" da denilmektedir. Kredi şartları 10 yıl ödemesiz dönem, 30 yıl vade ve % 2 faiz oranı gibi çok uygun

şartlara ulaşmaktadır. Bu nedenle altyapı projelerinin finansmanına çok uygun olup, temin edilebildikleri takdirde, altyapı projelerine tahsis edilmektedirler.

Ancak Hükümet Kredileri bağlı kredilerdir. Diğer bir ifadeyle kamu kurumu tarafından açılacak ihaleyi Hükümet kredisi veren ülkeden bir firma kazanmazsa o kredi kullanılamaz. Bu arada anılan firma tarafından getirilen fiyat teklifinin yüksek olması ve kredinin ucuzluğunun fiyatla dengelenmesi ihtimali de mevcuttur.

Hükümet kredilerinin diğer özellikleri şunlardır:

- ✓ Hükümet kredilerinin çok büyük bir bölümü, krediyi veren ülkenin para biriminden oluşmaktadır.
- ✓ Hükümet kredilerinin koşulları çok uygun olduğundan, kredi anlaşmaları metni genellikle kreditor tarafından dikte edilir ve borçlu bunu müzakere edemez.
- ✓ Hükümet kredilerinin asıl amacı krediyi veren ülkenin ihracatını artırmak olduğundan, doğal olarak dış para gereksinimi yüksek olan projeler tercih edilmektedir. Böylelikle hükümet kredilerinin ister istemez ithalatı arttırıcı yönde ödemeler dengesine olumsuz etkileri bulunmaktadır.
- ✓ Hükümet kredileri ticari kredilerde rastlanan idari ücret, taahhüt ücreti, ajan ücreti ve ihracat kredilerinde bulunan sigorta primi gibi ek maliyetleri içermezler. Bu yönleri ile hükümet kredileri en ucuz finansman kaynağıdır.
- ✓ Hükümet kredilerinin yürürlüğe girmesi için Bakanlar Kurulu tarafından onaylanması gerekmektedir. Bu ise genellikle 1,5-3 ay arasında bir zaman almaktadır.

4.1.2. Çok Taraflı Kuruluşlardan Sağlanan Krediler

Bu tip krediler Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu, Avrupa Yatırım Bankası, Avrupa Konseyi Sosyal Kalkınma Fonu, İslam Kalkınma Bankası ve çeşitli bölgesel kalkınma bankalarından sağlanan yine uygun koşullu kredilerdir. Bu kredilerin ödemesiz dönemi ve geri ödeme dönemi hükümet kredilerinin özelliklerine benzerlik göstermekle beraber, faizi piyasa koşullarına daha yakın, dolayısıyla daha yüksektir. Ayrıca faiz yapısı genelde sabittir.

Çok taraflı kuruluşlardan sağlanan krediler genellikle bağlı kredilerdir. Dünya Bankası, tam aksine, uluslararası ihaleye çıkma şartı koşmaktadır. Ancak özellikle bölgesel kalkınma bankalarından sağlanan kredilerde, yalnızca o bölge ülkeleri arasında ihaleye çıkması şartı bulunmaktadır. Örneğin, Avrupa Yatırım Bankası'ndan sağlanan kredilerde, ihalenin Avrupa Birliği ülkeleri arasında yapılması istenmektedir. Diğer taraftan çokuluslu kuruluşlardan sağlanan krediler, hükümet kredileri ile mukayese edildiğinde çok daha rekabetçi bir ortam oluşturulmaktadır.

Çokuluslu kuruluş kredileriyle ilgili en önemli problemlerden biri, finansman öncesi proje değerlendirmesinin çok uzun bir süre alması ve kredi verildikten sonra da kreditorlerin borçlu ülkeye ve projeye çok sık müdahale etmeleridir. Bu sebeplerden dolayı ortaya çıkan zaman maliyeti bazen bu tür kredilerin avantajlarını ortadan kaldıracak kadar yüksek olmaktadır.

Çokuluslu kuruluşlardan sağlanan kredilerde genellikle faiz dışında, kredinin kullanılmayan kısmı üzerinden ödenen taahhüt ücreti bulunmaktadır. Bunun dışında idari ücret, ajan ücreti gibi ek maliyetlere rastlanmamaktadır. Bu özellikleri ile çok taraflı kuruluşlardan sağlanan krediler hükümet kredilerinden sonraki en ucuz ikinci finansman kaynağı olarak görülmektedir.

Ülkemiz, Dünya Bankası, Avrupa Yatırım Bankası, Avrupa Konseyi Sosyal Kalkınma Fonu, İslam Kalkınma Bankası, Kuveyt Fonu, Suudi Arabistan Fonu gibi kaynaklardan kredi sağlamaktadır.

4.1.3. İhracat Kredileri

İhracat kredileri, bir projenin dış para ihtiyacının karşılanması için verilen kredilerdir. 1 Nisan 1978'de OECD üyesi 22 ülke "consensus" kuralları olarak bilinen bir anlaşma imzalamışlardır (Arrangement on Guidelines for Officially Supported Export Credits). Bu anlaşma ile ister ihracat kredilerinin garanti edilmesi, ister faiz stabilizasyonu yolu ile olsun, taraf ülkelerin ihracatlarına sağladıkları devlet sübvansiyonlarına sınırlama getirilmiştir. Bu kapsamda, gemi, nükleer santral, telekomünikasyon, uydu yer istasyonları ve ağır sivil nakliye uçakları ihracatı için spesifik kurallara yer verilmiştir. Öte yandan iki yıldan kısa bir sürede geri ödenecek krediler ile askeri ve tarımsal mal ihracatı "consensus" kuralları dışında tutulmuştur. "Consensus" kurallarına göre, ihracat kredileri yabancı harcamaların en fazla % 85'ini karşılayabilmektedir. Geri kalan % 15'lik kısmın alıcı tarafından nakit olarak ödenmesi gerekir. Consensus 'e taraf ülkeler, kredi verdikleri ülkeleri kişi başına düşen GSMH'ya göre 3 kategoriye ayırmışlar ve azami geri ödeme sürelerini buna göre tespit etmişlerdir:

- ✓ Kategori 1 : Göreceli olarak zengin ülkeler için 5 yıl,
- ✓ Kategori 2 : Orta sınıf ülkeler için 8,5 yıl,
- ✓ Kategori 3 : Göreceli olarak fakir ülkeler için 10 yıl.

Anapara geri ödemesinin eşit ve birbirini takip eden taksitler halinde yapılması ve ödemeler arasındaki zaman aralığının en fazla 6 ay olması gerekmektedir.

Bu kredilerin geri ödemesi krediyi veren bankanın ülkesindeki resmi ihracat kredisi sigorta kurumu tarafından garanti edilmektedir. Bir başka deyişle, borçlunun krediyi geri ödeyememesi durumunda, söz konusu sigorta kurumu devreye girip kreditor ve dolayısıyla yüklenici firmaya gerekli ödemeyi yapmaktadır. İhracat kredilerinin hemen hemen hepsinde aynı zamanda bir devlet garantisi de bulunduğundan, sigorta kurumları yaptıkları

ödemeyi ilgili devletten talep etmektedirler. Devlet ise, tabii olarak, borçludan daha sonra gerekli tahsilatı yapmanın yollarını arayacaktır.

Resmi ihracat kredisi sigorta kurumları (Export Credit Agency-ECA), bu hizmetlerine karşılık sigorta primi almaktadırlar. Söz konusu prim ülkeden ülkeye çok büyük farklılıklar göstermektedir. Örneğin ABD'den sağlanan ihracat kredilerinde prim % 8 düzeyinde iken, bu oran Fransa'da % 7, İngiltere'de % 10 civarındadır. Prim, kredi verilen ülkenin kredi değerliliğine, mali yapısına ve politik ortamına bağlı olarak sürekli revize edilmektedir. Son zamanlarda Türkiye'ye uygulanan primlerde sürekli bir artış gözlenmektedir. Türkiye'nin kredi notunda veya mali yapısında meydana gelen bozulmalar, primlerin artmasına neden olmaktadır.

4.1.4. Ticari Krediler (Sendikasyon Kredileri)

Ticari krediler, uluslararası para piyasalarında faaliyet gösteren ticari bankalar tarafından sağlanan kısa vadeli, yüksek faizli, bağlı olmayan ve proje finansmanında kullanılan kredilerdir. Ticari kredilerin genelde tek bir banka tarafından sağlanmasına uygulamada pek rastlanmamaktadır. Bunun başlıca sebebi, söz konusu bankanın borç verdiği ülkenin riskini tek başına üstlenmek istemeyişidir. Bu sebeple toplam kredi tutarı birden fazla banka arasında bölüşülür ve böylece kredi riski dağıtılmış olur. Uygulamada, belirli bir finansman kaynağına ihtiyaç duyan borçlu, belli koşullarda bir krediyi piyasadan toparlayabilmesi için bir bankayı ajan banka olarak tayin eder ve ona yetki belgesi verir. Yetki belgesini alan banka, istenilen zamanda istenilen tutarı bir araya getirmek mecburiyetindedir. Bu amaçla banka çeşitli bankalarla görüşerek, bunların finansman paketine katılmalarını sağlar. Böylece ajan banka ve katkıda bulunan diğer bankalar sendikasyonu oluştururlar. Sendikasyona katılan bankaların adları ve katkı payları borçluya bildirilir ve kredi anlaşmasında da yer alır. Bu şekilde oluşturulan krediye sendikasyon kredisi adı verilir.

Sendikasyon kredisinin faiz haddi LIBOR + belirli bir marjdır. LIBOR (London Interbank Offer Rate), Londra piyasasında bankaların birbirlerine uyguladıkları faiz oranıdır.

LIBOR 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık ve 12 aylık olarak her gün ilan edilir. Bu oran belli başlı para piyasalarında da ilan edilir ve değişik adlar alır. Örneğin, Frankfurt'da FIBOR (Frankfurt Interbank Offer Rate), Paris'de PIBOR, Amsterdam'da AIBOR, Brüksel'de BIBOR gibi. Uygulamada bu oranlar birbirinin aynı veya birbirine yakın olmaktadır.

LIBOR, kreditor açısından paranın maliyetidir. Bankanın kârı, LIBOR üzerine eklediği marjdır (spread). Tabii ki borçlunun kredi değerliliği ne kadar yüksek ise, marj o derece düşük olacaktır. Kuşkusuz marj, piyasalardaki mevcut kredi arzı ve talebi, kredinin vadesi ve ödemesiz dönemi gibi faktörlerden etkilenmektedir. Bunun yanı sıra, ülke olarak belirli bir piyasadan çok fazla miktarda borçlanmak da marjın yükselmesine neden olabilmektedir.

Ticari kredilerde, değişken faizin yanı sıra taahhüt ücreti, kredi tutarı üzerinden defaten ödenen idari ücret ve sendikasyona katılan bankalar için alınan ajan ücreti bulunmaktadır. Ajan ücreti, kredinin kullanıldığı her yıl için banka başına ödenen sabit bir tutar olarak tespit edilmektedir. (Örneğin, 500 USD/Banka/Yıl) Faiz dışındaki tüm bu ek maliyetlerden dolayı ticari krediler en pahalı finansman kaynağını oluşturmaktadır.

Ancak daha önce de belirtildiği üzere, ticari krediler toplam maliyet açısından çoğu zaman ihracat kredilerinden daha ucuza gelebilmektedir. Burada toplam maliyet ile ifade edilmek istenen faiz ile birlikte diğer tüm maliyetlerin hesaba katılmasıyla bulunan gerçek maliyettir.

Ticari kredilerin müzakeresi genelde ihracat kredilerine oranla daha uzun zaman almaktadır. Mali şartların hepsi pazarlığa açık olup, bu konuda rekabetçi ortamdan da yararlanılarak önemli indirimler sağlanabilmektedir. Kredi anlaşması metni ise son derece kapsamlı ve borçlu açısından ağır sayılabilecek hükümler içerebilmektedir. Genelde metinler uluslararası üne sahip

belli başlı hukuk firmaları tarafından hazırlanmaktadır. Ticari krediler kreditor ağısından en riskli krediler kapsamına girdiğinden, borç veren kendini her türlü riske karşı korumak istemektedir.

4.2. Yap-İşlet-Devret/Yap-İşlet Yöntemleri

Yukarıda anlatılan klasik finansman yönteminde proje finansmanı için sağlanan krediler direkt olarak Hazinesinin borcu olmakta veya diğerk kamu kurumlarının borçlu oldukları durumlarda Hazine tarafından garanti edilmekte, dolayısıyla Türkiye Cumhuriyetinin dış borcuna ilave olmakta ve dış borç stokunu olumsuz yönde etkilemektedir.

Buna bir çare olarak özel sektörün altyapı projeleri finansmanına katılmalarının sağlanmasına çalışılmış ve Yap-İşle-Devret-YİD (Build-Operate-Transfer - BOT) veya Yap-İşlet-Yİ (Build-Own-Operate-BO) yöntemleri 1980'li yılların başlarında Türkiye'de tatbik edilmeye başlanmıştır.

Yap-İşlet-Devret yönteminin öncelikle ileri teknoloji ve yüksek yatırım gerektiren enerji projelerinde uygulanması düşünülmüş ve 1984 yılında 3096 Sayılı "Türkiye Elektrik Kurumu Dışındaki Kuruluşların Elektrik Üretimi, İletimi, Dağıtım ve Ticareti İle Görevlendirilmesi Hakkında Kanun" çıkarılarak Birecik Barajı ve Hidro Elektrik Santrali çalışmalarına başlanmıştır.

YİD modelinde özel sektör kuruluşları tek bir projeyi gerçekleştirmek üzere bir şirket kurmakta, bu şirkete kamu kurum veya kuruluşları da ortak olabilmektedir. Şirkete, önceden yönetmelikle belli edilmiş görev bölgelerinde elektrik üretim, iletim ve dağıtım tesisleri kurma yetkisi Bakanlar Kurulu Kararıyla verilmektedir.

Şirket toplam yatırım tutarının öz sermayesi dışında kalan kısmı için uluslararası banka ve finans kuruluşlarından borçlanmakta, bu borçlar için Hazine garantisi talep etmektedir.

Şirketin inşaat arazisi, ilgili idare (Enerji Bakanlığı veya diğer kamu kuruluşları) tarafından, masrafları şirket tarafından ödenmek kaydıyla kamulaştırılmakta, şirkete üst hakkı verilmektedir.

Şirket ürettiği enerjiyi sadece TEAŞ'a veya TEDAŞ'a satabilmekte, enerjinin satınalma fiyatı olan tarife başlangıçta idare ile şirket arasında müzakere edilerek belirlenmektedir. Tarife içinde toplam yatırım tutarı, işletme giderleri ve belirli oranda kâr mevcuttur.

Şirket genellikle 20 yıl olan görev süresi sonunda tesisi, borçsuz ve çalışır vaziyette idareye devretmektedir.

YİD modeli için Hazine aşağıdaki garantileri sağlamaktadır:

- ✓ Üretilen enerjinin TEAŞ veya TEDAŞ tarafından satın alınması garantisini,
- ✓ Enerji üretimi için gerekli olan girdi garantisini,
- ✓ Yatırım süresince kısa süreli ek kredilere gereksinim olması ve anılan kredilerin Enerji Fonundan veya yabancı kaynaklardan sağlanması halinde kredi garantisini,
- ✓ Enerji Fonunun, anlaşmada tesisin idareye devredilmesini öngören maddeleri nedeniyle yapacağı ödemelere karşı garanti,
- ✓ Enerji Fonunun yapacağı diğer ödemelere karşı garanti.
- ✓ Hazine tarafından YİD modeli için sağlanan garantilerin hepsi ödeme garantisini olup, şirkete performans garantisini sağlamaktadır.

1994 yılında 3996 sayılı ikinci bir kanun çıkarılarak YİD yönteminin uygulama alanı diğer altyapı projelerini de kapsayacak şekilde genişletilmiştir. 3996'ya göre enerji yatırımları yanında köprü, tünel, baraj, sulama, içme ve kullanma suyu, arıtma tesisi, kanalizasyon, haberleşme, maden işletmeleri, fabrika ve benzeri tesisler, çevre kirliliğini önleyici yatırımlar, otoyol, demiryolu,

limanlar ve benzeri yatırımlar da YİD yöntemiyle gerçekleştirilebilmektedir. YİD modelinde kamu hizmetlerinin özel sektör eliyle gerçekleştirilmesi sağlanmaktadır.

4.3. Sermaye Piyasaları

Proje finansmanının geleneksel enstrümanı olan banka kredilerindeki maliyet artışı, gelişmekte olan ülkeleri dış finansman ihtiyaçlarını karşılayabilmek için farklı borçlanma alternatiflerinden faydalanma yoluna itmiştir. Bu alternatiflerden biri de tahvil ihracıdır. Tahvil ihracının en önemli özelliği ve belki de en önemli üstünlüğü, borçlu ile nihai yatırımcı arasında aracı görevi üstlenen bankaları ortadan kaldırması ve borçlu ile yatırımcı arasında doğrudan bir ilişki sağlamasıdır. Klasik proje finansmanında, yatırımcılar projeyi dolaylı olarak finanse etmektedirler. Başka bir deyişle, banka mevduat yolu ile toplamış olduğu fonları proje yürütücüsüne kredi olarak aktarmaktadır. Tabii ki bankanın kredi faizi, yatırımcıya ödeyeceği mevduat faizini aşmaktadır. Aradaki fark ve daha önce değinilen idari ücret, ajan ücreti, taahhüt ücreti gibi komisyonlar bankanın kârını oluşturmaktadır. Tahvil ihracında ise yatırımcı borçlunun "kağıdını" satın alarak doğrudan yatırım yapma imkânına kavuşmaktadır. Burada da kuşkusuz ihracı organize eden bir sendikasyon bulunmaktadır. Ancak bankanın tahvil ihracındaki rolü ile kredideki rolü farklılık göstermektedir. İlkinde borçlunun muhatabı yatırımcıdır, banka sadece bir aracıdır. Oysa ikincisinde borçlunun muhatabı bankanın kendisi olup, yatırımcı olaya taraf bile olamamaktadır.

Türkiye refinansman amacıyla sık sık tahvil ihracında bulunmaktadır. Dış borçların düzenli olarak geri ödenebilmesinde, anılan tahvil ihraçlarının rolü büyüktür. Diğer taraftan piyasalarda Türkiye'nin ihraç ettiği tahvillere ilgi duyacak yatırımcı sayısı sınırlıdır. Aynı piyasaya proje finansmanı için de çıkılması, piyasada oluşan fiyatı etkileyecektir. Ayrıca başlangıçta Hazine garantisi aranmamakla beraber, tahvil ihraç eden diğer kamu kurumları borcunu geri ödeyemezse, Türkiye'nin itibarını korumak amacıyla Hazine

devreye girmekte ve borcu yüklenmektedir. Bu ise Hazineye fazladan bir yük getirmektedir. Bu ve benzeri sebeplerden ötürü proje finansmanı için uluslararası piyasalarda tahvil ihracı tavsiye edilen bir yöntem değildir.



ALTINCI BÖLÜM

1. İÇ BORÇLAR

1.1. Türkiye'de İç Borçlanma Sisteminin Mevcut Yapısı

İç borçlanmada temel dayanak, her yıl için çıkarılan Bütçe Kanunlarıdır. Bütçe Kanununun ilgili maddelerine dayanarak kısa ve uzun dönemli borçlanma gerçekleştirilmektedir.

Türkiye'de iç borçlanmanın gelişimine bakıldığında zaman, Cumhuriyetin ilk yıllarından 1970'lerin sonuna dek iç borçlanmanın nadiren başvurulan bir finansman aracı olduğu ve sözkonusu borçlanmaların da ancak özel borçlanma kanunları çerçevesinde gerçekleştirildiği görülmektedir. Her ne kadar bütçe açıklarının finansmanı ülkemizde uzun yıllardır süregelen bir problem olsa da Hazine bonusu ve devlet tahvili hükümetlerin tercih ettiği bir finansman aracı olmamış sözkonusu açıklar genellikle Merkez Bankası kaynaklarına başvurulularak finanse edilmiştir.

80'li yıllardan itibaren bütçenin iç borçlanma yoluyla finansmanında dikkate değer ölçüde bir artış olmuş, uygulanan ekonomik politikalar ve siyasi tercihlere paralel olarak da iç borç stokunun yapısı ve hacmi hızlı bir değişim göstermiştir.

Hazine borç yönetiminin asli görevi, finansman açığının vade ve maliyet bakımından uygun şartlı borçlanma araçlarıyla karşılanmasıdır. Borçlanma araçlarının maliyetini belirleyen temel unsurlarsa yatırımcıların talep ettikleri "likidite" ve "risk" primidir. Bu çerçevede, söz konusu likidite ve risk priminin dolayısıyla reel borçlanma maliyetlerinin düşürülmesi amacıyla özellikle 1997 yılından itibaren Hazine'nin borçlanma politikasına ilişkin temel ilkeler belirlenmiş ve iç borçlanma bu prensipler çerçevesinde yürütülmüştür.

Dünyadaki birçok borç idaresi geçtiğimiz on yıl boyunca giderek şeffaf (aşmıştı r. Bu suretle geleceğe ilişkin belirsizlikler en aza indirilmeye ve

borçlanma maliyetlerinin içindeki risk primi azaltılmaya çalışılmıştır. Söz konusu belirsizliğin giderilmesi amacıyla 1997 yılı Temmuz ayından itibaren aylık olarak Hazine borçlanma programı ilan edilmeye başlanmıştır. 1998 yılı başından itibaren 3'er aylık, 1998 Haziran ayında ise yılın geri kalan kısmını kapsayacak şekilde 6 aylık olarak kamuoyuna açıklanan borçlanma programında dönem içinde gerçekleşmesi beklenen nakit bazlı gelir ve gider miktarları ve borçlanma tutarları ile birlikte her ay bir sonraki ay içinde yapılması planlanan ihalelerin valör, vade, yaklaşık borçlanma tutarları ve söz konusu dönemde gerçekleştirilecek iç borç itfaları günlük bazda ilan edilmektedir.

Yine 1997 yılında piyasalarda güven ortamı oluşturulması amacıyla Merkez Bankası ile Hazine arasında imzalanan bir protokol ile KVA kullanımının Merkez Bankasının para programı ile uyumlu şekilde yürütülmesi ve ay sonları itibariyle net KVA kullanımının Hazine tarafından sıfırlanması hususları karara bağlanmıştır.

Diğer yandan piyasa temsilcileri ile ekonomi bürokratları arasında ağırlıklı olarak iç borç piyasaları, ekonomideki gelişmeler ve beklentiler hususunda görüş alışverişinde bulunulması amacıyla "İç Borç Danışma Kurulu" oluşturulmuştur. Söz konusu kurul üst düzey Hazine ve Merkez Bankası bürokratları, İMKB ve piyasa temsilcilerinin katılımıyla aylık olarak toplanmaktadır.

Borçlanma araçlarının ikincil piyasa işlemlerinin kolay ve anlaşılabilir olması gerekmektedir. Bu işlemler basit olduğu ölçüde katılım artacak ve likidite primi düşecektir. Bu kapsamda Hazine farklı yatırımcı gruplarına yönelik değişik borçlanma araçları ihraç ederken söz konusu araçların ikincil piyasa fiyatlamasının olabildiğince basit ve gerçekçi olmasına önem vermekte, fiyatlamada zorluklarla karşılaşılan senetlerin yapısı daha basit ve kolay anlaşılabilir şekilde yeniden düzenlenmektedir.

Senetlerin likiditesini etkileyen bir diğer unsurda ihraç edilen senedin hacmi dolayısıyla derinliğidir. Hazine 1998 yılı Eylül ayı ile birlikte, belli vadelerdeki borçlanma senetlerini büyük miktarlarda ihraç ederek o kağıdın

piyasadaki derinliğini artırmayı hedeflemektedir. "Benchmark" olarak adlandırılan bu senetler ilk ihraçtan sonra da azalan vadelerde ihraç edilerek (reopening) derinlik sağlanmaktadır.

1.2. Bütçe Finansmanında Kullanılan Devlet İç Borçlanma Senetleri

Hazine, Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu olmak üzere başlıca iki çeşit Devlet İç Borçlanma Senedi ihraç etmektedir. Devlet Tahvilleri 1 yıl ve daha uzun vadeli, Hazine Bonoları ise 1 yıldan kısa vadeli iç borçlanma senetleridir. Bunlar "pazarlanabilir" borçlanma araçlarıdır.

Bütçe Finansmanında kullanılan Devlet iç Borçlanma yöntemleri şunlardır;

- ✓ İhale sistemiyle ihraç edilen iç borçlanma senetleri
 - ✓ İskontolu senetler
 - ✓ Enflasyona endeksli senetler,
 - ✓ Sabit faizli kuponlu devlet tahvilleri
 - ✓ Değişken faizli devlet tahvilleri
- ✓ Tap sistemiyle ihraç edilen Devlet İç borçlanma senetleri
- ✓ Doğrudan satış yöntemiyle ihraç edilen devlet iç borçlanma senetleri
- ✓ Halka arz yöntemiyle ihraç edilen devlet iç borçlanma senetleri

1.2.1. İhale Sistemiyle İhraç Edilen Devlet İç Borçlanma Senetleri

1.2.1.1. İskontolu Senetler

İhale yolu ile ihraç edilen Devlet Tahvili ve Hazine Bonoları genelde kuponsuz senetler olup İskontolu olarak satılmaktadır. Mayıs 1985 ve Ekim

1986 arasında 6 aylık Hazine Bonosu ve 1 yıllık Devlet Tahvili olmak üzere sadece iki çeşit senet ihale yolu ile satılmış, Kasım 1986'dan itibaren Hazine düzenli bir ihale sistemine geçmiştir.

İhale tüm tüzel ve gerçek kişilere açıktır. İhaleye katılanlar 100.000 TL değerinde bir birimlik tahvil veya bono için önerecekleri fiyatı belirleyerek tekliflerini ihale günü Merkez Bankasına iletmektedirler. İhaleye katılanlar teklif ettikleri miktarın % 1'ini, ihaleden önce teminat olarak yatırmak zorundadırlar. İhaleye katılabilmek için gerekli olan minimum teklif miktarı ise nominal 250 milyon TL'dir.

Hazine satacağı miktarı gelen tekliflerin uygunluğuna ve kendi nakit ihtiyacına göre belirler. Hazine, ihalelerde Mayıs 1985'ten Kasım 1996'ya kadar çoklu fiyat ihale sistemini kullanmıştır. Bu sistemde teklif verenler, ihaleyi kazandıkları takdirde teklif ettikleri fiyat üzerinden ödeme yapmaktadır. 1.11.1996 tarihinden itibaren, Devlet İç Borçlanma Senetlerinin faiz gelirlerinden stopaj kesilmesi uygulamasına paralel olarak ihale sistemi de tek fiyat ihale sistemine, yani ihalede belirlenen en yüksek faizin tüm kazananlara uygulanması sistemine dönüştürülmüş 1.10.1998 tarihinde stopaj kesintisinin kaldırılmasıyla beraber tekrar çoklu fiyat ihale sistemine dönülmüştür.

1.2.1.2. Enflasyona Endekli Senetler

1997 yılında ihale yöntemi ile, 2 yıl vadeli ve üç ayda bir faiz ödemeli enflasyona endekli senet ihracına başlanmıştır. Senetler 100.000 TL nominal değerli olarak ihraç edilmekte, reel kupon faizi ihale yöntemi ile belirlenmekte ve ihalede kabul edilen en yüksek kupon faizi, kazanan bütün tekliflere uygulanmaktadır. Ayrıca, her faiz ödeme döneminde anaparadaki artış enflasyon oranında değerlendirilerek, artış miktarı yatırımcıya ödenmektedir.

1998 yılının Ocak ayından itibaren 1 yıl vadeli, vade sonu kupon ödemeli, TÜFE'ye endekli yeni bir Devlet Tahvilinin ihracına başlanmıştır. Söz konusu ihraçlarda ödemeye esas alınacak değerlendirme oranı, ödemelerin enflasyona karşı herhangi bir gecikme olmadan duyarlı olması ve yatırımcıların enflasyon

riskinden tam anlamıyla korunması açısından, ödeme dönemi itibariyle gerçekleşen TÜFE değişim oranı olacaktır. Senetler aynı şekilde 100.000 TL nominal değerli olarak ihraç edilmekte, reel kupon faizi ihale yöntemi ile belirlenmekte ve ihalede kabul edilen en yüksek kupon faizi kazanan bütün tekliflere uygulanmaktadır. Yatırımcılar, ihalede talep ettikleri yıllık net reel getirileri için teklif vermektedirler. Ödenecek anapara tutarı vade boyunca değerlendirilme oranında (itfa tarihinden önce en son açıklanan 12 aylık TÜFE değişim oranı) arttırılacak ve ödemeler bu tutar üzerinden yapılacaktır.

1.2.1.3. Sabit Faizli Kuponlu Devlet Tahvilleri

Hazine borçlanma ihtiyacını karşılarken çeşitli riskler ile karşı karşıya bulunmaktadır. Mevcut piyasa faizlerinin yüksek bulunduğu durumlarda Hazine borçlanmasının vadesini kısaltarak uzun vadeli maliyetlerinde bir düşüş gerçekleştirmeye çalışmaktadır. Faiz oranlarının düşmesinin beklendiği durumlarda uzun vadeli borçlanmak yüksek bir reel maliyet riskini beraberinde getirmektedir. Diğer taraftan borcun vadesi kıaldıkça Hazine borcunu yenileme riski ile (rollover risk) ile karşılaşmaktadır. Roll-over riskinin artması piyasanın daha fazla faiz talep etmesi şeklinde kendini göstermektedir.

Hazine, bu riskler arasında bir denge kurmak ve borcun vadesini daha uzun döneme yaymak ve yukarıda bahsedilen ölçüt borçlanma stratejisinin ikincil piyasa üzerinde oluşturacağı olumlu etkilerden faydalanmak amacıyla, 1999 yılı başından itibaren 2 yıl vadeli, sabit faizli 3 ayda bir kupon ödemeli tahvillerin ihracına başlamıştır.

Sözkonusu tahvilin ilk ihracı sırasında kupon oranı Hazine Müsteşarlığı tarafından belirlenmektedir. Piyasa katılımcılarının sabit kuponlu bu tahvil için nominal değer üzerinden bir fiyat vermeleri ihale yolu ile istenmektedir.

1.2.1.4. Değişken Faizli Devlet Tahvilleri

Hazine Müsteşarı İğ'nca, Temmuz 1999'dan itibaren değişken faizli Devlet Tahvillerinin ihale yoluyla ihracına başlanmıştır. Bu enstrümanların ihracı yoluyla Hazine iç borç stokunun ortalama vadesini uzatmayı hedeflemektedir. Hazine'nin borcunun vadesini sabit getirili enstrümanlar ile uzatması durumunda sözkonusu tahviller üzerindeki faiz riski yatırımcılar üzerinde kalmakta, faiz oranlarının yükseldiği, alıcıların fonlama maliyetlerinin düşmediği durumlarda alıcılar zarara uğramakta, faiz oranlarının düştüğü durumlarda alıcılar kar elde edebilmektedir. Hazine açısından ise faiz gelişmelerine göre tam tersi bir durum söz konusudur. Anti-enflasyonist politikaların uygulandığı, faiz oranlarının düştüğü bir durumda Hazine sabit getirili ve uzun vadeli borçlandığı zaman reel maliyetlerinde bir artış söz konusu olmakta, artan enflasyon ile reel maliyetlerinde bir azalma olmaktadır. Söz konusu değişken faizli tahvil ile Hazine bir yandan faiz riskini üstlenirken, diğer yandan vade uzatımı yoluyla borcunu yenileme (roll-over) riskini azaltmayı hedeflemektedir.

Bu çerçevede 3 yıl vadeli, 3 ayda bir kupon ödemeli tahviller ihraç edilmeye başlanmıştır. Söz konusu tahvillerin kupon ödemeleri 3 ay vadeli Hazine Bonosu ihalelerine endekslenmektedir.

1.2.2. "Tap" Sistemiyle İhraç Edilen Devlet İç Borçlanma Senetleri

Ekim 1988'de Hazine, "Tapping" (Musluk Sistemi), adı altında yeni bir yöntem kullanmaya başlamıştır. Bu sistemde Hazine, yatırımcıların istedikleri zaman satın alabilecekleri uzun vadeli değişken faizli tahvilleri Merkez Bankasına depolamaktadır. Yatırımcılar Merkez Bankasından alana kadar bu tahvillerin mülkiyeti Hazine'ye aittir. Merkez Bankası "Tap" satışları süresince sadece aracı ve depolayıcı görevini görmektedir. Bu tahvillere 3 ay, 6 ay veya yılda bir faiz ödenebilmekte, vadeleri ise 1 ile 5 yıl arasında değişmektedir. Faizler genellikle geçmişte yapılan Hazine ihalelerine, dövize ya da Toptan Eşya Fiyat Endeksine endekslidir.

1.2.3. Doğrudan Satış Yöntemiyle İhraç Edilen Devlet İç Borçlanma Senetleri

Hazine, 1996 yılından itibaren başlıca ABD doları ve Alman markı olarak döviz cinsinden Devlet İç Borçlanma Senetleri ihraç etmeye başlamıştır. Söz konusu senetler, genelde, ihraç edilen senedin para birimine bağlı olarak uluslararası piyasalarda geçerli olan faiz oranlarına (LIBOR, FIBOR, vs) ilave uygulanan bir getiri (spread) ile ihraç edilmektedir.

1.2.4. Halka Arz Yöntemiyle İhraç Edilen Devlet İç Borçlanma Senetleri

Ağustos 1992'den itibaren 3 ay ve 6 ay vadeli Hazine Bonoları ile 1 yıl vadeli Devlet Tahvillerinin kamu bankaları özel bankalar ve aracı kurumlar aracılığı ile halka doğrudan satışına başlanarak, hem piyasaya yeni bir enstrüman sunmak hem de alıcı tabanını genişleterek küçük yatırımcılara da fırsat verebilmek amacıyla yeni bir borçlanma yoluna gidilmiştir. Katılım miktarını artırmak amacıyla senetlerin minimum kupür miktarı 5 ve 10 milyon TL olarak belirlenmiştir. 1998 yılı içerisinde döviz cinsinden ve TÜFE'ye endeksli senetlerinde halka arz yoluyla satışına başlanmıştır.

1.3. Bütçe Finansmanı Dışında İhraç Edilen Özel Tertip Tahviller

Nakit dışı iç borçlanmada yasal dayanaklar, tahkim kanunları, T.C. Merkez Bankası Kanunu ve her yıl için çıkarılan bütçe kanunlarıdır.

Bütçenin finansmanı dışındaki özel tertip senetler, Hazineye herhangi bir nakit girişi olmadan mahsup yoluyla finansman sağlamakta, dolayısıyla kuruluşlar ile Hazine arasında bir borç alacak ilişkisi doğurmamaktadırlar. Yani bu senetlerin ihracı iç borç stokunu artırmaktadır.

Söz konusu senetlerin faiz ödemeleri nakit olarak gerçekleştirildiğinde bütçeye gider olarak kaydedilmekte, yerine senet ihraç edildiğinde ise bütçe kanunlarının, tahkim ve Merkez Bankası Kanunu hükümlerinin uygulaması ile

ilgili maddeleri uyarınca bütçeye gider olarak kaydedilmeksizin ödenmekte ve izlenmektedir.

1.3.1. İkraz Tahvilleri

1992 ve 1996 yılları arasında ilgili yıl bütçe kanunları gereğince, KİT'lere, sosyal güvenlik kuruluşlarına ve fon idarelerine ikrazen verilmek ve kanunda belirlenen tutarı aşmamak koşuluyla özel tertip devlet tahvilleri ihraç edilmiştir.

Hazine sözkonusu kuruluşlar ile ikraz anlaşması düzenleyerek borcu devralmakta ve karşılığında özel tertip devlet tahvilleri ihraç etmektedir. İkraz anlaşması koşulları çerçevesinde kuruluş borcunu Hazine'ye geri ödemekte veya borç kuruluşun ödenmemiş sermayesine mahsup edilmektedir.

1.3.2. Tahkim Tahvilleri

Tahkim kanunları hükümlerinin uygulanması sonucu Hazinece üstlenilerek tahkim olunan borçlar için yapılacak anapara - faiz ödemelerinin gerektirdiği tutarda alacaklı kuruluşlara özel tertip devlet iç borçlanma senedi ihraç edilebilmektedir.

Hazine, 1984 yılında çıkarılan 2974 sayılı ve 1992 yılında çıkarılan 3836 sayılı tahkim kanunları uyarınca, belediye ve KİT'lerin SSK'ya, Ziraat Bankası'na, Merkez Bankası'na, diğer bankalara ve birbirlerine olan borçları ve alacaklarının netleştirilmesi sonucunda oluşan borçları üstlenerek karşılığında alacaklı kuruluşlara devlet iç borçlanma senetleri ihraç etmiştir.

İhraç edilen tahkim tahvillerinin faizleri genellikle piyasa koşullarından düşük olmaktadır. Ancak alacaklı kuruluşun talebi doğrultusunda sözkonusu tahvillerin faiz oranları değiştirilebilmekte ve ilgili yıl bütçe kanunları gereğince anapara tutarları erken itfaya tabi tutularak anapara ve işlemiş faizleri karşılığında yeni tahvil ihraç edilebilmektedir. Yine ilgili yıl bütçe kanunları gereğince sözkonusu tahvillerin faiz tutarları yerine ayrıca özel tertip devlet tahvilleri ihraç edilmektedir.

1.3.3. Kur Farkları Karşılığı İhraç Edilen Tahviller

1211 sayılı Merkez Bankası Kanununun 61. maddesi gereğince Türk parası değerinin değiştirilmesi halinde bankanın aktif ve pasifindeki altın ve dövizlerin yeniden değerlendirilmesi dolayısıyla lehte veya aleyhte doğacak farklar banka ve Başbakanlık arasında belirlenecek esaslara göre tasfiye edilmektedir. Merkez Bankası, yeniden değerlemeden oluşan zararını Hazine'ye aktarmakta, fakat Hazine karşılığında senet verene kadar konsolide borcun bu kısmı için faiz ödememektedir.

Yeniden değerlendirme farklarından doğan borçlar karşılığında uzun vadeli özel tertip devlet iç borçlanma senedi ihraç edilmektedir. Bu senetlerin vade, faiz, vs. şartlarını belirlemeye Hazine Müsteşarlığının bağlı olduğu Bakanın teklifi ile Başbakanlık makamı yetkili kılınmıştır. Yeniden değerlendirme farklarından alacak doğması halinde ise alacak tutarı, daha önce bankaya ihraç edilmiş senetlerden mahsup edilmektedir.

5.3.4. Kısa Vadeli Avans Borcu Karşılığı İhraç Edilen Tahviller

Hazine tarafından, T.C Merkez Bankası Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair 21.4.1994 tarihli ve 3985 sayılı Kanunun geçici 9 uncu maddesi uyarınca kısa vadeli avans hesabında biriken tutarların tasfiyesi amacıyla uzun vadeli ve sabit faizli devlet iç borçlanma senedi ihraç edilebilmektedir.

1.3.3. Görev Zararları Karşılığı İhraç Edilen Tahviller

İlgili yıl bütçe kanunları uyarınca kuruluşların görev zararlarından doğan alacakları karşılığında Hazinece özel tertip tahvil ihraç edilmektedir.

1.3.4. Faiz Ödemeleri Karşılığı İhraç Edilen Tahviller

İlgili yıl bütçe kanunları uyarınca daha önceki yıllarda ihraç edilmiş nakit dışı senetlerin faiz ödemeleri yapılmayarak karşılığında 5 yıl vadeli ve TEFE'ye

endeksli senetler ihraç edilmektedir. Bu senetlerin tamamı kur farkları, 2974 ve 3836 sayılı tahkim kanunları ve kısa vadeli avans borcu karşılığında T.C. Merkez Bankası'na ihraç edilmiş olan senetlerin faizlerinden oluşmaktadır.

1.4. İç Borçlar ve Para Piyasası

Kamu kesiminin iç piyasada aşırı fon talebinde bulunması dolaylı olarak parasal genişlemeyi artırmaktadır. Ekonomideki para miktarının artışı paraya olan taleple yakından ilgilidir. Ancak, para piyasalarında özel sektörün hakim olması ile kamu kesiminin hakim olmasının sonuçları farklı olacaktır.

Özel sektörün borçlanma imkânları sınırlıdır. Borçlanılan fonların belli bir süre içinde faiziyle geri ödenmesinin zorunlu olması, bu kuruluşların kendi borçlanmalarını sınırlandırması sonucunu doğurur. Bu kuruluşların sürekli borca dayalı bir yapıyı sürdürmeleri mümkün değildir. Özel sektörün bu yapısı, paraya olan talebi, dolayısıyla parasal genişlemeyi düşük düzeyde tutar.

Oysa kamu kesimi, borç stoku aşırı derecede artmasına, faiz ödemeleri normal gelirleri ile karşılanamayacak seviyeye ulaşmasına rağmen borçlanmaya devam edebilmektedir. Kamu kesiminin paraya olan sürekli talebi, parasal genişlemenin temel sebeplerinden biridir. Aşırı faiz yükünün de eklenmesi ile borçlar, dolayısıyla para talebi sürekli olarak artmaktadır. Sonuç olarak, kamu kesimi piyasadaki fonların büyük bir kısmını toplamaktadır. Bu, özel sektörün borçlanmasını zorlaştırmakta ve parasal genişlemeyi artırmaktadır.

Para mekanizmasının mevcut yapısı, kamu kesiminin senyoraaj imkânını kullanmasını yanlış gören geleneksel anlayışın sorgulanmasını gerektirmektedir. Kamu giderlerinin para basmak suretiyle finanse edilmesinin, piyasadaki para arzı ile paranın talep olduğu mal ve hizmetler arasındaki dengeyi bozarak enflasyonist etkide bulunduğu açıktır. Ancak, bu metodun avantajı, piyasada enflasyonist etkinin sınırlı bir dönemde ve miktarda ortaya çıkmasıdır. Zira, yapılan harcamalara karşılık kamu kesiminin borcu doğmamakta, faizlerin etkisi ile borçların daha da büyümesine yol açan döngüden kaçınılmış olmaktadır.

Kamu açıklarının piyasadaki borçlanma suretiyle finanse edilmesi durumunda ise, kamu kesiminin talebinin piyasada mevcut fonlarla karşılanamaması ve dolaylı olarak kredilerin net tutarında artışa sebep olması durumunda para arzı genişleyecek, yani piyasada yeni fonlar oluşturulması yönünde bir baskı oluşacaktır. Bu durumda, Türkiye'de kamu kesiminin piyasadaki fonlara olan devasa talebinin (M2Y'nin % 50'sini aşan nakit iç borç stoku) enflasyonist etkide bulunacağı açıktır. Bu etkiye ilave olarak, kamu kesiminin açıkları, faizlerin de eklenmesi suretiyle büyüyecek, bu da enflasyonist etkinin diğer dönemlere büyüterek aktarılmasına sebep olacaktır.

1.5. Toplam Kamu Borçları

Kamu kesiminin toplam borç yükü, 1999 yılında GSMH'nin % 81'ine 2000 yılında %88'ine ulaşmıştır. 2001 yılında ise GSMH'yi %46 aşmış ve sürdürülemez boyutlara ulaşmıştır.

Tablo 7 1997-2001 yıllarında Toplam Kamu Borçları ve GSMH Oranı (Trilyon TL)

	1997		1998		1999		2000		2001	
	Tutar	% GSMH	Tutar	% GSMH	Tutar	% GSMH	Tutar	% GSMH	Tutar	%GSMH
<i>İç Borç Stoku</i>	6.203	%21	11.547	%22	22.920	%29	36.420	%28	122.157	%68
<i>Kamu Dış Borç Stoku*</i>	10.342	%35	16.480	%31	27.456	%35	74.137	%59	140.530	%78
<i>Görev Zararı Borçları**</i>	1.911	%6	4.954	%9	13.000	%17	-	-	-	-
<i>Toplam Kamu Borçları</i>	18.456	%62	32.981	%62	63.376	%81	110.557	%88	262.687	%146

Kaynak: Ek tablolar 8, 21 ve 32

Borçlanmanın temel amacı kalkınmanın finansmanıdır. Bu, borçlanma yoluyla sağlanan kaynakların verimli yatırımlarda kullanılması ve yatırımların sağlayacağı büyümeden yararlanarak borçların geri ödenmesi ile gerçekleştirilebilir. Borçların verimli alanlarda kullanılmaması durumunda ise borç geri ödemeleri gelir dengesinin bozulmasına ve milli gelir kaybına yol açar.

Türkiye'de borçların artışının sebebi kamu açıklarının sürekliliğidir. Kamu kesimi, sürekli olarak gelirinden fazla harcama yapmaktadır. Ancak, borçlanma yoluyla sağlanan kaynaklarla yatırımlar değil transfer harcamaları finanse edilmektedir.

Borçlanılabilecek kaynaklar sınırlıdır. Kamu açıklarının kontrol altına alınmaması durumunda belli bir noktadan sonra faizler nedeniyle borçlanma sürekli katlanarak artar. Tasarruflarda ise bu gelişmeyi karşılayacak bir artış sağlanamaz. Bütçe açığıyla devam eden devlet borçlanmak için piyasadaki paranın giderek daha büyük bir kısmına talip olur. Sonuçta devletin borçlanma talebi iç kaynaklarla karşılanamayacak duruma gelebilir.

Ağır dış borç yükü bağımsızlığı zedeler. Borçlu olan ülkeler, ekonomik zorlukları ve karşılaştıkları krizleri atlatabilmek için yeniden borçlanmak zorunda kalırlar. Bunun sonucunda borç veren ülkelerin müdahalesi ve etkisi kaçınılmaz olur. Borç yükü ağırlaştıkça borç verenlerin müdahalesi artar.

Kamu açıkları giderek artmaktadır. Oysa, borçlanarak kaynak sağlama döneminin sonuna gelinmiştir. Başka bir ifade ile, artık önemli bir büyüklüğe ulaşmış olan ve ağır bir faiz yükü getiren borç stokunun sürekli olarak muhafaza edilmesi, yeni finansman sağlanmadığı halde sürekli bir kaynak transferine sebep olacaktır. Vergi gelirlerini artırarak bütçe fazlası ile borçların geri ödenmesi gerçekçi bir çözüm yolu değildir.

SONUÇ

Türkiye’de serbestleşmeye yönelik adımlar bazı açılardan ekonominin içinde bulunduğu şartlarla ve bu şartlar için yapılması gerekenlerle gelişmektedir. Serbestleşmeden yatırım için daha fazla kaynak oluşturması ve büyümeyi hızlandırması beklenirken ekonomik politikadaki kısıtlar sebebiyle aksine var olan kaynaklar erimektedir.

Başta yüksek enflasyon olmak üzere, bir dizi makro-ekonomik dengesizliklerle birlikte sürdürülmeye çalışılan finansal serbestleşme ekonomiyi dış şoklara karşı daha hassas bir duruma getirmekte finansal kırılganlığı artırmaktadır.

Mc kinnon ve Shaw faiz oranındaki serbestleşmenin tasarrufları artıracığını, sermaye kaçışını engelleyeceğini ve büyüme için gerekli kaynakları sağlayacağını öne sürmektedir.

Bu yaklaşımı eleştirenlere göre; bu yaklaşımın geçerli olması için öncelikle ikâme etkisinin (gelecekteki tüketimin şimdiki tüketimi ikâme etmesi) gelir etkisini (gelecekteki gelirin şimdiki geliri artırması) bastırması gerekmektedir. (Blanchard ve Fisher, 1989). Ayrıca faiz oranının yükselmesi kamu borcunun yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde özel kesim tasarruflarını yükseltirken kamu kesimi tasarruflarını azaltacağı için ortalama tasarrufların artmasını beklemek yersizdir.

Yine bu yaklaşımı eleştirenlere göre gelişmekte olan ülkelerdeki tasarruf artışı gelir artışından ileri gelmektedir. Faiz oranı ile tasarruf arasında pozitif ilişkiye örnek gösterilen G.Kore de ortaya çıkan tasarruf artışında devletin finansal kurumlara tüketime yönelik kredilerin maliyetini yükseltmeleri yönünde yaptığı müdahale etkili olmuştur.

Wijnbergen vd. (1992) 1970- 1986 arası Türkiye için tahmin ettikleri regrasyon denkleminde özel tasarruflarla vergi sonrası reel faiz oranı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulmuşlardır. Bu çalışmaya göre faiz oranında %2.5’lik

artış GSMH'nin % 1'i kadar net özel tasarrufları artırmaktadır. Aynı yazarlara göre 1985 yılından beri özel tasarruflarda görülen artış tümüyle faiz oranına atfedilemez. Yaptıkları ekonometrik çalışmaya göre faiz oranındaki % 5'lik artışın sadece % 2'si faiz oranındaki artıştan kaynaklanmaktadır. Diğer önemli bir faktör ise 1985-86 yıllarında ekonomideki büyüme hızının ortalama büyüme hızından yüksek olmasıdır ve özellikle bu yüksek büyüme hızının sürekli değil arızî bir gelir olarak kabul edilmesi, arızî gelirin ise tüketim eğiliminin düşük olması ve bunun çoğunlukla tasarruf edilmesidir.

Mc Kinnon ve Shaw'a göre faiz oranlarının artması ile tasarruflar üzerindeki baskının kalkması finansal araçları artırır, finansal derinleşme sağlar ve finansal sektöre etkinlik getirir. Bir yandan kaynak dağılımının sağlanmasıyla sektörel getiri oranları bir birine yaklaşırken, diğer yandan tasarrufların artması ile fon maliyetleri düşer ve yatırımlar artar.

Faiz oranlarının artmasına eleştiriler üç başlı altında toplanabilir.

- ✓ Maliyetleri artırıyor,
- ✓ Riskleri artırıp spekülasyon yatırımları teşvik ediyor,
- ✓ Selektif sanayileşme politikası uygulamalarını engelliyor.

Akyüz (1991, 1993)'e göre, faiz oranındaki artışın maliyet yükseltici etkisi özellikle eksik rekabetin hakim olduğu ekonomilerde kendini daha güçlü hissettirmektedir. Çünkü dar iç pazarın ve tekellerin varlığından yararlanan ticarete konu olmayan mallar üreten sektörlerde faiz oranlarının yükselmesi hemen aşırı fiyat artışlarının yapılmasına sebep olacaktır. Faiz oranlarının yükselişi dış pazarlara yönelik sektörlerde ise kâr oranlarının azalması şeklinde kendini gösterecektir. Çünkü faiz oranlarının yükselmesi ile döviz kurunun değer kazanması rekabet gücünü düşürücü etki yapacaktır. Bu sebeple ihracata açılan bir çok gelişmekte olan ülke faiz oranlarının bu olumsuz etkisini gidermek için ihracata tercihli krediler verme yönüne gitmişlerdir.

Akyüz (1993)'e göre finansal derinleşmenin olması finansal araçların çoğalması tasarrufları mali menkul kıymetlere yönlendirebilir. Ancak tasarrufların rantiyerlerin eline geçmesine sebep olarak spekülâtif fırsatları da artırabilir. Tasarrufların açık veren sektörlerle fazla veren sektörler (örneğin devletle rantiyerler) arasında yer değiştirmesini sağlayarak spekülâtif yatırımlara sebep olabilir. Faiz oranlarında ki artışın finansal sektörlerle etkinlik getirdiği de oldukça tartışmalı bir konudur. Gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının artması ile beraber kaynak dağılımındaki, etkinliğin bozulması söz konusudur. Çünkü bu ülkelerde geri dönmeyen borçların artması daha çoktur.

Çeşitli ülkelerde yapılan çalışmalar Mc kinnon shaw hipotezini destekler nitelikte değildir. Örneğin çeşitli çalışmalarda banka kredilerinin reel maliyetinin kullanıcı açısından yükselmesinin yatırımlar üzerinde olumsuz bir etkisi olduğu sonucuna varılmaktadır.

Türel (1993) Türkiye'de faiz oranlarının artmasıyla birlikte kaynak dağılımında ve üretimde etkinlik göstergelerinin nasıl etkilendiğini incelemiştir. Bu çalışmada finansal serbestlikle birlikte sektörlerin getiri oranlarının bir birine yaklaşmadığını göstermektedir. Ayrıca Türkiye'de özel kesim finans kredileri, Borçluluk ve risk oranı yüksek kamu teşebbüsüne yönelmektedir.

Faiz oranı yatırım ilişkisi, Türkiye açısından başka bir çok çalışmada da ele alınmıştır. Rittenberg (1991) Türkiye için bir denge faiz oranının altında kalındığında faiz oranları ile yatırım arasında pozitif ilişki olduğu, üzerine çıkıldığında ise negatif bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Rittenberg Türkiye'de Faiz oranları ile yatırım arasında negatif ilişkinin bulunmasını denge faiz oranının üzerine çıkılmış olmasına bağlamaktadır.

Neo klasik teoriye göre, yerli tasarrufların yetersiz kaldığı durumlarda yabancı tasarrufların yerli yatırımlar ve büyüme için önemli kaynak oluşturacağı kabul edilmektedir. Sermaye hareketlerini serbestleştirilmesi (dış finansal serbestlik) tasarrufların sermaye darboğazı çeken ülkelere akmasına sebep olacaktır yani istenilen büyüme hızına ulaşmak için yurt içi tasarrufları yeterli olmayan gelişmekte olan ülkelerde faiz oranı yükselecek tasarruf fazlası olan

Ülkelerin tasarrufları bu ülkelere çekilecektir. Bu süreç gelişmekte olan ülkelerde faiz oranları uluslar arası faiz oranı düzeyine inene kadar devam edecektir. Global tasarruflar faiz oranına ne kadar duyarlı ise bu süreç o kadar hızlı işleyecektir.

Sermaye hareketlerinin serbestleşmesini savunan yaklaşım sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile beraber gelişmekte olan ülkelerde bazı problemlerin ortaya çıkmaması için kamu ve para piyasası dengesinin sağlanmış olması gerektiğini belirtmektedir (Reisen ve Fisher, 1993; Dornbusch,1983). Fiyatlarda ve mali sektörde reformlar tamamlanmadan, makro ekonomik denge oluşturulmadan ve parasal politikalar üzerinden kaybolacak otonomiye telafi edecek araçlar oluşturulmadan finansal serbestliğe gitmek yanlıştır. Dış finansal serbestlikten önce kamu tüketim ve yatırım harcamalarının kısılması, sübvansiyonlara son verilmesi, kamu teşekküllerinin özelleştirilmesi, arzı teşvik eden, üretimi daha rekabetçi hale getiren ve sermaye kaçışını engelleyen bir vergi reformu yapılmasını önermektedir

Neo klasik yaklaşımı eleştirenlere göre , bu görüş iki temel varsayımdan yola çıkmaktadır. Birincisi finansal pazarların etkin çalıştığının kabulüdür. İkincisi ise finansal serbestleşmenin tasarrufların dünya ölçeğinde dağılımını dzenleyeceğinin ve faiz oranının ülkeler arasında eşitleneceğinin kabulüdür. Halbuki, finansal pazarların etkin çalışmaması, finansal piyasaların tasarruf ve yatırımlardan bağımsız hareket etmesi günümüz piyasaları için daha çok geçerlidir. Ayrıca, gelişmekte olan ülkeler akan sermaye miktarı arttıkça yatırımların getirisi gelişmiş ülkeler düzeyine inmemekte ülkeler arasında yatırımların getirisi bir yakınlaşma eğilimine girmemekte (Akyüz,1993). Özellikle aşırı dış borçlanma, kamu açıklarının arttığı ve kamu faiz yükünün çok yükseldiği ekonomilerde faiz oranının yükselmesine sebep olabilmekte ve kamu tasarruflarını düşürerek ortalama tasarrufların faiz oranına duyarsız kalmasına sebep olabilmektedir.

Faiz oranlarının düşmemesinin bir diğer sebebi yabancı sermaye akımlarının reel yatırımlar yerine daha çok spekülatif yatırımlara yönelmiş

olmasıdır. Spekülatif sermaye girişleri sadece kısa dönemli kazançlara yönelik olduğu için yatırımların getirisinin azalması yönünde bir gelişme ortaya çıkmamakta (UNCTAD, 1992).

Ayrıca, iç finansal serbestlik sonucu artan faiz oranları etkilerine benzer bir şekilde, spekülatif sermaye akımının rantiyerler tarafından yapılan kısa dönemli yatırımlar olarak kalması ve buna bağlı olarak faiz oranının çok yükselmesi, reel yatırım kararlarını olumsuz yönde etkilemekte yatırım kararları için önemli bir araç olan faiz oranı kullanılabilir bir politika aracı olmaktan çıkmaktadır (Akyüz ve Helds,1993).

Aşırı sermaye girişi sonucu yerli para yabancı paralar karşısında değer kazanmaktadır. Bu olgunun ihracatçı sektörlerin rekabet gücü ve dış ticaret dengeleri üzerinde önemli olumsuz etkileri olmakta, ithalat hacmi ve ekonominin ithalata bağımlılığı artmaktadır (Calvo,1994). Yerli paranın yabancı paralar karşısında reel olarak değer kazanması, ticaret konu olan ve olmayan malların görece fiyatlarının ikincisi lehine değişmesi demektir. Bu ticarete konu olmayan sektörlerde kârlılık ve yatırım artışını beraberinde getirmektedir. Bunun sonucu uluslararası rekabet gücünün azalması ve genellikle dışa açık bir sektör olan imalat sektörünün olumsuz etkilenmesi ve hizmet ve ticaret sektöründe şişmenin ortaya çıkmasıdır (Uygur, 1994).

Böylece gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan ve süreklilik arz eden yüksek faiz oranı ve değerli döviz kuru spekülatif sermaye akımlarına arbitraj imkânları sağlamaktadır. Spekülatif sermaye girişi yeniden yüksek faizle borçlanma ve döviz kurlarında değerlenmeye sebep olmakta ve ciddi bir kısır döngü meydana getirmektedir.

Aşırı sermaye girişiyle birlikte, gelişmekte olan ülkelere önemli miktarda sermaye kaçıışı yaşanmaktadır. Özellikle artan cari açık ve kamu açığı sebebiyle ortaya çıkan devalüasyon beklentileri ve belirsizlik sermaye kaçıışının başlıca sebebidir. Bu anlamda aşırı borçlanma sermaye kaçıışının taşıyıcısı olmakta yurt içi tasarrufları kovarak ülkenin tasarruf ve yatırım dengesinin kurulmasında yatırımların artmasında olumsuz etkide bulunmaktadır. Ayrıca

belirsizlik ve makro ekonomik dengesizliklerin artacağı beklentileri doğrudan yatırımlara yönelik sermaye girişini de olumsuz etkilemektedir. (Vos,1993)

Artan yabancı sermaye girişinin sebep olduğu aşırı borçlanma, yurt içi tasarrufların önemli bir bölümünün yatırımlara dönüşmeden yurt dışına kaynak transferi olarak kullanılmasına sebep olmakta, tüketim kredisini ve tüketim mali ithalatının kamçılıyarak yurt içi tasarrufları kovucu etki yapmaktadır . Yoğun spekülâtif sermaye girişi gelişmekte olan ülkelerde yurt içi harcamaları artırarak iç talebi şişirmektedir. Artan iç talebin yatırımlar üzerinde olumlu etki yapabilmesi de yerli paranın değerlenmesi sonucu artan tüketim mali ithalatı ile ortadan kalmaktadır.

Finansal serbestleşme sürecinde, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde finans sektörleri hızla büyümüş ve uluslararası nitelikleri ön plana çıkmıştır. İletişim ve bilgisayar teknolojilerindeki gelişimin sağladığı imkânlarla, finans piyasaları teknik açıdan birbirine bağlanmış, dünya çapında bütünlük arz etmeye başlamıştır.

Finansal piyasaların ileri düzeylerde serbestleştirilmesi ve sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılmış olması, ülke ekonomilerinin finans piyasaları arasındaki bağımlılıkları güçlendirmiş ve ülkelerin makroekonomik politika araçlarını dış piyasaları dikkate almaksızın kullanma imkânlarını kısıtlamıştır.

1997'de Güneydoğu Asya ülkelerinde başlayan ve küresel sistemi etkileyen bir dizi finansal kriz, makroekonomik dengelerini kuramamış, sağlıklı işleyen mali sistemden yoksun ülkeler açısından dışarıdan kısa vadeli yoğun sermaye girişlerinin sakıncalarını ve ekonomik ve mali reformların önemini ortaya koymuştur.

Global finans piyasalarında gerçekleştirilen uluslararası finansal işlemler, reel ekonominin gereklerinin çok ötesinde artmıştır. Örneğin döviz piyasalarındaki mali işlem hacminin, dünya ticaret hacmi ile karşılaştırılması, döviz piyasası işlemlerinin reel süreçlerden çözüldüğünü açıkça

göstermektedir. Bu konuda yapılan çeşitli çalışmaların sonuçları, toplam döviz ticaretinin sadece %1 ile %2'si arasında değişen bölümünün dünya ihracatının gerektirdiği işlemler için yapıldığını göstermektedir.

Finansal işlem hacmi reel ekonominin gereklerinin çok ötesinde artarken, finansal işlemlerin ortaya çıkış sebepleri de eskiye göre önemli ölçüde farklılaşmıştır. Gelineen durum, finansal aktiflerin tüm dünya küresi içinde, rantı optimize etmek üzere, para sistemleri arasında sürekli değişildiği kendine özgü bir rant ekonomisinin gelişmesi olmuştur.

Rantı optimize etmek üzere, bir para sisteminden diğerine hızla hareket eden sermaye, ülkelerin ödemeler dengesi, döviz kurları ve faiz oranlarını, bunlar aracılığıyla da tüm ekonomiyi etkilemektedir. Döviz kurları ve faiz oranlarında ortaya çıkan değişimler ise, ülkeye ilişkin yeni değerlendirmeler yapılmasına ve ulusal ekonominin net dış pozisyonunu değiştiren yeni sermaye akımlarına neden olabilmektedir. Finans piyasalarının globalleşmiş olması, istikrarsızlık yapıcı etkilerin ve krizlerin yayılmasını kolaylaştırmaktadır.

1997 yılı ortalarında yaşanan Asya krizinden sonra, serbestçe işleyen finans piyasalarının etkin kaynak dağılımını sağlayacağı tezinin geçerliliği oldukça tartışmalı hale gelmiştir. IMF 1999 Yıllık Raporunda, sermaye hareketlerinde serbestiye gitmenin, yararların yanı sıra riskler de taşıdığı vurgulanmakta, uygun olmayan serbestleştirme adımlarının gelişen piyasaları krize götüren dengesizliklerin birikimine sebep olduğu, kısa vadeli borçların hızla artışının ekonomiyi dışsal şoklara veya güven kaybına karşı daha hassas hale getirdiği belirtilmektedir.

Asya krizinden sonra yaşanan Rusya ve Brezilya krizlerinin de etkisiyle, dünyada uluslararası finans piyasalarının istikrarsızlık yapıcı etkilerinin önlenmesi gereği gündeme gelmiş ve bu konuda yapılabilecek düzenlemeler tartışılmaya başlanmıştır. Uluslararası finans piyasalarına ilişkin reform önerileri genel olarak IMF tarafından şekillendirilmekte, G7/G8 zirvelerinde de ele alınmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin, aşırı (spekülatif) sermaye girişlerinden kaynaklanan istikrarsız canlanma-finansal kargaşa ve kriz sarmalından kurtulabilmesi için sermaye hareketleri denetlenmelidir. Sermaye hareketleri üzerindeki etkili denetim yöntemleri üzerinde uluslararası deneyimler vardır. Sermaye hareketleri üzerinde kurumsallaşmış kontroller uygulayan ve bu sebeple Asya krizinden etkilenmeyen Çin ve Hindistan uzun vadeli ve dolaysız sermaye hareketlerini büyük ölçüde çeken ülkelerdir. Ayrıca Malezya finansal kriz şartlarında sermaye çıkışlarını engelleyerek istikrarı komşularından çok daha hızla sağlamış; Şili ve Kolombiya canlanma devrelerinde sermaye girişlerini ve genel olarak sıcak para çıkışlarını caydırıcı ve yumuşak yöntemlerle frenlemiştir.



EK TABLOLAR

Tablo 8 Gayri Safi Milli Hasıla

	MİLYAR TL.	
	CARİ FİYATLARLA	1987 FİYATLARIYLA
1980	5.303	50.870
1981	8.023	53.317
1982	10.612	54.963
1983	13.933	57.279
1984	22.168	61.350
1985	35.350	63.989
1986	51.185	68.315
1987	75.019	75.019
1988	129.175	76.108
1989	230.370	77.347
1990	397.178	84.592
1991	634.393	84.887
1992	1.103.605	90.323
1993	1.997.323	97.677
1994	3.887.903	91.733
1995	7.854.887	99.028
1996	14.978.067	106.080
1997	29.393.262	114.874
1998	53.518.332	119.303
1999	78.282.967	112.044
2000	125.596.129	119.144
2001	179.480.078	107.911

Kaynak: <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/tarih/tr/1980-01.pdf...> (25/05/2003)

Tablo 9 Fert Başına GSMH ve GSYİH

YILLAR	YIL ORTASI NÜFUS (000 KİŞİ)	CARİ FİYATLARLA TL	ENDEKS	DOLAR	ENDEKS	SAGP'ne GÖRE GSYİH (1)
1980	44.438	119.335	100	1.570	100	2.299
1981	45.540	176.169	148	1.598	102	2.582
1982	46.688	227.293	190	1.412	90	2.768
1983	47.864	291.096	244	1.299	83	2.935
1984	49.070	451.757	379	1.238	79	3.179
1985	50.306	702.706	589	1.356	86	3.354
1986	51.433	995.174	834	1.487	95	3.598
1987	52.561	1.427.282	1.196	1.668	106	3.971
1988	53.715	2.404.824	2.015	1.693	108	4.119
1989	54.893	4.196.709	3.517	1.979	126	4.217
1990	56.203	7.066.839	5.922	2.711	173	4.699
1991	57.247	11.081.678	9.286	2.661	170	4.806
1992	58.304	18.928.460	15.862	2.757	176	5.143
1993	59.374	33.639.684	28.189	3.065	195	5.629
1994	60.458	64.307.501	53.888	2.169	138	5.362
1995	61.556	127.605.549	106.931	2.794	178	5.745
1996	62.674	238.983.746	200.263	2.947	188	6.123
1997	63.809	460.644.457	386.009	3.046	194	6.462
1998	64.955	823.929.360	690.434	3.171	202	6.256
1999	66.106	1.184.203.655	992.335	2.839	181	5.940
2000	67.461	1.861.759.072	1.560.111	2.987	190	6.359
2001	68.610	2.615.946.330	2.192.103	2.143	137	6.082

Kaynak:<http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/tarih/tr/1980-01.pdf...>(25/05/2003)

Tablo 10 Yurt İçi Tasarrufların ve Sabit Sermaye Yatırımlarının GSMH içindeki Payları

YILLAR	YURT İÇİ TASARRUFLAR	SABİT SERMAYE YATIRIMLARI
1980	16,0	21,8
1981	18,3	19,8
1982	17,1	19,2
1983	16,5	20,1
1984	16,5	19,3
1985	18,9	20,1
1986	21,9	22,8
1987 (*)	23,9	24,6
1988	27,2	26,1
1989	22,1	22,5
1990	22,0	22,6
1991	21,4	23,7
1992	21,6	23,4
1993	22,7	26,3
1994	23,1	24,5
1995	22,1	24,0
1996	19,8	25,1
1997	21,4	26,3
1998	22,7	24,3
1999	21,2	22,1
2000	18,1	22,6
2001 (1)	15,7	18,4

Kaynak:<http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/tarih/tr/1980-01.pdf...> (25/05/2003)

*** Tahmin**

Tablo 11 Sabit Sermaye Yatırımları

(Cari Fiyatlarla, Milyar TL.)											
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
TOPLAM	1.156	1.589	2.034	2.799	4.284	7.115	11.671	18.491	33.738	51.836	89.892
KAMU	462	723	869	1.213	1.777	3.236	5.222	7.480	11.451	17.346	27.684
ÖZEL	694	865	1.165	1.586	2.507	3.879	6.449	11.011	22.286	34.490	62.208
KAMU / TOPLAM	40,0	45,5	42,7	43,3	41,5	45,5	44,7	40,5	33,9	33,5	30,8
ÖZEL / TOPLAM	60,0	54,5	57,3	56,7	58,5	54,5	55,3	59,5	66,1	66,5	69,2
TOPLAM / GSMH	21,8	19,8	19,2	20,1	19,3	20,1	22,8	24,6	26,1	22,5	22,6
KAMU / GSMH	8,7	9,0	8,2	8,7	8,0	9,2	10,2	10,0	8,9	7,5	7,0
ÖZEL / GSMH	13,1	10,8	11,0	11,4	11,3	11,0	12,6	14,7	17,3	15,0	15,7

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001 (1)
TOPLAM	150.156	258.406	525.506	952.322	1.882.225	3.757.812	7.728.372	13.022.213	17.328.840	26.414.469	34.024.186
KAMU	47.585	81.295	143.977	192.052	328.577	763.421	1.782.699	3.359.435	5.130.996	8.709.004	10.509.245
ÖZEL	102.571	177.111	381.529	760.270	1.553.648	2.994.391	5.945.673	9.662.778	12.197.844	19.705.465	23.514.941
KAMU / TOPLAM	31,7	31,5	27,4	20,2	17,5	20,3	23,1	25,8	29,6	30,6	30,9
ÖZEL / TOPLAM	68,3	68,5	72,6	79,8	82,5	79,7	76,9	74,2	70,4	69,4	69,1
TOPLAM / GSMH	23,7	23,4	26,3	24,5	24,0	25,1	26,3	24,3	22,1	22,6	18,4
KAMU / GSMH	7,5	7,4	7,2	4,9	4,2	5,1	6,1	6,3	6,6	6,9	5,7
ÖZEL / GSMH	16,2	16,0	19,1	19,6	19,8	20,0	20,2	18,1	15,6	15,6	12,7

Kaynak:<http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/tarih/tr/1980-01.pdf...>(25/05/2003)

Tablo 12 Sektörler İtibariyle Sabit Sermaye Yatırımları

(Cari Fiyatlarla, Yüzde Dağılım)											
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
TARIM	7,6	10,5	10,8	10,7	9,9	7,4	6,2	6,9	5,9	5,5	5,4
MADENCİLİK	3,3	4,7	4,0	4,4	4,4	5,1	3,6	2,4	2,3	1,9	1,8
İMALAT	28,5	28,6	27,3	25,5	25,0	23,1	22,0	17,6	16,1	14,8	19,5
ENERJİ	8,7	10,3	10,8	11,2	10,2	10,2	11,3	9,7	9,7	10,8	7,3
ULAŞTIRMA	14,2	17,3	18,4	19,8	20,4	22,0	20,8	20,7	16,1	15,9	17,9
TURİZM	0,6	0,6	0,6	0,6	1,0	1,4	2,2	2,5	3,1	3,9	3,8
KONUT	27,8	17,5	17,5	17,3	18,6	18,8	21,4	27,9	35,8	36,7	33,4
EĞİTİM	1,8	2,1	2,1	2,1	1,7	2,2	2,0	2,3	2,3	2,5	2,6
SAĞLIK	0,8	1,0	1,0	0,8	0,8	0,8	0,9	1,0	0,9	1,2	1,5
DİĞER HİZMETLER	6,7	7,3	7,5	7,5	7,9	8,9	9,7	9,0	7,6	6,9	6,7
TOPLAM	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001 (1)
TARIM	5,7	4,9	5,0	4,1	5,4	5,8	5,8	5,7	4,5	4,5	4,2
MADENCİLİK	1,9	1,7	1,4	1,5	1,3	1,2	1,2	1,4	1,6	1,1	1,3
İMALAT	18,9	18,4	18,0	19,6	22,6	21,6	18,2	18,0	17,5	19,4	17,6
ENERJİ	6,1	5,0	3,6	2,8	2,7	4,1	5,9	6,8	6,6	6,6	9,4
ULAŞTIRMA	19,0	21,5	25,3	16,9	18,8	20,9	24,6	24,1	25,0	29,1	23,5
TURİZM	3,7	2,9	2,2	2,2	2,4	2,1	2,1	2,9	4,0	4,0	4,5
KONUT	32,9	32,5	32,8	41,7	36,0	32,0	27,8	25,5	24,1	16,7	18,7
EĞİTİM	2,8	3,2	3,1	2,1	2,0	2,8	3,7	3,4	4,7	5,2	5,5
SAĞLIK	1,8	2,0	2,0	2,2	1,8	2,3	3,4	3,9	3,4	4,3	4,7
DİĞER HİZMETLER	7,3	7,8	6,6	6,9	6,9	7,2	7,3	8,3	8,7	9,1	10,5
TOPLAM	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Kaynak:<http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/tarih/tr/1980-01.pdf...>(25/05/2003)

Tablo 13 Sektörler İtibariyle Sabit Sermaye Yatırımları (Özel)

(Cari Fiyatlarla, Yüzde Dağılımı)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
TARIM	7,4	10,8	11,2	11,4	10,1	7,7	5,7	5,6	4,3	3,0	3,6
MADENCİLİK	0,5	0,6	0,6	1,1	1,1	1,2	1,1	1,3	1,2	1,2	1,1
İMALAT	30,0	34,1	33,6	32,9	32,9	31,9	31,8	25,2	21,4	19,9	26,2
ENERJİ	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,8	0,6	0,9	1,2	0,8
ULAŞTIRMA	9,7	15,3	16,2	16,9	17,2	17,0	13,8	11,8	9,1	8,8	10,7
TURİZM	0,6	0,7	0,7	0,6	1,1	1,8	2,5	3,1	4,0	5,3	5,0
KONUT	44,7	30,1	29,5	29,2	30,0	32,3	37,0	45,7	53,3	54,2	46,5
EĞİTİM	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,6	0,6	0,5	0,7	0,7
SAĞLIK	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	0,6	0,6	0,5	0,7	0,9
DİĞER HİZMETLER	6,3	7,4	7,2	7,0	6,7	6,7	6,1	5,4	4,8	4,9	4,4
TOPLAM	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001(1)
TARIM	3,2	3,1	3,3	2,6	4,1	4,7	4,3	4,8	2,9	2,6	2,1
MADENCİLİK	1,1	1,0	0,9	1,2	1,1	1,1	1,1	1,4	1,6	1,1	1,1
İMALAT	25,3	24,3	23,6	23,8	26,2	26,1	22,9	23,4	23,7	26,7	23,3
ENERJİ	1,2	0,6	0,5	0,6	0,5	1,8	4,0	3,3	2,8	2,9	6,3
ULAŞTIRMA	10,8	14,7	18,8	11,5	16,4	17,4	21,6	20,7	19,9	26,2	21,8
TURİZM	4,7	3,5	2,4	2,3	2,4	2,3	2,5	3,7	5,5	5,6	6,3
KONUT	47,1	46,3	44,7	51,8	43,3	39,8	35,8	34,1	33,8	23,7	26,7
EĞİTİM	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	1,1	1,1	0,9	1,7	2,3	2,1
SAĞLIK	1,4	1,4	1,3	1,5	1,2	1,8	2,9	3,6	3,2	4,2	4,4
DİĞER HİZMETLER	4,3	4,4	3,7	4,0	4,1	4,0	3,8	4,2	4,8	4,7	5,9
TOPLAM	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Kaynak: <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/tarih/tr/1980-01.pdf...> (25/05/2003)

Tablo 14 Sektörler İtibariyle Sabit Sermaye Yatırımları (Kamu)

(Cari Fiyatlarla, Yüzde Dağılımı)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
TARIM	7,9	10,2	10,3	9,8	9,6	7,9	6,8	6,7	9,1	10,3	9,6
MADENCİLİK	7,6	9,7	8,8	8,8	9,1	9,8	6,7	4,1	4,5	3,2	3,4
İMALAT	26,3	21,9	18,9	15,8	14,0	12,6	9,6	6,5	5,9	4,5	4,5
ENERJİ	21,3	22,1	24,7	25,4	24,0	22,0	24,1	22,9	26,9	29,8	21,7
ULAŞTIRMA	20,8	19,7	21,3	23,5	25,0	28,0	29,3	33,9	29,7	30,1	34,0
TURİZM	0,5	0,5	0,5	0,6	0,9	0,9	1,8	1,7	1,5	1,1	1,2
KONUT	2,4	2,4	1,4	1,8	2,6	2,6	2,0	1,6	1,8	1,8	4,6
EĞİTİM	4,1	4,2	4,5	4,5	3,7	4,2	3,7	4,8	5,6	6,2	6,9
SAĞLIK	1,8	2,0	2,0	1,6	1,5	1,2	1,2	1,5	1,8	2,1	2,8
DİĞER HİZMETLER	7,2	7,2	7,9	8,1	9,6	11,6	14,2	14,3	13,2	10,8	11,9
TOPLAM	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001(1)
TARIM	11,1	8,9	9,6	10,2	11,7	10,2	10,8	8,2	8,4	8,6	9,8
MADENCİLİK	3,5	3,4	2,5	2,6	2,1	1,5	1,6	1,5	1,5	1,1	1,7
İMALAT	5,0	5,4	3,2	3,1	5,7	4,1	2,5	2,7	2,6	2,8	4,9
ENERJİ	16,8	14,5	12,0	11,6	12,9	12,9	12,4	16,8	15,0	15,0	16,5
ULAŞTIRMA	36,6	36,5	42,6	38,4	38,2	34,7	34,8	34,0	37,0	35,7	27,2
TURİZM	1,5	1,6	1,7	1,9	2,4	1,3	0,6	0,5	0,4	0,5	0,6
KONUT	2,2	2,6	1,2	1,7	1,5	1,7	1,2	1,1	1,3	0,8	0,9
EĞİTİM	7,1	8,4	9,2	7,4	8,3	9,2	12,4	10,7	11,6	11,8	13,0
SAĞLIK	2,6	3,2	3,8	4,8	4,9	4,1	4,8	4,6	3,8	4,5	5,4
DİĞER HİZMETLER	13,6	15,4	14,3	18,4	20,2	28,2	18,0	20,1	17,8	19,1	20,7
TOPLAM	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Kaynak: <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/tarih/tr/1980-01.pdf...> (25/05/2003)

Tablo 15 Dış Ticaret ve Cari İşlemler Dengelerinin GSMH'ya Oranları

	DIŞ TİCARET AÇIĞI / GSMH %	CARİ İŞLEMLER DENGESİ / GSMH %
1980	6,6	4,9
1983	4,8	3,1
1984	4,8	2,4
1985	4,4	1,5
1986	4,0	1,9
1987	3,7	0,9
1988	2,0	-1,8
1989	3,9	-0,9
1990	6,3	-1,7
1991	4,8	0,2
1992	5,1	-0,6
1993	7,8	-3,5
1994	3,2	2,0
1995	7,7	-1,4
1996(1)	5,7	-1,3
1997(1)	7,9	-1,4
1998(1)	6,9	1,0
1999(1)	5,6	-0,7
2000(1)	11,1	-4,9
2001(1)	3,1	2,4

Kaynak: <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/tarih/tr/1980-01.pdf...> (25/05/2003)

(1) Bavul ticareti dahil

Tablo 16 Toplam İhracat

	İHRACAT / MİLYON \$	GSMH (%)	SANAYİ İHRACATI	SANAYİ İHRACATININ TOPLAM İÇİNDEKİ % PAYI
1980	2.910	4,2	1047,4	36,0
1983	5.728	9,2	3658,2	63,9
1984	7.134	11,7	5144,6	72,1
1985	7.958	11,7	5994,8	75,3
1986	7.457	9,8	5324,2	71,4
1987	10.190	11,6	8065,2	79,1
1988	11.662	12,8	8943,4	76,7
1989	11.625	10,7	9170,1	78,9
1990	12.959	8,5	10348,6	79,9
1991	13.594	8,9	10685,8	78,6
1992	14.715	9,2	12286,3	83,5
1993	15.345	8,4	12793,9	83,4
1994	18.109	13,8	15517,8	85,7
1995	21.636	12,6	19089,3	88,2
1996	23.225	12,6	20237,1	87,1
1997	26.261	13,5	23132,2	88,1
1998	26.973	13,1	23873,5	88,5
1999	26.588	14,2	23754,7	89,3
2000	27.775	13,8	25339,6	91,2
2001	31.340	21,3	28703,2	91,6

Kaynak: <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/tarih/tr/1980-01.pdf...> (25/05/2003)

Tablo 17 Toplam İthalat rakamları (*)ve İhracatın İthalatı Karşılama Oranı

	MİLYON \$	İTHALAT / GSMH (%)	İHRACATIN İTHALATI KARŞILAMA ORANI (%)
1980	7.909	11,3	36,8
1983	9.235	14,8	62,0
1984	10.757	17,7	66,3
1985	11.343	16,6	70,2
1986	11.105	14,5	67,1
1987	14.158	16,1	72,0
1988	14.335	15,8	81,4
1989	15.792	14,5	73,6
1990	22.302	14,6	58,1
1991	21.047	13,8	64,6
1992	22.871	14,2	64,3
1993	29.428	16,2	52,1
1994	23.270	17,7	77,8
1995	35.709	20,8	60,6
1996	43.627	23,6	53,2
1997	48.559	25,0	54,1
1998	45.921	22,3	58,7
1999	40.671	21,7	65,4
2000	54.503	27,1	51,0
2001	40.410	27,5	77,6

Kaynak: <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/tarih/tr/1980-01.pdf...>(25/05/2003)

() İthalatta Altın hariç*

Tablo 18 Turizm Gelirleri

	(MİLYON \$)
1980	326
1983	420
1984	548
1985	1094
1986	950
1987	1476
1988	2355
1989	2557
1990	3225
1991	2654
1992	3639
1993	3959
1994	4321
1995	4957
1996	5650
1997	7002
1998	7177
1999	5203
2000	7636
2001	8090

Kaynak: <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/tarih/tr/1980-01.pdf...> (25/05/2003)

Tablo 19 Uluslararası Rezervler**MİLYON \$**

	TOPLAM ULUSLARARASI REZERVLER (NET)	MERKEZ BANKASI RESMİ REZERVLERİ (BRÜT)
1980	1.209	-
1983	2.089	1.253
1984	3.482	1.239
1985	3.279	1.020
1986	4.347	1.368
1987	5.212	1.719
1988	6.428	2.307
1989	9.283	4.831
1990	11.387	5.972
1991	12.250	4.918
1992	15.252	6.116
1993	17.761	6.213
1994	16.514	7.112
1995	23.317	12.391
1996	24.966	16.273
1997	27.138	18.419
1998	29.499	19.721
1999	33.751	23.177
2000	34.159	22.172
2001	30.050	18.787

<http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecqi.06/06.2003>

Tablo 20 Yabancı Sermaye

	İZİN VERİLEN YABANCI SERMAYE (MİLYON \$)	FİİLEN GELEN YABANCI SERMAYE (NET) (MİLYON \$)
1980	97	18
1983	103	46
1984	271	113
1985	235	99
1986	364	125
1987	655	115
1988	821	354
1989	1.512	663
1990	1.861	684
1991	1.967	810
1992	1.820	844
1993	2.063	636
1994	1.478	608
1995	2.938	885
1996	3.837	722
1997	1.678	805
1998	1.647	940
1999	1.701	783
2000	3.060	982
2001	2.739	3.266

Kaynak:<http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/tarih/tr/1980-01.pdf...>(25/05/2003)

Tablo 21 Dış Borçlar

(MİLYON ₺)

	TOPLAM	KISA VADELİ	ORTA VE UZUN VADELİ	DIŞ BORÇ SERVİS ORANI
1980	16.227	2.505	13.722	47,4
1983	18.385	2.281	16.104	38,2
1984	20.659	3.180	17.479	31,0
1985	25.476	4.759	20.717	30,7
1986	32.101	6.349	25.752	35,8
1987	40.428	7.623	32.805	32,3
1988	40.722	6.417	34.305	36,2
1989	41.751	5.745	36.006	32,4
1990	49.035	9.500	39.535	28,5
1991	50.489	9.117	41.372	29,0
1992	55.592	12.660	42.932	29,1
1993	67.356	18.533	48.823	26,2
1994	65.601	11.310	54.291	28,5
1995	73.278	15.701	57.577	24,0
1996	79.194	17.072	62.122	19,4
1997	84.182	17.691	66.491	19,9
1998	96.313	20.774	75.539	23,2
1999	102.120	22.921	79.199	30,2
2000	118.615	28.301	90.314	34,0
2001	115.110	16.345	98.765	37,8

<http://www.hazine.gov.tr/stat/borc.htm> 25/06 2003

Tablo 22 Dış Borç Göstergeleri (Milyon \$)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
TOPLAM BORÇ / GSMH (%)	29,6	36,0	37,4	42,0	46,1	49,8	38,4	33,2	33,2	39,7	37,0	50,1	42,6	42,8	43,3	46,8	54,4	58,9	78,3
KISA VADELİ BORÇ / TOPLAM BORÇ (%)	12,4	13,4	16,7	19,8	15,8	15,8	10,4	19,1	18,1	22,8	27,5	17,2	21,4	21,6	21,0	21,6	22,4	23,9	14,2
KISA VADELİ BORÇ / ORTA ve UZUN VADELİ BORÇ (%)	14,2	18,2	23,0	24,7	23,2	18,7	15,0	24,0	22,0	29,5	38,0	20,8	27,3	27,5	28,6	27,5	26,9	31,3	16,5
MAL İHRACATI (FOB) / TOPLAM BORÇ (%)	31,2	34,5	31,2	23,2	25,2	20,6	27,8	28,9	26,5	22,8	27,6	29,5	29,3	31,2	28,0	28,0	26,0	23,4	27,2
FAİZ ÖDEMELERİ / MAL İHRACATI (FOB) (%)	28,4	22,2	22,0	28,6	23,4	24,0	25,0	25,2	23,4	23,3	21,7	19,9	18,1	17,5	17,9	20,5	22,7	22,8	
FAİZ ÖDEMELERİ / TOPLAM CARI İŞL. GELİRLERİ (%)	15,5	13,4	13,1	16,6	14,1	13,9	12,9	12,3	12,2	11,7	11,5	11,8	10,1	8,2	7,8	7,7	10,3	10,7	12,6
BORÇ SERVİSİ / MAL İHRACATI (FOB) (%)	66,9	52,3	53,0	62,8	49,1	61,4	61,2	55,9	55,2	56,5	60,3	51,8	46,1	42,6	41,8	49,0	60,2	72,4	68,5
BORÇ SERVİSİ (DMF Harf) / TOPLAM CARI İŞL. GELİRLERİ (%)	37,5	29,5	29,5	33,5	30,0	33,4	30,8	27,2	26,7	28,3	25,6	28,2	23,4	19,4	18,3	20,8	30,3	34,1	37,8
BORÇ SERVİSİ / TOPLAM CARI İŞLEMLER GELİRLERİ (%)	38,4	31,5	31,4	36,4	32,6	35,6	31,9	27,4	26,7	28,3	26,7	28,2	23,4	19,4	18,3	21,1	30,3	34,1	37,8
(BORÇ SERVİSİ + KISA VAD. BORÇ) / TOPLAM CARI İŞL. GEL. (%)	62,9	58,3	66,9	85,8	77,6	67,4	63,3	59,2	71,4	66,1	62,3	60,3	52,9	49,6	54,3	73,6	82,0	66,6	
BORÇ SERVİSİ (MİLYON DOLAR)	-3332	-3.730	-4.216	-4.685	-5.517	-7.158	-7.170	-7.297	-7.561	-8.733	-8.227	-9.993	-11.297	-11.418	-12.418	-15.513	-18.316	-21.937	-24.619
FALZ	-1.511	-1.596	-1.753	-2.134	-2.387	-2.799	-2.907	-3.264	-3.440	-3.439	-3.574	-3.923	-4.303	-4.200	-4.538	-4.823	-5.450	-6.299	-7.133
ANAPARA	-2.126	-1.907	-2.208	-2.173	-2.687	-3.927	-4.023	-3.938	-4.070	-4.871	-4.412	-5.448	-5.667	-5.685	-6.095	-8.174	-10.560	-13.803	-14.387
TARHİL GERİ ÖDEMESİ					-47	-51	-423	-241	-622	-1.927	-1.533	-1.307	-3.265	-2.070	-1.247	-2.052			
IMF	-185	-237	-255	-378	-443	-432	-240	-48	0	0	0	0	0	0	-28	-231	-286	-48	-1.087

Tablo 23 Döviz Kurları

YILLAR	YIL SONU DÖLAR KURU	ORTALAMA DÖLAR KURU
1980	89,3	76,0
1981	129,7	110,2
1982	185,1	160,9
1983	274,0	224,0
1984	432,5	364,9
1985	574,0	518,3
1986	755,9	669,4
1987	1.018,4	855,7
1988	1.813,0	1.420,8
1989	2.311,4	2.120,8
1990	2.927,1	2.607,6
1991	5.074,8	4.169,9
1992	8.555,9	6.887,5
1993	14.450,0	10.986,0
1994	38.687,0	29.704,3
1995	56.614,7	45.673,5
1996	104.391,7	81.083,6
1997	199.079,0	151.429,0
1998	306.122,9	260.040,1
1999	525.491,3	417.581,0
2000	676.325,1	623.685,1
2001	1.448.212,1	1.222.921,1

Kaynak:<http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/tarih/tr/1980-01.pdf...>(25/05/2003)

Tablo 24 Bağıca Parasal Göstergeler (Milyar TL)

	1980	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
EMİSYON HACMİ	279	14.074	21.289	36.838	63.104	120.212	223.935	382.243	758.878	1.328.542	2.390.748	3.772.411	5.328.876
REZERV PARA	479	23.871	37.244	61.195	101.721	185.738	343.484	621.487	1.186.386	2.145.691	3.932.210	5.949.348	7.931.613
PARA ARZI(M1)	739	31.398	46.793	78.341	129.087	230.847	388.185	896.895	1.581.210	2.562.478	4.272.018	6.746.482	11.073.270
PARA ARZI(M2)	924	71.570	117.118	190.736	282.442	630.348	1.256.632	2.924.893	5.658.800	11.423.198	21.992.654	31.109.334	46.985.987
- Dolaşımdaki Para	218	11.343	17.415	30.244	51.364	101.401	188.506	319.024	610.871	1.057.864	1.887.153	3.196.942	4.801.257
- Banka Parası	706	60.226	99.704	160.493	231.078	528.947	1.068.081	2.605.869	5.047.929	10.365.334	20.105.501	27.912.392	42.184.730
PARA ARZI(M2Y)	0	93.363	188.054	293.970	473.059	1.195.353	2.414.597	5.373.709	10.664.059	20.212.650	40.153.556	56.046.300	104.132.803
MERKEZ BANKASI KREDİLERİ	655	7.632	22.415	51.265	100.628	160.530	205.770	380.885	346.875	9.098	10.588	501.724	750.000
- Kamu	386	4.449	18.454	42.384	82.936	148.208	193.521	373.196	339.199	1.559	2.913	1.724	0
- Özel	269	3.183	3.961	8.881	17.691	12.322	12.249	7.689	7.676	7.539	7.675	500.000	750.000
MEVDUAT BANKA. KREDİLERİ	790	65.198	101.452	185.419	342.182	575.107	1.342.332	3.095.036	7.205.239	11.091.883	16.144.618	26.368.676	31.249.115
YAT. KALKINMA B. KREDİLERİ	177	5.012	10.890	16.418	28.653	50.629	86.807	188.076	371.809	655.419	1.175.279	1.747.187	2.797.858
NET KREDİ HACMİ	1.353	74.659	130.796	244.420	453.771	773.943	1.622.660	3.656.308	7.916.247	11.748.861	17.322.810	28.117.587	34.046.973
DÖVİZ TEVDİAT HESAPLARI	21.773	51.980	106.277	197.365	598.478	1.253.290	2.627.629	5.493.852	9.547.358	18.420.635	25.341.684	57.146.816	
TOPLAM TL MEVDUAT *	768	62.294	103.045	165.723	238.569	544.456	1.081.100	2.634.682	5.181.477	10.549.212	20.896.413	29.337.889	42.184.239
- Tasarruf Mevduatı	343	34.901	60.701	94.459	126.160	330.860	691.204	1.743.092	3.191.725	6.425.242	13.340.770	17.888.051	27.258.952
- Vadeli	183	5.261	7.294	12.164	19.422	34.538	54.612	133.830	236.520	328.020	633.131	905.778	1.484.723
- Vadeli	160	29.640	53.408	82.295	106.738	296.322	636.592	1.609.262	2.955.205	6.099.222	12.707.639	16.982.273	25.774.229
- Ticari Mevduat	292	14.524	21.638	36.223	56.846	108.460	202.024	474.390	950.223	2.085.866	3.640.644	5.813.377	7.722.244
- Diğer Mevduat	133	12.869	20.705	35.042	55.563	105.136	187.873	417.200	1.039.529	2.038.104	3.914.999	5.636.461	7.203.043
TOPLAM MEVDUAT (TL+DTH)	768	84.068	155.024	272.000	435.933	1.142.934	2.334.390	5.262.311	10.675.329	20.096.570	39.317.048	54.679.573	99.331.055

Kaynak: <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/tarih/tr/1980-01.pdf...> (25/05/2003)

Tablo 25 Aylık İç Borçlanma Faiz Oranları ve Vade Yapısı

(Yıllık)

	Vade	Ort. Basit Faiz	Ort. Bileşik Faiz
1989	233	53,9	59,8
1990	236	49,7	54,0
1991	211	69,8	80,5
1992	211	74,6	87,7
1993	257	79,3	87,6
1994	119	109,9	164,4
1995	206	98,9	121,9
1996	195	107,8	135,2
1997	349	110,7	127,2
1998	233	102,0	122,5
1999	479	94,0	109,5
2000	410	36,6	38,0
2001	148	75,9	96,2

Kaynak:<http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/tarih/tr/1980-01.pdf...>(25/05/2003)

Tablo 28 Konsolide Bütçeye İlişkin Bazı Göstergeler

	1980	1981	1982 (*)	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
KONSOLİDE BÜTÇE AÇIĞI (MİLYAR TL)	-166,2	-123,6	-157,3	-312,6	-978,7	-798,3	-1411,5	-2607,4	-3990,2	-7672,5	-11955
FAİZ DIŞI AÇIK / FAZLA (MİLYAR TL)	-134,7	-48,3	-69,9	-101,2	-537,9	-123,4	-80,3	-341,8	987,6	587,0	2012
KONS. BÜTÇE AÇIĞI / GSMH	-3,1	-1,5	-1,5	-2,2	4,4	-2,3	-2,8	-3,5	-3,1	-3,3	-3,0
FAİZ DIŞI KON.BÜT.AÇIĞI (FAZLA) / GSMH	-2,5	-0,6	-0,7	-0,7	-2,4	-0,3	-0,2	-0,5	0,8	0,3	0,5
FAİZ ÖDEMELERİ / YATIRIM HAR.	17,0	24,6	26,2	44,7	63,8	65,5	82,0	98,7	158,5	163,0	156,9
FAİZ ÖDEMELERİ / YATIRIM HAR.(İşç.Har.)								114,3	183,2	213,1	204,8
FAİZ ÖDEMELERİ / TRANSFER HAR.	7,9	13,2	15,9	19,7	27,5	30,8	38,1	38,6	47,8	59,4	56,1
FAİZ ÖDEMELERİ / TOPLAM HAR.	2,0	5,0	5,5	8,1	11,6	12,7	16,3	17,8	23,7	21,7	20,8
FAİZ ÖDEMELERİ / BORÇLANMA (NET)	20,9	202,1	52,6	116,4	43,0	73,8	82,8	88,0	122,3	99,4	113,0
FAİZ ÖDEMELERİ / KON.BÜT.GEL.	3,5	5,4	6,1	9,2	15,7	14,9	19,7	22,5	29,3	27,2	25,3
VERGİ GELİRLERİ / TOPLAM HAR.	69,5	78,5	81,5	74,0	62,7	72,1	73,1	71,3	67,7	67,1	67,6
VERGİ GEL. / FAİZ DIŞI TOP.HAR.	71,6	82,6	86,2	80,6	71,0	82,6	87,4	86,8	88,8	85,8	85,3
TOPLAM GELİRLER / TOPLAM HAR.	84,6	91,8	98,2	88,0	74,1	85,0	82,7	79,5	81,8	79,8	82,2
TOPLAM GEL. / FAİZ DIŞI TOP.HAR.	87,1	96,6	95,4	95,8	83,9	97,3	98,8	96,7	106,2	102,0	103,8
VERGİ GELİRLERİ / GSMH	14,1	14,8	12,3	13,9	10,7	10,8	11,7	12,1	11,0	11,1	11,4
VASITASIZ VERGİLER / GSMH	8,9	9,6	7,8	8,2	6,2	5,2	6,1	6,0	5,5	5,9	6,0
VASITALI VERGİLER / GSMH	5,3	5,3	4,5	5,6	4,5	5,7	5,6	6,1	5,5	5,2	5,5
VASITASIZ VERGİLER / VERGİ GEL.	62,8	64,5	63,3	59,4	58,3	47,7	52,0	49,6	49,6	53,4	52,1
VASITALI VERGİLER / VERGİ GEL.	37,2	35,5	36,7	40,6	41,7	52,3	46,0	50,4	50,4	46,6	47,9

Kaynak:<http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/tarih/tr/1980-01.pdf...> (25/05/2003)

Tablo 29 Konsolide Bütçeye İlişkin Bazı Göstergeler (Devamı)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
KONSOLİDE BÜTÇE AÇIĞI (MİLYAR TL)	-13517	-47434	-133857	-152188	-316623	-1238128	-2241376	-3895127	-9284629	-13725888	-28766062
FAİZ DIŞI AÇIK / FAZLA (MİLYAR TL)	-8444	-7136	-17387	146165	259492	259273	36541	2281468	1436211	6713974	12298547
KONS. BÜTÇE AÇIĞI / GSMH	-5,3	-4,3	-6,7	-3,9	-4,8	-8,3	-7,6	-7,3	-11,9	-10,9	-16,0
FAİZ DIŞI KON.BÜT.AÇIĞI (FAZLA) / GSMH	-1,5	-0,6	-0,9	3,8	3,3	1,7	0,1	4,3	1,8	5,3	6,9
FAİZ ÖDEMELERİ / YATIRIM HAR.	140,4	137,8	219,1	408,8	627,7	628,9	385,8	616,3	683,8	738,6	1052,4
FAİZ ÖDEMELERİ / YATIRIM HAR.(İşç.Har.)	205,5	211,9	318,7	592,4							
FAİZ ÖDEMELERİ / TRANSFER HAR.	45,7	51,5	51,2	62,4	59,1	61,9	49,3	65,5	61,7	66,8	73,7
FAİZ ÖDEMELERİ / TOPLAM HAR.	18,5	18,2	24,0	33,2	33,7	38,0	28,5	39,6	38,2	43,5	51,4
FAİZ ÖDEMELERİ / BORÇLANMA (NET)	72,0	67,8	92,4	196,3	195,8	118,1	110,6	168,7	183,7	183,7	219,9
FAİZ ÖDEMELERİ / KON.BÜT.GEL.	35,7	27,1	41,3	43,0	37,7	36,3	43,0	47,9	49,2	63,9	57,3
FAİZ ÖDEMELERİ / VERGİ GEL.	24,9	23,1	33,1	40,0	41,3	55,4	39,6	52,8	57,0	61,5	80,4
VERGİ GELİRLERİ / TOPLAM HAR.	60,4	63,9	54,5	65,5	63,4	57,0	59,4	59,2	52,7	56,4	48,8
VERGİ GEL. / FAİZ DIŞI TOP.HAR.	74,1	78,1	71,7	98,1	95,6	91,9	83,1	97,9	85,2	90,9	102,5
TOPLAM GELİRLER / TOPLAM HAR.	74,3	78,6	72,4	83,0	81,5	68,6	72,0	75,0	67,0	70,8	64,0
TOPLAM GEL. / FAİZ DIŞI TOP.HAR.	91,1	96,1	95,3	124,4	122,9	110,6	100,6	124,2	108,3	125,3	131,7
VERGİ GELİRLERİ / GSMH	12,4	12,8	13,2	15,1	13,8	15,0	16,1	17,2	18,9	21,1	22,2
VASITASIZ VERGİLER / GSMH	6,5	6,5	6,4	7,3	5,9	5,9	6,6	8,0	8,6	8,6	8,8
VASITALI VERGİLER / GSMH	5,9	6,4	6,8	7,8	7,9	9,1	9,6	9,2	10,3	12,5	13,2
VASITASIZ VERGİLER / VERGİ GEL.	52,3	50,4	48,6	48,3	42,5	39,4	40,7	46,6	45,4	40,9	40,4
VASITALI VERGİLER / VERGİ GEL.	47,7	49,6	51,4	53,7	57,5	60,6	58,3	53,4	54,6	59,1	58,6

Kaynak:<http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/tarih/tr/1980-01.pdf...> (25/05/2003)

Tablo 30 Konsolide Bütçe Vergi Gelirleri Borç Ödeme İlişkileri

	1980	1981	1982 (*)	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
VERGİ GELİRLERİ	750	1 190	1 305	1 934	2 372	3 829	5 972	9 051	14 232	25 530	45 400
BORÇ ANAPARA ÖDEMELERİ	58	176	281	354	505	1 578	2 673	5 388	8 464	13 437	16 540
İÇ	50	153	228	205	269	1 158	1 909	4 191	6 109	9 640	11 092
DIŞ	7	22	54	150	236	420	764	1 197	2 355	3 797	5 448
BORÇ FAİZ ÖDEMELERİ	32	73	87	211	441	675	1 331	2 266	4 978	8 260	13 966
İÇ	22	41	34	80	177	247	649	1 260	3 159	5 115	9 613
DIŞ	9	34	53	131	264	428	682	1 006	1 819	3 144	4 353
BORÇ ANAPARA+FAİZ ÖDEMELERİ	89	251	368	566	946	2 253	4 004	7 654	13 442	21 697	30 506
İÇ	73	195	262	285	446	1 406	2 557	5 451	9 268	14 755	20 705
DIŞ	16	56	107	281	500	847	1 446	2 202	4 174	6 941	9 801
BORÇ ANAPARA ÖD. / VERGİ GEL. (%)	7,7	14,8	21,5	18,3	21,3	41,2	44,8	59,5	59,5	52,6	36,4
İÇ	6,7	12,9	17,4	10,6	11,3	30,3	32,0	46,3	42,9	37,7	24,4
DIŞ	1,0	1,9	4,1	7,7	9,9	11,0	12,8	13,2	16,5	14,9	12,0
BORÇ FAİZ ÖDEME. / VERGİ GEL. (%)	4,2	6,3	6,7	10,9	18,6	17,6	22,3	25,0	35,0	32,3	30,8
İÇ	3,0	3,5	2,6	4,1	7,5	6,5	10,9	13,9	22,2	20,0	21,2
DIŞ	1,2	2,9	4,1	6,8	11,1	11,2	11,4	11,1	12,8	12,3	9,6
BORÇ ANAPARA+FAİZ ÖD/VERGİ GEL. (%)	11,9	21,1	28,2	29,2	39,9	58,8	67,0	84,6	94,4	84,9	67,2
İÇ	9,7	16,4	20,1	14,7	18,8	36,7	42,8	60,2	65,1	57,8	45,6
DIŞ	2,2	4,7	8,2	14,5	21,1	22,1	24,2	24,3	29,3	27,2	21,6

Kaynak: <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/tarih/tr/1980-01.pdf...> (25/05/2003)

Tablo 31 Konsolide Bütçe Vergi Gelirleri Borç Ödeme İlişkileri (Devamı)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
VERGİ GELİRLERİ	78 644	141 602	264 273	587 760	1 084 350	2 244 094	4 745 484	9 228 586	14 802 293	26 503 693	39 767 892
BORÇ ANAPARA ÖDEMELERİ	39 687	87 869	208 676	586 353	1 325 803	3 195 593	3 235 915	9 229 442	16 358 700	20 128 991	52 899 141
İÇ	30 719	72 189	183 598	475 149	1 086 819	2 783 496	2 544 649	7 390 577	14 002 980	16 475 973	43 183 265
DIŞ	8 968	15 680	25 078	111 204	238 984	412 097	691 266	1 838 865	2 347 800	3 653 000	9 705 876
BORÇ FAİZ ÖDEMELERİ	24 073	40 298	116 470	298 285	576 115	1 497 401	2 277 917	6 176 535	10 720 840	20 439 862	41 064 609
İÇ	16 941	30 545	92 518	233 168	475 519	1 329 087	1 977 967	5 629 514	9 024 622	18 791 062	37 494 301
DIŞ	7 132	9 753	23 952	65 117	100 597	168 314	299 950	547 081	896 218	1 648 000	3 570 308
BORÇ ANAPARA+FAİZ ÖDEMELERİ	63 760	128 167	325 146	884 638	1 901 918	4 692 994	5 513 832	15 406 037	27 071 540	30 568 853	93 963 750
İÇ	47 660	102 734	276 116	708 317	1 562 338	4 112 583	4 522 616	13 020 091	23 827 522	35 267 835	80 687 586
DIŞ	16 100	25 433	49 030	176 321	339 581	580 411	991 216	2 385 946	3 244 018	5 301 019	13 276 184
BORÇ ANAPARA ÖD. / VERGİ GEL. (%)	50,5	62,1	79,0	99,8	122,3	142,4	68,2	100,0	110,5	75,9	133,0
İÇ	39,1	51,0	69,5	80,8	100,2	124,0	53,6	80,1	94,6	62,2	108,6
DIŞ	11,4	11,1	9,5	18,9	22,0	18,4	14,6	19,9	15,9	13,8	24,4
BORÇ FAİZ ÖDEME. / VERGİ GEL. (%)	30,6	28,5	44,1	50,7	53,1	66,7	48,0	66,9	72,4	77,1	103,3
İÇ	21,5	21,6	35,0	39,7	43,9	59,2	41,7	61,0	66,4	70,9	94,3
DIŞ	9,1	6,9	9,1	11,1	9,3	7,5	6,3	5,9	6,1	6,2	9,0
BORÇ ANAPARA+FAİZ ÖD/VERGİ GEL. (%)	81,1	90,5	123,0	150,5	175,4	209,1	116,2	166,9	182,9	115,3	236,3
İÇ	60,6	72,6	104,5	120,5	144,1	183,3	95,3	141,1	161,0	133,1	202,9
DIŞ	20,5	18,0	18,6	30,0	31,3	25,9	20,9	25,9	21,9	20,0	33,4

Kaynak: <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/tarih/tr/1980-01.pdf...> (25/05/2003)

Tablo 32 İç Borç Stoku (*)

(Milyon TL)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
ÖDEMELER											
Anapara Ödemeleri	27	134	227	1 183	241	1 238	2 308	4 600	5 880	10 640	14 648
Tahvil	6	9	35	26	29	172	790	1 159	1 343	3 061	4 520
Bono	20	127	192	175	211	1 067	1 496	2 854	4 496	6 639	6 531
Avans	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Konsolide Borçlar	1	38	1	913	0	0	55	597	40	1 000	2 617
Faiz Ödemeleri	22	41	34	186	156	258	717	1 675	2 487	4 805	10 637
Tahvil	19	33	23	49	111	168	329	806	1 272	2 091	6 302
Bono	2	6	8	27	41	82	267	493	1 143	2 612	1 742
Avans	1	2	2	3	4	7	10	51	73	102	114
Konsolide Borçlar	0	0	1	37	0	0	61	329	0	0	1 876
BORÇLANMA	427	423	577	2 945	1 702	3 578	5 562	11 304	17 189	24 115	29 894
Tahvil	50	28	59	200	198	671	1 269	2 045	3 826	6 083	12 458
Bono	60	166	258	78	495	1 218	1 788	3 955	5 123	7 634	8 443
Avans	107	39	32	72	190	266	237	355	675	457	331
Konsolide Borçlar	214	181	226	2 595	818	1 421	3 528	4 949	7 523	7 041	8 663
NET BORÇ KULLANIMI	480	270	390	1 822	1 462	2 338	3 542	6 704	11 240	13 496	15 240
Tahvil	44	39	26	174	171	501	680	895	2 473	5 083	7 938
Bono	40	39	45	-96	284	150	332	1 101	629	285	1 831
Avans	103	39	32	72	190	266	237	355	675	457	331
Konsolide Borçlar	213	173	227	1 882	818	1 421	2 473	4 352	7 473	6 041	5 049
İÇ BORÇ STOKU (**)	721	961	1 341	3 173	4 614	6 973	10 525	17 219	28 458	41 834	57 180
Tahvil	141	160	186	360	531	1 032	1 521	2 407	4 380	10 863	22 523
Bono	49	88	153	36	340	490	823	1 823	2 542	3 237	3 489
Avans	185	234	266	329	328	795	1 052	1 407	2 883	2 858	2 870
Konsolide Borçlar	336	509	736	2 418	3 235	4 656	7 129	11 481	18 954	24 995	26 318

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ÖDEMELER											
Anapara Ödemeleri	33 364	82 143	214 050	588 115	1 196 468	3 389 039	31 444 053	8507 210	11 579 143	18 958 071	12 3876 294
Tahvil	6 395	18 540	48 463	157 245	94 488	536 758	917 626	2 426 865	6 116 337	12 006 317	96 158 345
Bono	21 468	51 937	156 809	395 937	971 582	2 826 331	2226 387	6080 345	9 462 788	6 940 754	27 438 245
Avans	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Konsolide Borçlar	5 491	10 635	8 678	31 893	133 417	25 900	40	0	0	0	0
Faiz Ödemeleri	16 814	34 087	84 825	228 912	473 804	1 335 516	1 577 164	5 626 676	10 998 624	18 600 423	40 824 248
Tahvil	10 221	15 660	42 319	111 345	110 705	327 774	860 385	2 587 441	4 889 437	10 906 337	34 608 480
Bono	4 953	15 533	41 612	114 016	256 466	1 000 829	1 089 736	3 039 836	5 009 947	10 694 312	3 873 760
Avans	265	1 284	894	4 551	5 633	6 913	17 033	3 389	4 240	2 554	0
Konsolide Borçlar	1 474	1 942	0	0	0	0	0	0	0	0	0
BORÇLANMA	63 491	162 415	376 265	1 030 076	1 741 185	5 148 895	6226 612	13 916 701	20 884 403	32 428 346	20 9621 235
Tahvil	11 510	31 938	131 785	205 124	336 673	1 247 828	3 185 561	4 708 064	20 027 769	26 663 862	16 4163 339
Bono	34 277	79 926	179 151	635 678	1 298 630	3 722 027	3 074 406	8 546 360	10 826 630	17 522 683	45 428 899
Avans	18 719	17 421	39 421	51 657	69 722	178 953	-33 330	-337 623	0	0	0
Konsolide Borçlar	8 944	8 120	6 005	133 417	25 940	0	0	0	0	0	0
NET BORÇ KULLANIMI	32 087	101 306	162 319	441 964	561 687	1 739 809	3 082 579	5 409 491	11 307 260	13 950 475	83 736 639
Tahvil	5 115	63 423	100 326	45 879	273 284	711 050	2 287 935	2 281 189	12 911 413	14 679 943	67 764 888
Bono	12 769	23 689	22 242	239 741	327 068	895 676	845 014	3 463 915	3 804 132	-1 179 071	17 971 651
Avans	18 719	17 421	39 421	51 657	69 722	178 953	-33 330	-337 623	0	0	0
Konsolide Borçlar	3 464	-2 513	-2 670	101 484	-107 477	-25 900	-40	0	0	0	0
İÇ BORÇ STOKU (**)	97 647	194 236	357 347	799 300	1 351 086	3 148 884	6283 423	1 6612 885	22 520 143	36 420 620	122 137 258
Tahvil	33 404	55 387	150 505	239 384	511 768	1 250 154	3 570 512	5 771 989	16 643 362	34 363 937	103 127 823
Bono	18 258	42 247	64 489	394 236	631 298	1 527 937	2 174 990	5 880 885	3 236 753	2 057 683	20 029 330
Avans	13 589	31 000	70 421	122 278	192 000	378 953	327 623	0	0	0	0
Konsolide Borçlar	32 386	34 602	31 832	133 417	25 940	0	0	0	0	0	0

<http://www.hazine.gov.tr/stat/yillik-borc.htm>

(*)1992 yılından itibaren nakit dışı satılan tahviller stokta yer almaktadır.

(*) döviz cinsi senetlerin her ay oluşan kur farkı doğrudan stoka dahil edilmiştir. Kur artışları stoktan düşülmüştür.

Tablo 33 Özelleştirme Gelir ve Giderleri

	1985-89	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	1985-2001
NET ÖZELLEŞTİRME GELİRLERİ	136 696	388 966	225 665	284 304	414 848	546 909	763 118	271 641	363 431	1 020 344	320 328	2 737 789	285 434	7 758 661
ÖZELLEŞTİRME GİDERLERİ	- 58 410	- 18 209	- 29 342	- 126 681	- 62 271	- 54 539	- 317 755	- 139 489	- 220 004	- 665 354	- 131 217	- 640 200	- 268 804	- 2 722 256
ÖZELLEŞTİRME GELİR - GİDER FARKI	78 276	370 756	196 323	157 623	351 778	492 370	445 363	132 172	143 427	354 989	189 110	2 097 589	16 630	5 026 406

Kaynak:<http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/tarih/tr/1980-01.pdf...>(25/05/2003)

Tablo 34 Toptan Eşya Fiyat Endeksi (*)**12 AYLIK YÜZDE DEĞİŞME**

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ARALIK	25,6	25,4	40,1	53,5	38,2	24,5	51,6	67,9	62,3	48,6	59,2	61,4	60,3	149,6	65,6	84,9	91,6	54,3	67,9	32,7	88,6

12 AYLIK ORTALAMA YÜZDE DEĞİŞME

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ARALIK	17,6	29,2	30,4	50,4	43,2	29,6	32,5	70,5	64,0	52,3	55,3	62,1	58,4	120,7	86,0	75,9	81,8	71,8	53,1	51,4	61,6

12 AYLIK YÜZDE DEĞİŞME

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ARALIK	37,1	49,7	44,2	38,7	55,1	61,6	64,3	60,4	71,1	66,0	71,1	125,5	76,0	79,8	99,1	69,7	68,8	39,0	68,9

12 AYLIK ORTALAMA YÜZDE DEĞİŞME

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ARALIK	98,1	52,6	-6,5	11,1	50,6	88,7	63,3	60,3	66,0	70,1	66,1	106,3	89,1	80,4	85,7	84,6	64,9	54,8	54,4

Kaynak:<http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/tarih/tr/1980-01.pdf...>(25/05/2003)

Tablo 35 Borçlulara Göre Dış Borç Stoku (1965-1983)(Milyon \$)*

	1965	1970	1975	1980	1983
Orta-Uzun Vade	1.051	1.891	3.256	13.229	16.957
Konsolide Bütçe	677	1.606	2.786	7.466	10.616
Hazine Borçları	558	1.151	1.744	5.293	7.409
Devirli Krediler	92	316	773	1.808	2.428
Katma Bütçe	27	139	269	365	779
Diğer Kamu Sektörü	305	196	191	4.443	5.581
TCMB	215	122	5	3.229	3.667
(Kredi Mek.DTH)	-	-	0	0	(400)
K.İ.T.'ler	90	74	186	1.204	1.700
FON'lar	-	-	-	-	-
Mahalli İdareler	-	-	0	43	14
Üniversiteler	-	-	-	-	-
Özel Sektör	68	89	279	1.330	760
Kısa Vade	-	-	-	-	2.281
TCMB	-	-	-	-	1.369
(Kredi Mek.DTH)	-	-	-	-	(400)
Ticari Bankalar	-	-	-	-	83
Diğer Sektörler	-	-	-	-	829

* Beş Yıllık Dönem Halinde

<http://www.hazine.gov.tr/stat/borc.htm>**Tablo 36 Borçlulara Göre Dış Borç Stoku (1964-1983) (Milyon \$)**

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Orta-Uzun Vade	964	1.051	1.149	1.286	1.502	1.678	1.891	2.177	2.291	2.854	2.901	3.256	4.214	4.819	6.749	6.883	13.229	14.448	16.083	16.957
Konsolide Bütçe	522	677	813	971	1.239	1.439	1.806	1.899	2.052	2.307	2.466	2.786	3.239	3.448	5.184	5.510	7.466	8.572	9.927	10.616
Hazine Borçları	432	558	639	765	952	1.081	1.151	1.270	1.371	1.500	1.525	1.744	2.044	2.070	3.503	3.568	5.293	5.720	6.704	7.409
Devirli Krediler	63	92	107	159	189	259	316	428	477	574	672	773	907	1.059	1.311	1.522	1.808	2.285	2.877	2.428
Katma Bütçe	28	27	28	51	95	122	139	170	205	233	259	289	289	319	370	430	365	507	546	779
Diğer Kamu Sektörü	389	305	297	248	205	178	188	212	105	156	209	191	588	736	808	3.830	4.443	4.706	5.290	5.581
TCMB	285	215	185	180	141	101	122	105	18	5	5	5	5	5	8	2.846	3.229	3.937	3.485	3.667
(Kredi Mek.DTH)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	(400)
K.İ.T.'ler	124	90	83	68	84	77	74	106	80	153	203	186	580	731	799	784	1.204	1.367	1.774	1.700
FON'lar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Mahalli İdareler	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	68	43	0	0	14
Üniversiteler	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Özel Sektör	53	88	88	67	81	81	89	99	133	189	237	279	380	635	759	742	1.330	1.172	906	760
Kısa Vade	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.281
TCMB	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.369
(Kredi Mek.DTH)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(400)
Ticari Bankalar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	83
Diğer Sektörler	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	829

<http://www.hazine.gov.tr/stat/borc.htm>

Tablo 37 Borçlulara Göre Dış Borç Stoku (1984-1996) (Milyon \$)

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Orta-Uzun Vade	17.843	20.901	25.857	32.703	34.305	36.006	39.635	41.372	42.932	46.923	54.201	57.577	59.231
Konsolidé Bütçe	10.833	12.557	15.469	19.161	20.745	21.212	23.059	25.134	25.796	28.336	30.419	31.095	30.230
Hazine Borçları	7.490	7.991	8.954	10.412	11.760	12.230	13.219	14.599	16.145	19.335	21.109	22.215	16.941
Devirli Krediler	2.518	3.298	4.253	5.579	5.510	5.850	6.795	7.090	6.645	6.996	6.727	6.557	10.795
Katma Bütçe	825	1.298	2.252	3.170	3.479	3.332	3.845	3.449	3.007	2.635	2.581	2.323	2.494
Diğer Kamu Sektörü	6.040	7.450	9.417	12.209	12.035	13.168	14.078	13.988	13.600	14.519	17.791	18.863	18.585
TCMS	4.442	5.038	5.890	7.060	8.540	8.975	7.321	6.530	6.150	6.818	8.597	10.456	10.726
(Kredi Mek Döviz Tes. Hes.)	(1.326)	(1.858)	(3.069)	(4.569)	(4.723)	(5.600)	(8.265)	(5.713)	(5.771)	(8.282)	(8.399)	(10.397)	(10.720)
K.I.T.'ler	1.526	2.367	3.232	3.947	3.988	4.392	4.785	5.185	5.135	5.439	5.483	4.811	4.389
FOV'ler	0	0	146	236	988	522	939	1.103	649	836	1.045	1.127	1.237
Mahalli İdareler	12	27	179	398	512	398	1.022	1.159	1.695	1.602	2.549	2.414	2.239
Üniversiteler	0	0	0	0	1	1	1	9	21	24	57	25	15
Özel Sektör	770	894	951	1.273	1.525	1.805	1.798	2.252	3.154	5.988	8.144	7.619	10.419
Kısa Vade	3.160	4.759	6.349	7.823	8.417	5.745	9.508	9.117	12.660	18.533	11.310	15.791	20.517
TCMB	1.125	1.649	1.757	2.539	1.830	799	895	557	572	667	828	993	984
(Kredi Mek Döviz Tes. Hes.)	(482)	(820)	(730)	(871)	(747)	(733)	(893)	(593)	(566)	(698)	(823)	(973)	(942)
Ticari Bankalar	544	1.021	1.937	2.873	2.707	3.118	5.373	5.216	7.157	11.127	4.584	6.859	8.419
Diğer Sektörler	1.511	2.092	2.655	2.211	1.820	1.828	3.272	3.344	4.911	6.729	5.798	8.049	11.114

<http://www.hazine.gov.tr/stat/borc.htm>

Tablo 38 1964-1998 Yılları Arasında Ödemeler Dengesi Kalemleri (Milyon \$)

	Cari İşlemler Dengesi	İhracat	Diğer Hizmet Gelirleri	Karşılıksız Transferler (Özel)	Cari İşlem Gelirleri
1964	-106	411			
1965	-78	464			
1966	-164	480			
1967	-115	523			
1968	-224	496			
1969	-220	537			
1970	-171	588			
1971	-109	677			
1972	-8	885			
1973	464	1317			
1974	-719	1532			
1975	-1648	1401	617	1410	3428
1976	-2029	1980	581	1118	3659
1977	-3140	1753	540	1084	3377
1978	-1205	2288	533	1103	3924
1979	-1413	2261	708	1518	4787
1980	-3408	2910	762	2169	5538
1981	-1936	4703	1316	2559	8578
1982	-952	5890	2038	2189	10117
1983	-1923	5905	2041	1569	9515
1984	-1439	7389	2366	1901	11658
1985	-1013	8255	3162	1782	13199
1986	-1465	7583	3338	1718	12639
1987	-806	10322	4195	2088	16905
1988	1596	11929	6026	1946	19901
1989	961	11780	7098	3171	22949
1990	-2625	13026	8933	3374	25333
1991	250	13697	9307	2679	25953
1992	-974	14891	10419	3147	28457
1993	-6433	15811	11788	3035	30434
1994	2831	18390	11691	2709	32790
1995	-2339	21875	18094	3425	41494
1996	-2437	32446	14828	3892	50969
1997	-2679	32831	21273	4552	58456
1998	1871	31220	25802	5558	62500

Kaynak: <http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/tarih/tr/1980-01.pdf...> (25/05/2003)

Tablo 39 1983-1997 Yılları Arası Dış Borç Servisi (Milyon \$)

	Anapara	Faiz	Toplam Borç Servisi
1983	2.321	1.511	3.832
1984	2.144	1.588	3.730
1985	2.463	1.753	4.216
1986	2.551	2.134	4.685
1987	3.130	2.387	5.517
1988	4.359	2.799	7.158
1989	4.263	2.907	7.170
1990	4.033	3.254	7.287
1991	4.121	3.440	7.561
1992	5.294	3.439	8.733
1993	4.853	3.574	8.227
1994	6.070	3.923	9.993
1995	7.594	4.303	11.897
1996	7.218	4.200	11.418
1997	7.830	4.588	12.418

<http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>

Tablo 40 1970- 1996 Yılları Arasında Kamu Dış Borçları

	Milyon USD						
	Kullanım A	Anapara B	Net Akım A-B	Faiz C	Borç Servisi B+C	Net Transfer A-(B+C)	Stok
1970							1.844
1971	401	109	292	53	162	239	2.224
1972	337	157	180	63	220	117	2.454
1973	415	126	289	80	206	209	2.866
1974	529	147	179	92	239	87	3.136
1975	293	156	137	106	262	31	3.182
1976	583	165	418	145	310	273	3.619
1977	849	196	653	168	364	485	4.438
1978	1.259	289	970	178	465	794	6.464
1979	4.410	445	3.965	399	711	3.699	11.030
1980	2.400	564	1.836	486	1.050	1.350	15.007
1981	1.887	766	1.119	960	1.728	159	15.241
1982	2.050	1.154	896	1.137	2.291	-241	16.096
1983	1.577	1.114	463	1.194	2.308	-731	16.042
1984	2.435	1.125	1.310	1.138	2.263	172	16.541
1985	2.745	2.229	516	1.295	3.524	-779	19.539
1986	3.553	1.916	1.637	1.481	3.377	176	24.291
1987	4.324	2.772	1.552	1.851	4.623	-299	31.541
1988	7.199	3.762	3.437	2.386	6.148	1.051	33.563
1989	4.465	3.503	962	2.593	6.096	-1.631	34.859
1990	4.634	3.664	970	2.616	6.460	-1.846	36.684
1991	5.307	4.242	1.065	2.735	6.977	-1.670	39.703
1992	6.214	4.600	1.614	2.865	7.465	-1.251	40.360
1993	7.069	3.967	3.082	3.004	6.991	78	44.259
1994	4.122	4.727	-605	2.882	7.609	-3.487	48.519
1995	4.487	6.063	-1.576	2.916	8.979	-4.492	49.958
1996	5.974	4.794	1.180	2.318	7.112	-1.138	51.098
1997	6.407	4.530	1.877	2.066	6.596	-189	49.166
1998							50.236
Toplam	85.722	57.304	28.418	37.252	94.556	-8.834	

<http://www.hazine.gov.tr/stat/borc.htm> 25/06 2003

KAYNAKLAR

30 Sayılı karar, (1984), *Resmi Gazete*, Temmuz 1984, Sayı 18451.

Akyüz, Y.(1984), “Financial Liberalization: The key issues”, J.van Horne ve Y. Akyüz (der.) *Financial Market & Flows* içinde (Chap,9), 2,b,. Prentice Hall

Akyüz, Y. (1990), “Financial System and Policies in Turkey in the 1980s”, T.Arıcanlı ve D. Rodrik (der.) *The Political Economy of Turkey: Debt, Adjustment and Sustainability* içinde, Hong Kong, The MacMillan Pres Ltd.

Akyüz, Y. (1991) “Financial Liberalization in Developing Countries: A Neo Keynesyen Approach” *UNTAD Discussion papers*, No.36

Akyüz, Y. ve Cotte, J.(1991) Financial Policies in Developing Countries: Issues and Experience, *UNTAD Discuussion Paper*, No 40.

Akyüz, Y. ve Helds, G.(1993) Finance and The Real Economy, Issue and Case Studies in Developing Countries. *ECLAC/UNCTAD/UNU/WINDER*.

Altınkemer, M. ve Ekinci, N.K. (1992), “Capital Account Liberalization: The case of Turkey”. *ASSA-MEEA Toplantısında sunulan bildiri*, 2-5 Ocak 1992, News Orleans.

Amsden, A.H. ve Euh, Y,-D. (1992), “South Korea’s 1980s Financial Reforms: goodbye Financial Repression (Maybe), Hello New Institutional Restraints”, *World Development*, Vol. 21 (3)

Artun, T. (1983), *Uluslararası Bankacılık bunalımı ve Türkiye’de “serbest” faiz politikası*, İstanbul: Tekin Yayınevi.

Blanchard, O. Ve Fischer, S. (1989) Lectures on Macroeconomics, *MIT Pres, Cambridge, Mass.*

- Celasun, M. (1991), “ Trade and Industrialization in Turkey: Initial Conditions, Policy and performance in the 1980s”, *UNU-WIDER Konferansında sunulan bildiri*, 31 Ağustos-3 Eylül 1991, Paris.
- Cottani, j. ve Cavallo, D. (1993) “Financial Reform and Liberalization”, R. Dornbusch (der.) *Policy making in the open economy içinde*, 1,b., New York. Oxford University press.
- DİE, *Türkiye İstatistik Yıllığı*, 1991-993.
- Dornbusch, R. Ve Reynoso, A.(1993), “ Financial factors in economic development”, R. Dornbusch (der.) *Policy making in the open economy içinde*, 1,b., New York : Oxford University Pres.
- Edwards, S. (1985), “ Interest Rate Determination in Developing Countries” *IMF Staff Papers*, Eylül sayısı.
- Frenkel, R. Fanelli, j.M. ve Rozenvurcel, G. (1993) Growth and Structural Reforms in Latin America: Where We Stand, *UNCTAD Discussion Papers*, no 62
- Fry M. (1988), *Money, Interest and Banking in Economic Development*, Baltimore & London: The John Hopkins University Press.
- Gibson, H. D., Tsakalatos, E. (1994), “The Scope and Limits of Financial Liberalization in Developing Countries; A Critical Survey” *The Journal of Development Studies*, Vol. 30(3)
- HDTM, (1993) *Türk Mali Sisteminin Temel Göstergeleri*, Aralık 1993, Ankara
- Mc kinnon, R.I.(1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C.:The brookings Institution
- Önder, I. ve diğerleri (1993), “*Türkiye’de Kamu Maliyesi, Finansal Yapı ve Politikalar*”, İstanbul: Türkiye Ekonomik ve Toplumsal Tarih Vakfı Yayını.

Parasız, İ.(1989), *Makro ekonomi*, 2. baskı, Bursa : Uludağ Üniversitesi Basımevi.

Reisen, H. ve Fisher, B. (1993) *Finansal opening*, OECD, Paris.

Rittenberg, L. (1991) “*Investment Spending and Interest Rate Policy: The Case of Financial Liberalisation in Turkey*”, Journal of development Studies, vol 27, no 2, s.151-167.

Rodrik, D. (1990), “ Premature Liberalization, Incomplete Stabilization: The Özal Decade in Turkey”, *NBER Working Paper, No. 3300*

Seyidoğlu, H.(1990), *Uluslararası İktisat*, 7b., İstanbul: Güzem Yayınları

Shaw, E.(1973), *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Pres.

Türel, O. (1993) “*1980-1992 Döneminde Türkiye’de Finansal Yapı Politikaları*”, İşletme ve Finans , Önder, 1993 içinde

UNCTAD (1992) *Trade and Development Report*, 1992, Cenevre

Uygur, E. (1994) “Türkiye’de Ekonomik Kriz: Oluşumu, Seyri, Geleceği”, İşletme Finans, yıl 9, no 100, s.42-54.

Üçer,M. (1994), “Dolarizasyon kader mi?”, *Görüş*, Haziran 1994, İstanbul

Vos, R. (1993) Prospects of Financial Flows to Developing Countries in the 1990s: The Global Macroeconomic Trade-offs, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*. UNCTAD, vo.II

Wijnbergen, S. Vd. (1992) *External Debt, Fiscal Policy and Sustainable growth in Turkey*, John Hopkins University Press. Baltimore

www.maliye.gov.tr/apk/rapor2003/turkiyeekonomisi.pdf 0/05/2003

<http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html> 25/06/2003

<http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecqi> 06/06 2003

<http://www.hazine.gov.tr/stat/borc.htm> 25/06 2003

