

## FINANSAL İTME VE TÜRKİYE EKONOMİSİ

Dr. Sezai TEMELİ\*

### 1. GİRİŞ

Son yirmi yıllık süreç içerisinde, OECD ülkeleri başta olmak üzere birçok ülkede, kamu finansmanı açısından en belirgin gelişme, artan kamu harcamalarının büyük bir kısmının iç borçlanma yoluyla karşılanmasıdır.<sup>1</sup> 1970'li yıllarda kapitalist ülkelerde ortaya çıkan bunalım ve bunalımla eşanlı olarak yaşanan petrol fiyatlarındaki hızlı artış, kamu harcamalarının hızlı bir şekilde artmasına neden olmuştur. Ekonomide işsizlik ve enflasyon gibi istikrarsızlık koşullarının birlikte görülmesiyle yaşanan stagfasyonist süreçte, Keynesyen talep yönlü istikrar politikalarının başarısız kalması, yeni istikrar politikalarının yaşama geçirilmesini zorunlu kılmıştır. Yeni istikrar politikaları, bu dönemde yeni finansman araçlarıyla birlikte gündeme gelmiştir. 1970'lerin ortasında krizin etkisiyle sarsılan ekonomilerde, hızla artan kamu harcamalarının finansmanında, durgunluğun etkisini daha da şiddetlendireceği için vergi artışı ve/veya enflasyonun düzeyini artıracığı için de merkez bankası kaynaklı finansman tercih

edilmemiştir. Artan bütçe açıklarının finansmanında banka dışı özel sektörden sağlanan fonlar yoluyla iç borçlanma bu dönemde en belirgin finansal araç haline gelmiştir.<sup>2</sup>

OECD ülkelerinde görülen ekonomik sürecin benzere bir gelişme de, Türkiye ekonomisinde 1985'ten sonra ağırlıklı olarak yaşanmaktadır. Türkiye'de hızla büyüyen kamu finansman açıkları, 1985 yılından itibaren iç borçlanma aracı ağırlıklı olarak kullanılarak giderilmeye çalışılmıştır. Son on yıllık süreçte, Türkiye ekonomisinde hem kamu finansman açıklarının artmaya devam etmesi, hem de iç borç stoğunun artması, yukarıda belirtilen kısır döngüyü açıklayan bir örnektir.<sup>3</sup> Bu kısır döngünün en önemli çıkarsaması ise finansal itme (crowding-out) sürecidir.

Finansal itme sürecinin en basit haliyle fonksiyonel biçimi, faiz oranları kanalıyla açıklanabilir. Faiz oranlarını bağımlı değişken olarak tanımladığımızda, bu değişken üzerinde etkisi olan diğer değişkenlerin, bütüncül fonksiyonda alacakları değere göre faiz oranlarının düzeyinin belirleneceğini söyleyebiliriz. Reel analiz çerçevesinde, portföy getirilerinin reel getiriye dönüşebilmesi, ancak enflasyon oranından daha yüksek getirilerin sağlanması ile olanaklıdır. Faizler hem enflasyon oranının baskısı altında kalacaktır hem de kamu açıklarının finansman yönteminden etkilenecektir.

Finansman yönteminin iç borçlanma ağırlıklı olması, faiz oranlarını yukarıda anlatılan ilişkiler çerçevesinde yükselecektir. Bu tercih maliye politikasının yaratmış olduğu finansal itme sürecini tanımlar.<sup>4</sup> Maliye politikası, klasik etkileşim süreci dışında, portföy çerçevesinde, geniş anlamli finansman politikası şeklinde düşünülebilir. Bu dönüşüm, maliye politikalarının dar çerçevedeki etkilerini, makro plandaki toplam talep üzerindeki etkilerini daha geniş bir platformda, tüm ekonomik birimlerin finansman kararlarını belirleyen bir politika aracı haline dönüştürür. Yalnızca kamu harcamalarının finansmanı ile sınırlı kalmayan bu süreç, piyasada yeniden oluşan servet dağılımını ve bu dağılıma bağlı olarak gelişen yatırım seçeneklerini şekillendirir. Burada ortaya çıkan finansal piyasalar içindeki yatırım seçenekleri, kamusal tercihlerin ön plana çıktığı bir durumu yansıtabilir. Portföylerin kamusal etkilere göre, kamu kağıtları ağırlıklı olarak belirlenmesi, finansal itme diye adlandırılan olgunun tanımlanmasını gerçekleştirir.

<sup>2</sup>Dalamagaş, B.S., a.g.m., s:66.

<sup>3</sup>Karataş, C., "Public Debt, Taxation System and Government Spending Changes in Turkey: 1980-1992", *Journal of Economics and Administrative Studies*, 1992, 6, (1-2), s: 46-47.

<sup>4</sup>Cebula, R.J., "Federal Government Budget Deficit and Interest Rates: An Empirical Analysis For The U.S. 1955-1984", *Public Finance*, 1988, 43, (3), s:337.

\* İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Maliye Bölümü

<sup>1</sup>Dalamagaş, B.S., "Government Deficit, Crowding Out, And Inflation: Some International Evidence", *Public Finance*, 1987, 42, (1), s:65.

Borçlanma yoluyla finansman açıklarının kapatılması, kamu finansman dengesi ile finansal piyasalar arasında içsel bir ilişkiyi de beraberinde getirmiştir.<sup>5</sup> Kamu kesiminin büyüklüğüne bağlı olarak, finansal piyasalar - kamu finansman dengesi ilişkisi, türevsel piyasa konumunda olan finansal piyasalara birincil piyasa işlevi yüklemiştir. Kamu kesiminin artan açıklarını gidermede finansal piyasaları iç borçlanma yoluyla daha yoğun kullanması, uzun dönemde ekonomide küçülme, enflasyon ve finansal itme etkilerini ortaya çıkarmıştır.<sup>6</sup> Ortaya çıkan ekonomik ilişkilerde belirleyici rol finansal itme kavramı çerçevesinde oluşmaktadır. Finansal piyasa araçlarının bütçe açıklarını kapatmak amacıyla devlet tarafından kullanılması, nakit dengesini sağlamasının ötesinde, ekonomide birçok olumsuz etkinin görülmesinin de ana nedeni olmuştur. Belirli bir fon kısıtı altında, fonların özel sektör yerine kamu kesimi tarafından kullanılması, özel sektörü piyasa dışına itmektedir. Fonlara devlet tarafından yönelen aşırı talep, fon maliyetini artırmasından dolayı, özel sektörün yatırım için finansman gereksinimini sağlayamamasına neden olmakta ve piyasa dışına itmektedir. Burada ortaya çıkan itme etkisi yatırımların düşmesine neden olduğundan, istihdam üzerinde de olumsuz etki yaratmaktadır. Bunun yanı sıra, maliyetlerdeki yükseliş fiyatlar üzerinde maliyet itkili enflasyonist bir süreci de beraberinde getirmektedir.

Ali F. Darrat'ın<sup>7</sup> Kanada ekonomisi için yapmış olduğu çalışma bu konuda iyi bir örnek oluşturmaktadır. Çalışmaya göre, finansal piyasalar üzerinde en önemli etkinin bütçe açıklarının finansmanında tercih edilen para ve maliye politikalarıdır. Darrat, ampirik çalışmasında, para politikalarının etkilerini parasal tabandaki genişlemeyle açıklarken, maliye politikalarının etkisini de bütçe açıklarındaki değişimle açıklamıştır. Bütçe açıklarının finansmanında finansal piyasaların kullanılmasının ilk etkisinin, finansal araçların getirileri üzerinde görülmesi, bu piyasada talep yapısının ve fiyat oluşumunun nasıl yeniden şekillendiğini ortaya koymaktadır.

Bu konuda bir diğer önemli çalışma olan Cebula'nın çalışması da<sup>8</sup> talep yapılanmasının ve fiyat oluşumunun ortaya çıkmasında faiz oranlarının etkisini göstermektedir. Darrat'ın ve Cebula'nın ampirik çalışmalarından çıkan fonksiyonel ilişki, faiz oranlarının değişimine bağlı olarak finansal piyasalarda fiyat oluşumu ve bunun sonucunda talep yapısının şekillenmesidir. Finansal piyasalardaki faiz oranının işlevi, para ve sermaye piyasası

arasında fonların yer değiştirmesinde etkin bir gösterge fiyat oluşturmaktadır.<sup>9</sup> Faiz oranı, finansal varlıklar arasında optimal tercih setini belirleme peşinde koşan yatırımcı için, risk-getiri düzleminde bir gösterge fiyat oluşturur.

Finansal itme etkisi, fiyat oluşum süreci çerçevesi içinde, faiz oranının belirlenmesinde ortaya çıkmaktadır. Piyasa içinde devletin müdahalesi sonucu yeniden belirlenen fiyat, finansal yatırımcının tercih setini yeniden oluşturur, fonların hangi finansal varlığa yöneleceğini ve buna bağlı olarak talebin yeniden nasıl şekilleneceğini belirler. Yeniden belirlenen fiyat, faiz oranlarının değişimidir. Faiz oranları yükselmişse, finansal itme süreci de başlamıştır. Yükselen faiz oranlarının özel kesim üzerinde öncelikle iki tür etkisi görülmektedir. Birinci etki; piyasada finansal yatırımcı olarak rol alan ekonomik birimlerin, devlet müdahalesi sonucu piyasaya giren yüksek getirili kamu kağıtlarına olan taleplerinin artmasıdır. Talep yapısındaki bu değişim, özel sektör kağıtlarının değer yitirmesine neden olacaktır. İkinci etki ise birinci etkinin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Özel firmaların kağıtlarının değer yitirmesi, hem öz finansman hem de borçlanma yoluyla finansman olanağını ortadan kaldırır. Öz-kaynağa bağlı finansman olanağının ortadan kalkması, hisse senetlerinin değer yitirmesiyle oluşur. Özellikle kısa vadeli ve yüksek getirili kamu kağıtlarının varolduğu bir piyasada, hisse senetleri doğal olarak değer yitirir. Sermaye piyasası araçlarına yönelmiş olan fonlar, para piyasası aracılığıyla kamu kesimine aktarılır. Borçlanma olanağının ortadan kalkması ise, özel sektör tahvillerinin piyasada alıcı bulabilmek için kamudan daha yüksek getiri oranları sağlayamamasından kaynaklanır. Sonuçta, özel sektör yatırım için gerekli finansmanı sağlayamadığından, yatırım kararından vazgeçer. Yükselen faizler yatırımların karlılığını düşürmüş, fon talebiyle piyasaya gelen yatırımcıyı piyasa dışına itmiştir. Burada ilk gözlenen etki, özel sektör yatırımlarının azalması ve buna bağlı olarak istihdam düzeyinin düşmesidir. Diğer taraftan, yüksek faiz nedeniyle fiyatlar genel düzeyinin de yükselmesi kaçınılmazdır. Yüksek faiz yalnız işletme finansmanı yoluyla maliyetleri artırmakla kalmaz, ayrıca tüketim - tasarruf kararlarını da yeniden şekillendirdiği için firmalar açısından eksik tüketim kanalıyla da maliyetleri etkiler.<sup>10</sup>

Finansal itme süreci, yukarıda sayılan ilişkiler dışında, eğer kamunun fon gereksinimi devam

<sup>9</sup> Merton, R.C., *Continuous-Time Finance*, Oxford, Blackwell, 1992, s.17.

<sup>10</sup> Bu türden maliyetlerde artış süreci özellikle oligopolist piyasa yapılarının geçerli olduğu durumlarda sözkonusu olmaktadır. İleri teknoloji kullanan firmaların piyasada tüketim kısıtıyla karşılaştıklarında, değişmez sermaye oranının yüksekliğine bağlı olarak fiyat artırmak zorunda kalmaları enflasyonist süreci desteklemektedir.

<sup>5</sup> Darrat, A.F., "On Fiscal Policy and the Stock Market", *Journal of Money, Credit and Banking*, 1988, 20(3), s:353-363.

<sup>6</sup> Cebula, R.J., a.g.m., s:337.

<sup>7</sup> Darrat, A.F., (1988), a.g.m., s:353-363.

<sup>8</sup> Cebula, R.J., a.g.m., s:337-339.

ediyorsa, yüksek getirili kamu kağıtlarına olan talep bu kez diğer yatırım alanlarına kaymış olan fonların çözülüp kamu kesimine aktarılmasıyla da devam eder. Kamu kesiminin borçlanma gereksinimi arttıkça, fon kısıtı altında, fiyatlar yükselmeye devam edecektir. Aşırı yükselen fiyatlar, kamu kağıtlarını en karlı yatırım aracı haline getirecek ve bunun sonucunda, daha önce karlı olan alanlardaki fonlar yatırım işlevi yerine finansal piyasalara yönelecek ve kamu kağıtlarına talep oluşturacaktır. Kamu kağıtları piyasada ikame işlevi yaratacaktır.<sup>11</sup> Bu süreci besleyen en önemli unsur da kamu açıklarının sürekli borçlanma yoluyla finanse edilmesinin yarattığı fon kısıtı ve de ayrıca kamu açıklarının yüksek faizler nedeniyle kendini besleyen kısır döngüsüdür.

Kamu kesiminin fonlara aşırı talep göstermesi, fon fiyatlarını yapay bir şekilde yukarı itecektir. Piyasada gösterge fiyat dediğimiz faiz oranları da yukarı çekilecek ve bunun sonucunda fonlar, kamu kesiminin daha yüksek getiri sağlamasından dolayı, kamuya yönelecektir. Ayrıca, kamu kağıtlarının düşük riskli ve hatta risksiz olması bu talebi daha da canlandıracaktır.

Aşağıda gerçekleştirilen çalışma, Türkiye ekonomisi için ekonometrik bir model çerçevesinde, finansal itme etkisini, faiz oranının fonksiyonel ilişkisi bağlamında açıklamaya çalışmıştır. İlişki; faiz oranlarının yükselişinin devletin finansman gereksiniminden kaynaklandığını ve buna bağlı olarak itme etkisinin ortaya çıkmasını göstermeyi amaçlamıştır.

## 2. MODEL

Kamu kesimi için bütçe kısıtını basit bir şekilde oluşturursak:

$$GB + M = G - T$$

GB kamu kesiminin borçlanmasını, M parasal tabandaki değişimi, G kamu harcamalarını ve T ise vergileri göstermektedir. Vergilerin sabit tutulduğu bir durumda artan kamu harcamaları borçlanma ya da parasal tabandaki genişleme ile sağlanacaktır. Kamu kesiminin artan kamu harcamalarını vergi dışı kaynaklarla finanse etme yoluna gitmesi halinde, bunun ne kadarının borçlanma ile karşılanacağı ise:

$$\Delta G - \Delta M = \Delta GB$$

ile belirlenir. Özel sektör ile kamu kesimi arasında fon transferi ise faiz haddine bağlı olarak gerçekleşecektir. Eşanlı olarak her iki kesimin fon akımlarını yazarsak;

$$D - S = GB - M$$

şeklinde olacaktır. D özel sektör tahvil talebini, S ise özel sektör tahvil arzını göstermektedir. Para arzını sabit tutarsak;

$$D = GB + S$$

eşitliğine ulaşırız. Bu eşitlik; özel sektör tahvil talebinin kamu tahvil arzı ile özel sektör tahvil arzına eşit olduğunu gösterir. Fon kısıtı altında, kısa dönemde piyasaya yeni fonların girmediği bir durumda, tahvil talebinin yöneleceği alanı getiriler belirleyecektir. Risk - getiri düzleminde en çok getiriyi en az risk ile sağlamaya çalışan finansal yatırımcı, kamu kağıtları daha fazla getiri sağlıyorsa (kamu kağıtları risksiz kabul edildiğinden) kamu kağıtlarını tercih edecektir. Kamu kağıtlarının tercih edilebilmesi yüksek getirilerine bağlı olarak gerçekleşir. Yüksek getirili kamu kağıtları ancak yüksek faiz politikası ile talep yaratacağından, bu süreç piyasa faiz haddini yükseltecektir. Finansal itme, özel sektörle olan bu fon rekabeti sonucunda ortaya çıkmaktadır.

Faiz oranı üzerinde, reel faizleri belirlemesi açısından, enflasyon oranının da etkisi söz konusudur.<sup>12</sup> Enflasyon oranı finansal yatırımcı açısından önemli bir değişkendir. Özellikle, tüketim - yatırım kararı açısından, enflasyonun yüksek olduğu bir ortamda, reel anlamda bir getiri beklentisi olmadığı zaman, cari dönemde tüketim yapmak daha akılcı bir seçim olacaktır. Bu durumda, reel getiriye sahip yatırım araçları seçilebilir niteliktedir. Faiz oranlarının belirlenmesinde cari dönemde yaşanan enflasyonun etkisi büyük olacaktır. Bu varsayımlar altında faiz fonksiyonunu oluşturabiliriz:

$$R = f(P, Y, GB, M)$$

<sup>11</sup> Berksoy, T. & Doğruel, S., Kamu İç Borçlanmasının Kamu Dışı Kesimler İçin Kullanılabilir Kaynaklar Üzerindeki Etkisi, İstanbul, 1989, İstanbul Ticaret Odası, Yayın no:30, s:26-34.

<sup>12</sup> Feldstein, M., "Inflation and the Stock Market", American Economic Review, 1976, 70(5)

Kısmi türevler yoluyla davranış hipotezlerini belirlersek;

$$R_p > 0, R_Y > 0, R_{GB} > 0, R_M < 0$$

şeklinde oluşacaktır. Burada, R nominal faiz oranını, Y gayri safi milli hasılayı, GB kamu kesiminin yurt içi borçlanmasını, P enflasyon oranını ve M de parasal genişlemeyi göstermektedir. Nominal faiz oranı enflasyon oranının artan bir fonksiyonudur. Fiyatlar genel düzeyindeki bir artış faiz oranlarını da yukarı çekecektir. Aynı şekilde gayri safi milli hasıla ve kamu kesimi borçlanması da faiz oranını yukarı çeker. Bu, aralarındaki fonksiyonel ilişkinin pozitif yönlü olduğunu gösterir. Enflasyonla nominal faiz oranı arasındaki pozitif yönlü ilişki, fiyatlar genel düzeyinin yükselmesinde piyasalar arasındaki fiyat etkileşiminin içsel bağının yansımasıdır. Bir başka etkileşim süreci ise, enflasyonist ortamda nominal faiz yerine, reel faiz oranlarının yatırımcıların kararlarında daha etkili olmasından kaynaklanmaktadır. Enflasyonist beklentiler söz konusu olduğunda, beklenen enflasyon oranının üzerinde bir faiz oranı piyasada oluşmaktadır. Yine, makro ekonomik kurama göre, genişleyen ekonomide faizlerin yükselmesi ile yukarıda daha önce belirtildiği üzere artan kamu borçlanmaları da pozitif yönlü ilişkinin oluşmasını sağlar. Parasal genişleme ise faiz oranları üzerinde negatif yönlü bir etki yaratacaktır.

Özetle, modelin temel varsayımı şudur: Piyasada oluşan faiz oranlarını makro büyüklüklerin alacağı değerler belirlemektedir. Makro büyüklükler içinde faizle fonksiyonel ilişkileri en yoğun değişkenler ise yukarıda faiz fonksiyonu kapsamında anlatılan değişkenlerdir. Bu temel değişkenlere bağlı kalınarak aşağıda sunulacak olan ekonometrik çalışma gerçekleştirilmiştir.

Bu çalışma yukarıda anlatılan modelin baz alınması ile gerçekleştirilmiştir. Tek denklemlilikli model çalışması olmasına karşın, aynı denklem içinde farklı değişkenler kullanılarak tutarlı sonuçların alınması amaçlanmıştır. Kuramsal modelde yer alan, Y değişkeni ile tanımlanan gayri safi milli hasıla yerine GNPpc notasyonu ile gösterilecek olan kişi başına düşen milli gelir değişkeni kullanılmıştır. Tek denklemlilikli model olmasına karşın dört adet denklem çalışmasıyla karşılaştırma olanağı sağlanmıştır. Bu denklemlerin ilkinde, yukarıda GB ile tanımlanan kamu borçlanması yerine BA ile gösterilen bütçe açıkları tercih edilmiştir. İkinci denklemde GB modele dahil edilirken yalnızca tahvil ve bono miktarları üzerinden hesaplama yapılmıştır. Para arzı değişkeni yerine Dp ile gösterilen dolaşıma çıkan para miktarı kullanılmıştır.

#### Denklem 1:

$$\ln \Delta R_{y\text{illik}} = b_0 + b_1 \ln \Delta \text{GNPpc} + b_2 \ln \Delta \text{Dp} + b_3 \ln \Delta \text{BA} + b_4 \ln \Delta \text{P}$$

#### Denklem 2:

$$\ln \Delta R_{\text{üç aylık}} = b_0 + b_1 \ln \Delta \text{GNPpc} + b_2 \ln \Delta \text{Dp} + b_3 \ln \Delta \text{BA} + b_4 \ln \Delta \text{P}$$

#### Denklem 3:

$$\ln \Delta R_{y\text{illik}} = b_0 + b_1 \ln \Delta \text{GNPpc} + b_2 \ln \Delta \text{Dp} + b_3 \ln \Delta \text{BA} + b_4 \ln \Delta \text{P} + b_5 \ln \Delta \text{Mk} + b_6 \ln \Delta \text{GB}$$

#### Denklem 4:

$$\ln \Delta R_{\text{üç aylık}} = b_0 + b_1 \ln \Delta \text{GNPpc} + b_2 \ln \Delta \text{Dp} + b_3 \ln \Delta \text{BA} + b_4 \ln \Delta \text{P} + b_5 \ln \Delta \text{Mk} + b_6 \ln \Delta \text{GB}^{13}$$

İlk iki denklemde dört adet bağımsız değişken kullanılmıştır. İlk denklem yıllık faiz oranları ile bu değişkenler arasındaki ilişkiyi araştırırken, ikinci denklemde üç aylık faiz oranları ile çalışılmıştır. Amaç, hem kısa dönem hem de uzun dönem faiz oranlarının etkisini görebilmektir. Bağımsız değişkenler; GNPpc kişi başına düşen milli geliri, Dp dolaşıma çıkan para miktarını, BA bütçe açığını ve P enflasyon oranını göstermektedir. Denklemler çift taraflı logaritmik olarak düzenlenmiştir. 1985 - 1994 arasında, on yıllık dönem içinde modeldeki değişkenlerin yıllık değişimleri ele alınarak çalışma yapılmıştır. Üç ve dört nolu denklemler ise bağımsız değişken sayılarının artırılmasıyla oluşturulan denklemlerdir. Modele Mk ile Merkez Bankasının kamuya açtığı krediler ve GB ile kamunun tahvil ve bono olarak borçlandığı miktarlar ilave edilmiştir.

Değişkenlerin değerleri, nominal olarak bir önceki yılda meydana gelen değişim miktarının logaritması alınarak oluşturulmuştur. Bu tercih, oransal değerlerle mutlak değerler aynı denklem içinde yer aldığına doğacak olumsuz etkileşimi ortadan kaldırmaya yöneliktir. Dört denklemin katsayıları karşılaştırıldığında, çoğunlukla birbirine yakın değerlerin bulunduğu görülecektir. Kısa ve uzun dönem faiz oranları üzerinde, etkileşim olarak, pek bir ayırıcı etkene rastlanmamıştır. Son iki denkleme ilave edilen iki değişkenin de sonuçlar üzerinde büyük farklılık yaratmadığı görülmektedir. İki değişken dışındaki değişkenlerin faiz oranını pozitif yönde etkilediğini, dolaşımdaki para miktarı ile Merkez Bankası kredilerinin ise negatif yönde

<sup>13</sup> Çalışmanın sonuçları makalenin sonunda tablo olarak sunulmuştur.

etkilediği görülmektedir. Bu sonuçlar teorik modelle tutarlı sonuçlar doğurmuştur.

### 3. SONUÇ

Yukarıda yapılan çalışmanın en belirgin sonucu, finansal itme sürecinin Türkiye ekonomisinde var olduğunu göstermesidir. Denklemlerde bulunan katsayıların anlamlılığı, test değerlerinin olumlu olması gibi sonuçlar da bu sürecin geçerli olduğunu göstermektedir. Çalışma, kamu finansman açıklarının finansal piyasalardan kapatılmaya çalışılmasının finansal itmeye neden olduğunu açıklamaktadır.

Finansal itme süreci, faiz oranlarının pozitif yönde değişmesiyle kendisini göstermektedir. Kamu finansman açıkları merkez bankası kaynakları ile karşılandığı zaman, faiz oranları üzerinde artırıcı bir etkisi olmayacaktır. Denklemlerde de, merkez bankası kaynaklarındaki bir genişlemenin, faiz oranları üzerindeki etkisi negatif yönde belirlenmiştir. Merkez bankası kaynaklarının etkisi, bu süreç içinde dolaylı olarak ortaya çıkmaktadır. Parasal araçlardaki genişleme enflasyon oranı üzerinde artırıcı bir etki yaratacaktır. Enflasyonist süreç, dolaylı olarak finansal piyasaları etkileyecektir. Bu etkileşim, özellikle finansal varlıkların getirilerindeki gelişmeye bağlı olarak kendisini gösterecektir. Enflasyonist bir ekonomide, getirilerin hesaplanması, doğal olarak reel getiri analizine göre belirlenecektir. Reel getiri sağlanamıyorsa, enflasyon oranının yüksekliği, finansal varlıkların taleplerinde bir azalmaya neden olacaktır. Yüksek enflasyon ortamında, bu enflasyondan etkilenmeyen, diğer bir söyleyişle, enflasyona rağmen reel getiri oranlarını koruyabilen varlıklara olan talep artacaktır. İkame etkisi dediğimiz bu etki, finansal varlıklardaki bu gelişme sonucunda, özellikle sermaye piyasası araçlarının tercih edilmesi yerine, para piyasası araçlarının tercihini ön plana çıkaracaktır.<sup>14</sup> Finansal yatırımcı, yüksek enflasyonun yol açtığı belirsizlik ortamında portföy tercihini, kısa vadeli finansal araçlar üzerinde yoğunlaştıracaktır. Örneğin, döviz veya reel faizlerin söz konusu olabileceği kısa vadeli banka mevduatları tercih edilecek, uzun vadeli araçlar portföyden çıkarılacaktır. Bunun en önemli sonuçlarından biri, finansal piyasalarda istikrarın bozulmasıdır ve bu durumdan sermaye piyasası olumsuz etkilenecektir. Bu olumsuzluğa bağlı olarak; sermaye piyasası aracılığı ile yatırım finansmanına yönelen yatırımcılar, finansman gereksinimlerini öz-kaynak yaratarak sağlayamayacaklar ve buna bağlı olarak fiziksel yatırımlarda bir gerileme kendisini gösterecektir. Enflasyon daha da yükselirse; bu durumda, finansal

yatırımcı kısa vadeli finansal araçların da reel getiri sağlamadığı kanısına varırsa, tüketim - tasarruf ayrımını tüketim tercihi ağırlıklı olarak yeniden belirleyecektir. Burada ortaya çıkan finansal itme süreci dolaylı bir süreçtir. Kamu finansman açıklarının Merkez Bankası kaynaklarından karşılanması; fiyatlar genel düzeyini yükseltici etkisine bağlı olarak ortaya çıkan bu etki, finansal piyasalarda sermaye piyasasının aleyhine bir gelişme yaratacaktır.

Doğrudan finansal itme sürecinin etkisi ise, kamu finansman açıklarının iç borçlanma yoluyla karşılandığı durumda ortaya çıkmaktadır.<sup>15</sup> İç borçlanmaya dayanan kamu finansman politikası, özellikle sermaye piyasasına yönelen fonlara talep oluşturmaktadır. Bu piyasa içinde; kamunun varolan fonlara talep yaratması, atıl fonların olmadığı durumda ve yeni fon girişi sağlanmadığı zaman, fon kısıtına bağlı olarak fon fiyatlarını yapay olarak, aşırı talebin etkisiyle yükseltir. Kamu ile özel kesim arasında fonlara olan talep açısından ortaya çıkacak olan bu rekabet ortamı, özel kesimi olumsuz yönde etkileyecektir. Özel kesimin bu olumsuz etkileşimi iki nedene bağlı görülebilir; bunlardan birincisi, öz-kaynak alternatif maliyet yüksekliği yeni yatırım yapma olanağını ortadan kaldırabilir, ikinci olarak borç finansmanı yoluyla yatırım maliyeti yükseleceğinden, karlılığın düşmesi yatırımlar üzerinde caydırıcı etki yaratır. Öz-kaynağın yatırım yerine daha çok getiri sağlayabilecek bir alan bulması, fiziksel yatırım tercihini finansal yatırıma kaydırır.

Kamunun iç borçlanma yoluyla yaratacağı en önemli etki, yatırım tercihlerini değiştirmesidir. Bu etkileşim süreci finansal itme sürecidir ve özel sektör - kamu kesimi arasındaki fon paylaşımı kamu lehine gelişecektir<sup>16</sup> ve portföy seçimi süreci de aynı yönde etkilenecektir. Özel sektöre ait finansal varlıklar yerine kamu kağıtlarının tercih edilmesi, portföy bileşimlerini kamu ağırlıklı veya tümüyle kamusal biçime dönüştürebilir. Frankel'in<sup>17</sup> ampirik çalışması için oluşturduğu modelde bu ayrım başarılı bir şekilde gösterilmiştir. Kamu kağıtları ile özel sektör kağıtlarının seçim

<sup>14</sup>Thomas, L.R., "Portfolio Theory and Currency Substitution", *Journal of Money, Credit and Banking*, 1985, 17(3), s: 348.

<sup>15</sup>Finansal itme süreci, özellikle Türkiye ekonomisinde 1985 sonrası uygulanan kamu finansman politikaları ile kendisini göstermektedir. Finansman politikası olarak, Merkez Bankası kaynaklarının enflasyonist etkisinden kurtulmak amacıyla, iç borçlanma aracı daha yoğun kullanılan bir araç haline gelmiştir. Bu tarihten günümüze uzanan süreçte, iç borç stoğu çok büyük ölçüde artmıştır. Bu gelişme, yüksek faiz politikası ile sağlanabildiğinden, toplam fonların kamuya aktarılması özel kesimin fon kullanımını kısıtlamıştır. Bu kısıtlama doğrudan finansal itme sürecidir. Bu konuda yapılmış kapsamlı bir çalışma için bkz: Berksoy, T., a.g.y., s:26-34.

<sup>16</sup>Frankel, J.A., "Portfolio Crowding-out, Empirically Estimated", *Quarterly Journal of Economics*, 1985, 100, s:1042-44.

<sup>17</sup>Frankel, J.A., a.g.m., s:1047.

tercihlerinin belirlenmesinde etkili olan faktörler arasında, doğal olarak getirilerin önemi büyüktür. Kamusal kağıtlara olan tercihin artması için daha fazla getiri oranlarına çıkılması, fonların kamuya akmasında birinci etkiyi sağlamaktadır. Kaldı ki; aynı getiri düzeyi söz konusu olsa bile, kamunun sağlayacağı risksiz yatırım olanağı yine de kamu kağıtlarının tercih edilmesini sağlayacaktır.

Portföy bileşiminin oluşumu, fonların kamuya yönelmesi ve para piyasası ile sermaye piyasası arasında fon akışı, finansal piyasalarda gösterge fiyatı oluşturan faiz oranları sayesinde gerçekleşmektedir. Kamunun fonlara olan talebi artıkça faiz oranları yükselecektir. Bu yükselme, kamu tarafından yapay olarak yaratılan bir fiyat politikası, finansal bir stratejidir. Piyasaya yeni fon girişi veya atıl fonların piyasaya çekilebilme olanağı olduğu süreçte, özel sektörün olumsuz etkilenmesi daha düşük düzeylerde tutulabilirken, fon kısıtı altında fiyatların hızla yükselmesi, özel sektörü piyasa dışına itecektir. Belirleyici faktör faiz oranlarıdır.<sup>18</sup> Vergi finansmanlı maliye politikası yerine, finansal piyasalardan kaynak yaratılarak oluşturulan para finansmanlı maliye politikası, faiz politikası aracılığı ile gerçekleştirilmekte ve finansal itme süreci ortaya çıkmaktadır.<sup>19</sup>

Yukarıda gerçekleştirilen ekonometrik çalışma, finansal itme sürecinde faiz oranlarının etkisini göstermeyi amaçlamıştır. Faiz oranlarındaki yükselmede, fiyatların etkisi ile kamu finansman açıklarının etkisi birlikte açıklanmaya çalışılmıştır. Türkiye ekonomisinde yaşanan bu süreçte, faiz oranlarının yüksekliğinde, kamunun finansman politikasının etkisi, bu tek denklemlerli model çalışmasında da görülmektedir. 1985 sonrası tercih edilen iç borçlanma ağırlıklı finansman politikası, finansal piyasalarda özel sektörün ağırlığını hızla azaltırken, kamunun payını hızla artırmıştır. Bu çarpık gelişme yüksek faiz politikası ile sağlanmıştır. Bu gelişme sonucunda, finansal piyasaların özel sektöre kaynak oluşturma işlevi ortadan kalkarken, bu süreçte yatırımlarda hızlı bir düşüş göstermesinin yanısıra, finansal piyasalar birincil piyasa durumuna gelmiştir. Bunun doğal sonucu olarak, finansal piyasalarda yüksek faiz politikasının getirisine göre şekillenmiş bir talep yapısı ortaya çıkmıştır. Tipik rantıye sınıfının güçlenmesini sağlayan bu politika, fonların yatırımlara kanalize olmasının önünde en büyük engeldir. Türkiye'de yaşanan bu süreç, bir yandan kamunun ekonomiye müdahale alanının finansal piyasalarda hızla artmasını gösterirken, bu sürecin ironik bir biçimde, kamunun özelleştirme politikalarının en yoğun dile getirildiği bir dönemle çakışması oldukça ilginçtir. Böyle bir tablonun

ortaya çıkması, kamu finansman açıklarının finansal piyasaların kullanılması ile giderilmeye çalışılması tercihinin ve bu süreci besleyen yüksek faiz politikası uygulanmasının ve de yüksek faiz politikasının iç borç stoğunun artmasında bir hızlandırıcı işlevi görmesinin sonucudur.

Kısaca, finansal itme süreci, kamu finansman açıklarının finansmanında izlenen politikanın bir sonucudur. Bu kamu otoritesinin bir tercihidir. Bu tercih, bütçe açıklarının vergi artışı yoluyla kapatılması yerine, iç borçlanma yolunun seçilmesi anlamını taşır. Bu politikanın yaşama geçirilebilmesi yüksek faiz politikasını gerekli kılmaktadır. Yapılan ekonometrik çalışma bu anlatımı doğrular nitelikte sonuçlar vermiştir. Bu türden bir sonuç bir kısır döngüyü de beraberinde getirmekte, bir başka deyişle fonların sürekli bir biçimde kamuya yönelmesine neden olmaktadır. Fonların bu şekilde paylaşımı, portföy yapılarını da kamu ağırlıklı hale getirmiştir. Hem yüksek getiri hem de risksiz yatırım olanağının bulunması, kamu kağıtlarının portföyler içinde daha ağırlıklı yer almasını sağlarken, kamunun oluşturduğu borçlanma portföyü de bu politikaya uygun olarak, iç borçlanma kağıtlarının ağırlığına kaymıştır. Bunun sonucunda, sermaye piyasasının gelişmesi teknolojik açıdan sağlanmış olsa bile, portföy yapıları açısından sağlanamamıştır. Yatırım finansmanında sermaye piyasası ağırlıklı yatırım finansmanı yerine, kredi piyasalarından yüksek faizle alınan fonların birinci sırayı alması hem yatırım maliyetlerini artırmış, hem de yatırımların gelişmesini engellemiştir. Finansal yatırım olarak kamu kağıtları yalnızca özel sektör kağıtlarına ikame oluşturmakla kalmamış, bunun yanısıra, fiziksel yatırımlara da bir alternatif oluşturmuştur.

<sup>18</sup>Darrat, A.F., (1988), a.g.m., s:354.

<sup>19</sup>Shah, A., "Crowding-Out, Capital Accumulation, the Stock Market, and Money-Financed Fiscal Policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, 1984, 16(4), s:461-73.

## Ekonometrik Çalışma Sonuçları<sup>20</sup>

Değişkenler	Denklem 1	Denklem 2	Denklem 3	Denklem 4
Sabit	$b_0=7,0227$ (2,3720)	$b_0=8,3774$ (2,4696)	$b_0=8,1929$ (4,9605)	$b_0=13,6536$ (3,4263)
GNPpc	$b_1=2,5831$ (1,0857)	$b_1=2,5850$ (1,1304)	$b_1=2,3097$ (1,7233)	$b_1=1,1630$ (1,1903)
Dp	$b_2= -4,3314$ (0,6697)	$b_2= -4,5505$ (0,6962)	$b_2= -4,5889$ (1,2252)	$b_2= -5,5350$ (0,8463)
BA	$b_3=0,3524$ (0,1171)	$b_3=0,3107$ (0,1219)	$b_3=0,3733$ (0,1663)	$b_3=0,4129$ (0,1148)
P	$b_4=0,9296$ (0,6557)	$b_4=0,9248$ (0,6826)	$b_4=1,2958$ (1,5870)	$b_4=2,7929$ (1,0961)
Mk			$b_5= -0,1443$ (0,4836)	$b_5= -0,6424$ (0,3340)
GB			$b_6=0,0579$ (0,4149)	$b_6=0,0496$ (0,2866)
$R^2$	0,9045	0,9037	0,9072	0,9588
Adj. $R^2$	0,8281	0,8267	0,7218	0,8765
F (0,05)	11,83	11,73	4,89	11,65
D.W.	2,06	1,72	2,27	2,57

<sup>20</sup>Çalışmada kullanılan veriler TCMB ve HDTM verilerinden 1984=100 kabul edilerek türetilmiştir.