

# Bütçe açığının finansmanı ve enflasyon

Sinan Sönmez

*Ekonomi Bölümü, Doğu Akdeniz Üniversitesi, Gazi Magusa, KKTC.*

## Özet

Çalışmanın amacı bütçe açığının finansman yöntemleri arasında yer alan iç borçlanma, dış borçlanma ve monetizasyonun enflasyon üzerindeki etkilerini araştırmaktır. Bu bağlamda iktisadi ve finansal yapıların söz konusu etkiler üzerinde belirleyici olduğu ortaya konulmaktadır. Nitekim yalnızca gelişmiş ile azgelişmiş ekonomiler arasında değil, gelişmiş ekonomiler grubunda da finansal yapılara göre farklılıklar gözlenmektedir. Azgelişmiş ekonomiler yönünden ise dış borç servisinin ve iç borçlanmanın açık-enflasyon ilişkisi üzerindeki etkileri incelenmektedir. Türkiye'ye ilişkin olarak bütçe açığının enflasyon üzerindeki etkileri üzerinde durulmakta, enflasyon vergisi ve Tanzi etkisi hesaplanmaktadır.

## 1. Giriş

Bütçe ve/veya kamu açıkları ile enflasyon arasındaki bağlantılar gerek teori gerekse uygulama yönünden güncelliğini korumaktadır. Özellikle açığın finansmanı sorunu enflasyon analizi açısından önemli gözükmektedir. Sorgulanması gerekli bir nokta da, açığın yol açtığı iç borç birikiminin eritilmesi ve Hazineye gelir sağlanmasında enflasyonun araç olarak kullanımının rasyonelliğidir. Yukarıdaki saptamalar, öncelikle finansman yöntemlerinin enflasyon üzerindeki olası etkilerinin kavramsal ve teorik düzeyde irdelenmesini gerekli kılmaktadır. Nitekim çalışmanın birinci bölümünde sözkonusu irdelene yapılmakta, finansman yöntemleri ile enflasyon arasındaki bağlantının farklı boyutları ele alınmaktadır.

Bütçe ve/veya kamu açıklarının enflasyon üzerindeki olası etkilerinin

iktisadi ve finansal yapılara da bağlı olduğu gözlenmektedir. Hatta gelişmiş ülkeler arasında da farklılıklar gözlenmektedir. Ancak önemli olan nokta, gelişmiş ile azgelişmiş ekonomiler arasında belirgin bir ayrışmanın olmasıdır. Bu açıdan ele alındığında doksanlı yılların başlarından itibaren "disinflation" sürecini yaşayan gelişmiş ekonomilerden bir bölümünde bütçe açıklarında belirli ölçüde tırmanışın sürmesi ve net (kamu) iç borç stokunda veya kamu iç borçlanma oranında artış kaydedilmesi dikkate alınması gerekli bir gelişmedir. Bir başka ifadeyle, özellikle G-7 grubunda, ülkeler arasında farklılık bulunmakla birlikte, fiyat artışlarının düşük olmasına karşın bütçe açıklarının tırmandığı, iç borç stokunun da arttığı gözlenmektedir. Bu gelişme, bütçe açığının mutlaka enflasyonist baskılara yol açabileceği, iç borçlanmadaki artışın ortaya çıkaracağı finansal baskının azaltılmasında enflasyonun araç olarak kullanılabilmesi yönündeki düşünceye ters düşmektedir. Diğer bir nokta ise enflasyonu aşağı çekmenin, ekonomik büyüme sürecinde özellikle istihdam üzerinde daraltıcı etki yaratacağı yönünde ileri sürülen düşüncelerin uygulamada kanıtlanamamasıdır. Nitekim G-7 ülkelerine ilişkin ampirik incelemeler altmışlı yılların tersine, 1973-89 kesitinde enflasyon ile büyüme arasında pozitif bir bağımlılık veya korelasyonun bulunmadığına işaret etmektedir (Pozzo Di Borgo, 1993: 7-9). Yukarıdaki saptamalar bütçe açığı/kamu açığı ile enflasyon arasında otomatik bir bağlantı olmadığı yönünde sinyaller vermekte veya bu bağlantının ihtiyatlı olarak yorumlanması gerektiğini göstermekte veya finansal yapıların enflasyonist baskının belirlenmesinde önemli bir işleve sahip olduğuna işaret etmektedir. Bu olgular çalışmanın ikinci bölümünde ele alınmakta, yetmişli yılların ilk yarısında belirginleşen krizin gerek gelişmiş gerekse azgelişmiş ekonomiler üzerindeki etkileri değerlendirilmektedir. Bu ana eksen doğrultusunda AGÜ'lerde dış borç servisi ve artan iç borç stokunun açık-enflasyon bağlantısı üzerindeki etkileri ele alınmaktadır.

Yüksek düzeyde seyreden enflasyonun yanısıra önemli bütçe/ kamu açıkları ve giderek artan iç ve dış borç stoklarına sahip olan Türkiye ekonomisinin incelenmesi üçüncü bölümü oluşturmaktadır. İlgili bölümde açık-enflasyon bağlantısı üzerinde durulmakta, monetizasyon, enflasyon vergisi ve enflasyonun yol açtığı reel vergi kaybı hesaplanmaktadır.

## 2. Bütçe açığının finansmanı ile enflasyon arasındaki bağlantının farklı boyutları

Açığın finansman yöntemleri özellikle enflasyon ile olan bağlantıların kurulmasında, yarattığı dolaysız ve dolaylı etkiler aracılığıyla belirleyici

görülmektedir. Söz konusu geleneksel finansman yöntemleri; dış borçlanma, iç borçlanma ve monetizasyondur. Borçlanma yönünden ise gerek sağlanan ödünçlerin kullanımı aşamalarında gerekse borç servisinin gerçekleştirilmesi sonucunda ortaya çıkabilecek etkilerin dikkate alınması gereklidir. Dış ödünçlerin tutarı, vadesi ve faiz yükü olası sonuçları belirlemektedir. Alınan ödünçün kullanımı aşamasında gerçekleştirilen emisyonun hacmi ve dış kaynaktan yararlanan sektörlerin niteliği, genel fiyat düzeyindeki oynamaları etkilemektedir. Borç servisinin gerçekleştirilmesi döviz sorunuyla ilgili olduğu gibi iç kaynak tahsisini de kapsadığı için, genel fiyat düzeyi üzerinde etkiler ortaya çıkmaktadır. İç borçlanmanın borç tutarına bağlı olarak nominal faiz hadlerinde yol açacağı değişiklikler nedeniyle reel ve finansal sektörlerin etkilemesi sonucunda, dolaysız ve dolaylı olarak genel fiyat düzeyi etkilenebilmektedir. Nasıl dış borçlanmadaki artış hızının ekonomik büyümenin üzerinde seyretmesi durumunda veya borçlanmadan kaynaklanan reel faizin GSMH artış oranını aşması durumunda dış finansmanda uzun vadede tıkanıklıkların belirmesi kaçınılmaz gözükyorsa, iç borçlanmada geçerli olan (reel) faiz haddinin büyüme hızını aşması söz konusu olduğunda borçlanmanın birikimli olumsuz etkileri kendini hissettirmektedir. Borçlanma dinamiği enflasyonist baskıyı doğuran veya artıran borç monetizasyonuna neden olabilmektedir.

Bu sonuncu olgu finansman yöntemlerinin üçüncü kategorisini oluşturan monetizasyonun enflasyon vergisine yol açabileceğine işaret etmektedir. Aslında monetizasyon "senoraj" (seigniorage) gelirin elde edilmesini olanaklı kılabilir. Yani reel para talebindeki artışa koşut bir parasal taban genişlemesi gerçekleşirse, hükümet enflasyonist baskı yaratmaksızın emisyon aracılığıyla gelir elde etme olanağına sahip olabilmektedir. Ancak monetizasyonun enflasyon vergisine yol açma olasılığı da mevcuttur. Hükümet para basma yoluyla finansal açığı kapatma ve iç borç stokunu eritme yoluna angaje olduğu ölçüde enflasyonist baskı şiddetlenecektir. Bir başka deyişle, siyasal yönetimler iç borç baskısının artmasına koşut olarak enflasyon vergisini gelir sağlamak için bilinçli olarak kullanma eğilimine sahip olabilmektedirler. Bu bağlamda ana sorunsal maksimum gelir elde etmek için gerekli olan optimum enflasyon düzeyini saptamaya dönüşmektedir. Ancak çelişkili olarak yüksek enflasyon da vergi gelirlerini reel anlamda eritebilmekte ve bütçe ve/veya kamu açıklarının tırmanmasına neden olabilmektedir.

Genel hatlarıyla ortaya koymaya çalıştığımız bağlantının çok boyutlu olduğu gözlenmektedir. Birinci boyut bizzat enflasyonun nedenlerine ilişkindir. Kuşkusuz bütçe ve/veya kamu açıklarının enflasyonist baskı yaratma etkisi vardır, ancak kamu açıklarının oluşmasını salt teknik

nedenlere bağlamak olanaksızdır. İktisadi ve finansal koşullar ile kamu ekonomisi arasındaki ilişkiler karşılıklıdır. Bu bağlamda sermaye birikimi modeli, uygulanan genel iktisat politikası ve bölüşüm ilişkileri kamu açıkları ve enflasyon üzerinde belirleyici olmaktadır. Bu nedenle bütçe ve/veya kamu açığı sorunu yalnızca harcama ve yatırım yönünden değil, vergi açısından da ele alınmalıdır. Nitekim belli başlı Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi Türkiye'de de vergi gelirlerinin düşük kalmasının, radikal düzenlemeler bir yana, vergi ödemeyen kesimlerin ve sosyal katmanların vergilendirilmesini sağlayacak yasal düzenlemelerin gerçekleştirilmemesinin ardında politik güç dengesinin bulunduğu söylenebilir. Bu nedenle konuya ilişkin doyurucu açıklamanın bir yönünü de ekonomik ve siyasal güç dengesi oluşturmaktadır.

İkinci boyut ilkinin bağıdır; iktisat yazınında kamu açıklarının parasal genişleme yoluyla enflasyon üzerinde uyarıcı etki yaptığı, monetarist okulun yanısıra yeni-klasik makro-ekonomik modellerde ve ilk iki yaklaşımın sentezi niteliğine sahip "PSTAR+" modellerinde savunulmaktadır. Şöyle ki, monetarist ve yeni-klasik makro-ekonomik modellerde para kütesinin artış hızına koşut olarak enflasyon oranı da değişmektedir. Enflasyonu dizginlemek için yalnızca para arzındaki artış hızının düşürülmesi önerilmektedir. Bu doğrultuda, reel GSMH düşürülmeksizin, para arzı artışının yavaşlatılabileceği vurgulanmaktadır. Bir başka deyişle, para kütesinin artış hızının düşürülmesi öngörüldüğü sürece reel GSMH'nin gerilemesi söz konusu olmamaktadır. Oluşturulan çerçevede parasal kütledeki genişlemenin yalnızca nominal değişkenleri etkileyeceği, dolayısıyla fiyat artışının söz konusu genişlemeye koşut olacağı ileri sürülmektedir. Monetarist modelde ise para arzı artış hızının giderek düşürülmesi reel GSMH'nin artışı üzerinde önemli sayılamayacak etkiler yaratmaktadır. Monetarist görüşün tersine, genel keynesgil modelde enflasyonu aşağı çekmek için talep üzerinde sürekli baskı uygulamak gereklidir. Modelde GSMH'nin artışı kamu harcamalarına, uzun vadeli faiz haddindeki oynamalara ve ithal edilen ürünlerin fiyatlarına bağlıdır. Para talebi ise reel GSMH'nin artışına ve kısa vadeli faiz haddindeki değişmelere dayalıdır. Dolayısıyla modelde para kütesinin artış hızı doğrudan enflasyonu etkilememektedir; enflasyon ancak reel GSMH artış hızının düşürülebilmesiyle dizginlenebilmektedir. Ancak rasyonel beklentileri ve kredibilite olgusunu dikkate alan yeni (keynesgil) modellerde para politikasındaki değişmeler ekonominin daha hızlı ve esnek biçimde uyum sağlayacağı görüşüne yer verildiği saptanmaktadır. Nihayet enflasyonun nedenini para arzındaki hızlı artışa bağlayan monetarist görüş ile faiz hadlerindeki oynamaların reel hasılayı etkilediğini kabul eden keynesgil görüşü birleştiren "PSTAR+" modelinde ise enflasyon uzun vadede daha düşük para arzıyla aşağı

çekilebilmektedir. Federal Reserve Bank of Philadelphia tarafından gerçekleştirilen bu ilginç modelde para arzının artış hızındaki düşme federal fonların faiz haddini yükseltmekte, böylelikle reel GSMH'nin artış hızı da düşmektedir. Reel GSMH üzerindeki etki monetarist ve yeni-klasik makro-ekonomik modellere göre daha fazla, keynesgil modellere göre ise azdır (Brunner ve Meltzer, 1972; Sterdyniak ve Villa, 1977; Judd ve Scadding, 1981; Truquet, 1983; Croushore, 1992).

Uygulamaya yönelik söz konusu modellerde gerek enflasyonun nedenleri gerekse enflasyonist baskıyı kırmak için kullanılması uygun görülen araçların çeşitli derecelerde farklılık göstermesi, kamu açıkları finansman yöntemlerinin, özellikle de monetizasyonun enflasyon üzerinde yaratacağı etkilerin de en azından modellere göre farklılık göstereceğine işaret etmektedir.

Üçüncü boyut yukarıdaki saptamaların uzantısı olarak yorumlanabilir. Şöyle ki, uygulamada bütçe ve/veya kamu açığı finansmanının yarattığı etkilerin ekonominin somut koşullarına göre farklılık göstermesi kaçınılmaz gözükmektedir. Bir başka ifadeyle, açığın monetizasyonunun para kütlesi üzerinde yaratacağı etkiler iktisadi ve finansal sisteme ve koşullara göre farklılaşmaktadır. Gene benzer biçimde banka likiditesi ile açığın monetizasyonu arasındaki bağlantılar sistemlerin özelliklerine göre değişkililer gösterebilmektedir.

Dördüncü boyut seksenli yılların başlarında AGÜ'lerin büyük bölümünün uygulamaya koydukları istikrar ve yapısal uyum (structural adjustment) politikalarının kamusal açık-enflasyon bağlantısı üzerindeki etkilerini kapsamaktadır. Birkaç istisnai heterodoks uygulamanın dışında yeni-ortodoks nitelikteki program ve politikaların kamusal açık ve enflasyonist baskı üzerindeki etkileri ülkelere göre farklılık göstermektedir ancak bu tür politikaların söz konusu alanlardaki sorunları çözmediği de gözlenmektedir. Öyle ki, birçok iktisatçı özellikle Latin Amerika ülkeleri açısından seksenli yılları "yitirilmiş on yıllık dönem" (lost decade) olarak nitelendirmektedir (Tanzi, 1992: 641-57).

### 3. Krizin bütçe (veya kamu) açıkları üzerindeki etkileri ve uygulanan politikalar

#### 3.1. Gelişmiş ekonomilerdeki yönelimler

Gelişmiş ekonomilerde iç borç stokunun son yirmi yılda tırmanarak GSYİH'nin %40'ına eşitlenmesinde hiç kuşkusuz kamu kesimi açıkları ana etken olmuştur. Ancak daha ayrıntılı olarak ele alınırsa iç borç stokunun ve

belirli ölçüde kamu kesimi açıklarının artmasına yol açan nedenleri dört grupta toplamak olanaklıdır: (a) Büyüme hızının düşmesi, (b) Kamu otoritelerinin uyguladıkları politikalar, (c) Kamu harcamalarının vergilere göre enflasyonu daha yakından izlemesi, bir başka ifadeyle, harcama esnekliğinin vergi esnekliğinden yüksek olması, (d) Kamusal borcun yol açtığı finansal yükün tırmanan faizler nedeniyle giderek ağırlaşması. Söz konusu gelişmeler açısından yetmişli ve seksenli yıllar arasında ciddi farklılıklar bulunmaktadır. Gene seksenli yılların ilk ve ikinci yarısındaki gelişmeler farklılık göstermektedir. Kaldı ki, gelişmiş ekonomiler arasında da gerek uygulanan politikalar gerekse ortaya çıkan sonuçlar yönünden belirgin ayrışmaların olduğunu da dikkate almak gerekmektedir. Ancak gelişmiş ekonomilerin ortak paydalarından biri de, yetmişli yıllarda enflasyonist baskı altında kalmış olmalarına karşın seksenli yıllarda bu baskıyı minimum düzeye indirmiş bulunmaları ve doksanlı yılların başlarında "sıfır enflasyon"u gündeme getirmeleridir.

Krizin damgasını vurduğu yetmişli yıllarda giderek artan kamu açığı ve hızlanan enflasyon ekonomik dengeleri sarsmıştır. Kriz, üretim, gelir ve toplam talepteki artışları frenlemiş, kamu gelirlerindeki artışta duraksamalara yol açmıştır. Buna karşın kamu harcamalarında, gerek cari harcamaların esnek olmaması ve yatırım harcamalarının belirli ölçüde sürdürülmesi, gerekse işsizlik sorunundan kaynaklanan sosyal harcamalardaki artış nedeniyle tırmanma gözlenmektedir. Bu bağlamda birçok gelişmiş ülkede birinci petrol şokunun ertesinde uygulanan genişlemeci bütçe politikaları (1975) ve bütçe denklığıne dönüş çabalarından (1976-77) sonra tekrar uygulamaya konulan genişleme politikaları (1978-79), kamu finansman gereğinin artmasına yol açmıştır (Chouraqui ve Price, 1984; Atkinson vd., 1983; Chouraqui vd., 1986; Oxley ve Martin, 1992; OECD, 1992).

İkinci petrol şokunu izleyen seksenli yıllarda ise, OECD ülkelerinin büyük bölümünde orta vadede bütçe açıklarını kapatacak veya kısacak bir stratejinin benimsenmesi söz konusudur. Yetmişli yıllarda durgunluğun yanısıra enflasyonist baskının ortaya çıkması ve geleneksel keynesgil talep yönetimi politikalarının beklenenin tersine sonuç vermesi, yeni-muhafazakar düşünceden esinlenen iktisat politikalarının uygulamaya konulmasına olanak veren koşulları hazırlamıştır. Ancak özellikle 1979-89 kesitinin incelenmesi, iki alt-dönemde farklı uygulamaların ve eğilimlerin olduğuna işaret etmektedir.

Birinci alt-dönemde (1979-84), yaklaşık tüm ülkelerde konjonktürel nedenlerden dolayı birincil açık ve yapısal açık artmıştır. Özellikle durgunluğun yoğunlaştığı 1981-82 kesitinde OECD ülkelerinde açığın

genişlediği gözlenmektedir. Birincil açığın olumsuz seyri belirli ölçüde denetlenebilmiştir. Şöyle ki, ABD, Finlandiya ve Yunanistan dışındaki tüm ülkelerde kamu borçlanmasının dizginlenmesi için kısıtlayıcı bütçe politikaları uygulamaya konulmuştur. Bu üç ülkeye ek olarak Fransa, Kanada ve İspanya dışındaki ülkelerde alınan kısıtlayıcı önlemler konjonktürün kamu açığı üzerindeki olumsuz etkilerini hafifletmiştir (Sönmez, 1993). Yapısal açığın GSYİH'nin %4.5'ini aşması üzerine bir dizi ülkede (Japonya, Almanya, Belçika, vd.) uygulamaya konulan kısıtlayıcı önlemlerin kapsamlı oldukları gözlenmektedir. Ancak daraltıcı bütçe politikalarına karşın borçlanma oranlarında olumsuz gelişmeler gözlenmektedir. Borçlanma, daha önce vurgulandığı üzere kamu kesimi açıklarına, daha uzun vadede ise reel faiz hadlerine ve büyüme hızına bağlıdır. Bu dönemde "kamu yönetimi net borçlanması"nın (merkezi veya federal hükümet + sosyal güvenlik kurumları + yerel yönetimler + fonlar) GSYİH'ye oranı hızla yükselmiştir. Uluslararası platformda reel faiz hadlerinin tırmanmasına bağlı olarak faiz ödemelerinin arttığı, böylelikle de finansal açıkların uyarıldığı görülmektedir.

1984-89 kesitinde birincil açık, sürdürülebilir büyümeye koşut olarak yaklaşık tüm ülkelerde azaltılmıştır. Ancak Almanya, İngiltere ve Hollanda gibi ülkelerde bütçe politikalarının esneklik kazanması, konjonktürün olumlu etkisini yaklaşık olarak nötrle etmiştir. ABD, Fransa, İngiltere, Avusturya ve İspanya'da birincil açığın azalması tamamen konjonktürel gelişmelere bağlıdır. Avustralya, İsveç ve İrlanda'da ise birincil açığın şekillenmesinde yapısal ögenin payının giderek azaldığı saptanmaktadır. Bu dönemde genel olarak toplam borç stokunun ve/veya borçlanmanın etkisi ile faiz hadlerinin tırmanışı çakışmamış, açığın azalması, toplam borç stokundaki artış hızının düşmesine yol açmış, aynı zamanda reel faiz hadlerinin aşağı çekilmesi sonucunda faiz ödemelerinin artış hızı da düşme eğilimine girmiştir. Hiç kuşkusuz daraltıcı bütçe politikalarının uygulanması ve finansal açığın azaltılması, borç stokunun kısa vadede hafifletileceği anlamına gelmemektedir. Nitekim seksenli yılların ikinci yarısında borç stokundaki artış, daha düşük hızla olsa da devam etmiştir (OECD, 1992: 21-28; OECD, 1993: 15; Oxley ve Martin, 1992: 10-12).

1989-92 kesitinde ise bütçe açığı/GSYİH oranının tırmandığı gözlenmektedir. Bu bağlamda net finansman ihtiyacı da GSYİH'nin % 3'ü oranında artmıştır. Bu negatif gelişmenin sorumluluğu konjonktürün üzerine yıkılsa da, durgunluğa koşut olarak yapısal açığın genişlediği gözlenmektedir. Transfer ödemelerinin GSYİH'ye oranının durgunluğun şiddetli olduğu ülkelerde yükselmesi söz konusu olsa da, seksenli yılların tersine, kamu yatırımlarındaki azalma yalnızca İtalya, İsveç ve Finlandiya ile sınırlı kalmıştır. Genel olarak 1989-92 kesitinde kamu kesimi açıklarının

yeniden artış göstermesinin yanısıra iç borçlanmadaki tırmanış, ülkelere göre değişmekle birlikte, hız kaybederek sürmüştür. Buna karşın ilginç olan nokta, enflasyonist baskının giderek azalmasıdır (yüzde olarak, ABD: 3.1, Japonya: 1.7, Almanya: 3.5, Fransa: 2.7, İngiltere: 3.6, Kanada: 1.2, İtalya: 5.3). Bu saptamalar kamu kesimi açıklarındaki artışın otomatik olarak enflasyonist baskıyı artırmadığını işaret etmektedir. Üstelik ilksel maddeler ve petrol fiyatlarındaki düşme eğilimi devam ettikçe, işsizlik oranındaki artış nominal ve reel ücret artışları üzerinde kısıtlayıcı etki yarattığı süreç ve atıl kapasiteler işletmeler arasında fiyat savaşını körükledikçe enflasyonun düşük düzeyde tutulması için gerekli koşullar bir araya gelmiş olacaktır.

1993-94 kesitinde gerçekleşmesi beklenen genişlemeye bağlı olarak kamu finansman ihtiyacının (kamu borçlanma gereği) –KİT'ler hariç– GSYİH'ye oranının %0.75 azalması beklenmektedir. Böylelikle yapısal açık/GSYİH oranının da %1 dolayına indirilmesi planlanmaktadır. Sonuçta 1989-92 kesitindeki olumsuz gelişmenin tersine döneceği konusunda "iyimser" projeksiyonların yapıldığı gözlenmektedir (OECD, 1992: 27-8).

Mutlaka dikkate alınması gerekli bir nokta da, Maastricht anlaşmasının kamu kesimi efektif açıklarının GSYİH'nin % 3'ü ile sınırlandırılması ilkesini getirmiş olmasıdır. Bu kısıtlama AT ülkeleri ile aday ülkeleri finansal açık ve bağlı olarak iç borçlanma konusunda duyarlı olmaya yöneltmektedir (Bureau ve Champsaur: 1992; Bache ve Jouret: 1992). Hatta birçok Avrupa ülkesi Maastricht'te belirlenmiş sınırın da altına inmeyi hedeflemektedir. İç borçlanma konusunda özellikle İngiltere, İtalya ve Yunanistan'ın Topluluk hedeflerine uyum sağlamada ciddi sıkıntılara düştüğü gözlenmektedir.

İç borçlanmanın sınırlandırılması gerekliliği oluşturulan modellerde açıkça ortaya konulmaktadır. Örneğin Blanchard-Chouraqi modeline göre, uzun vadede kabul edilebilir borçlanma hedefine ulaşabilmek için OECD ülkelerinin 1994 yılında kamu harcamalarının GSYİH'ye oranını %1 veya 1.5 oranında düşürmeleri veya vergi gelirlerini aynı oranda yükseltmeleri ve bu uygulamayı 40 yıl boyunca sürdürmeleri gereklidir. OECD bünyesinde önemli yankılar yapan söz konusu modele göre borçlanma oranının %50 düzeyine çekilmesi gerekli olup, aksi durumda gelecek 40 yıllık kesitte borçlanmanın tırmanması sonucunda ekonominin altından kalkamayacağı bir borç yüküne ulaşılacaktır.

### 3.2. Azgelişmiş ekonomilerin farklı konumu

Borçlanma ve enflasyonist baskı yönünden AGÜ'ler türdeş yapıya sahip gözükmemektedir. Özellikle de, "yeni sanayileşen ülkeler" in bir bölümü bu



açından ilginç özelliklere sahiptir. Bir yanda kamu kesimi açıklarını, iç borç stokunun GSMH/GSYİH'ye oranını düşüren ve enflasyonist baskıyı ciddi biçimde hafifleten Güneydoğu Asya ülkeleri bulunurken, diğer yanda ters yönde gelişen Latin Amerika dünyası yer almaktadır. Doksanlı yılların başlarından itibaren Meksika'nın yaygın bir özelleştirme programı ile birlikte uygulamaya koyduğu anti-sosyal nitelikteki iktisat politikalarının kamu açıklarını daraltması ve enflasyon hızını düşürmesi seksenli yıllara ilişkin tabloyu değiştirmemektedir. Nitekim çalışmamızda azgelişmiş ülkelerin veya yeni sanayileşen ülkelerin kendi aralarındaki farklılıkları üzerinde değil, gelişmiş ekonomilere göre, konu açısından farklılıkları üzerinde durulacaktır.

Kamu kesimi açığı ile enflasyon bağlantısı yönünden gelişmiş ile azgelişmiş ekonomiler arasında ciddi ve belirgin farklılıkların olduğu gözlenmektedir. İki farklı grupta yer alan ekonomiler finansman kaynaklarının etkileri açısından karşılaştırıldığında ayrışma noktaları ortaya çıkmaktadır:

- Birinci petrol şokundan sonra gelişmiş ekonomilerin birçoğu dış açıkların finansmanı için düzenli olarak dış borçlanmaya başvurmuşlardır. Uluslararası finansal piyasaların gelişmesine koşut olarak dış borçlanmada ciddi bir artış görülmektedir. Dış fazla veren Japonya'nın yanısıra ABD'nin, doların anahtar para konumu nedeniyle, bir kenara bırakılması durumunda, G-7 ülkeleri içinde İngiltere ve İtalya'da toplam dış borç/GSYİH oranının önemli ölçüde yükseldiği gözlenmektedir. Ancak bir bütün olarak ele alındığında gelişmişler grubunun azgelişmiş ekonomiler gibi bir dış borç sorunu ve krizi yaşamadıkları bilinen bir gerçektir. Bu nedenle gelişmiş ekonomilerde iç kaynak kullanımını belirleyen etken dış borç krizi değilken, azgelişmiş ekonomilerin kriz şokundan sonra iç kaynaklara zorunlu olarak yöneldikleri saptanmaktadır.

- Azgelişmiş ekonomilerde emisyonun regüle edilmesi gelişmiş ekonomilere göre daha güçtür; para miktarının regülasyon maliyeti yüksektir. Kredi hacminin daraltılması için munzam karşılıklar ve disponibiliteler oranlarının yükseltilmesi ve/veya özel banka sisteminin daha fazla devlet tahvili almaya zorlanması söz konusu olmaktadır. Finansal piyasaların darlığı da faiz hadlerinin gelişmiş ekonomilere göre daha fazla tırmanmasına yol açmaktadır.

- Bütçe açığı monetizasyonunun para kütlesi, enflasyon ve makro-ekonomik dengeler üzerindeki etkileri, finansal piyasalara dayalı olan veya yönelen gelişmiş ekonomiler ile borç ekonomisi özelliklerine sahip

az gelişmiş ekonomilerde farklılık göstermektedir<sup>1</sup>.

- Az gelişmiş ekonomilerin tersine, bütçe veya kamu açıklarını monetizasyona başvurmaksızın finanse edebilmek için önde gelen ekonomilerin (ABD, Almanya, Fransa, İngiltere, Japonya) sabit faiz üzerinden uzun vadeli borçlanmaya ağırlık verdikleri gözlenmektedir.

### 3.3. Az gelişmiş ekonomilerde iç borçlanmaya yönelmenin etkileri

Hareket noktamız ağır dış borçlu konumunda bulunan AGÜ'lerin borç servislerini yerine getirmek için reel ve parasal yeniden yapılanma sürecine girmeleridir. Bu bağlamda dış borç servisinin yerine getirilmesi gerekliliği döviz piyasasını ve bütçeyi çeşitli yönlerden etkilemektedir. Bu temelden hareket ederek kayakların dışarıya transfer edilmek üzere harekete geçirilmesine ilişkin koşulları, kamu bütçesinin dengesini gösteren aşağıdaki denklem aracılığıyla açıklayabiliriz:

<sup>1</sup> Finansal piyasalar ekonomisi ile borç ekonomisi ayrımı kavramsaldir. Fransa Merkez Bankası Ekolünün (Ecole de Banque de France) öncüleri olan V.Lévy-Garbua ve G.Maarek ve Fransa Ulusal İstatistik Enstitüsü (INSEE) bünyesinde araştırmalarını sürdüren H.Sterdyniak, P.Villa, P.Artus, J.Bournay, A.Pacaud, C.Peyroux, R.Teysier gibi iktisatçılar söz konusu kavramsal ayrışmaya gitmişlerdir. Fransız iktisatçılar OECD'nin 1982'de yayınladığı bir çalışmadan (*Financement du Déficit Budgétaire et Contrôle Monétaire*) ve J.R.Hicks'in analizlerinden (*The Crisis in Keynesian Economics*) esinlenmişlerdir. Finansal piyasaların gelişmiş olduğu ekonomilerde ajanlar, finansmanı piyasaya kıymetli kağıtlar sürerek sağlamaktadır. Bu sistemde dolaysız finansman söz konusudur, yani sermaye arzı ile talebi finansal aracıya gerek kalmaksızın doğrudan birbiriyle karşılaşmaktadır. Ancak doğrudan finansman ve finansal aracılık birbirini tamamen dışlamamaktadır. Finansal aracı kurumlar - bankalar da dahil olmak üzere - piyasaya hem fon sürmekte hem de talep etmektedir. Borç ekonomisinin temel özelliği dolaylı finansmana başvurulması, kredi aracılığıyla finansmanın sağlanmasıdır. Bu sistemde finansal aracılık sürecinin oluşması ve bankalar ile müşteriler arasında karşılıklı bireysel ilişkilerin kurulması gereklidir. İşletmeler ciroları itibarıyla sermaye piyasasına girebilme olanağına sahip olsalar bile otofinansmanın zayıflığı nedeniyle kredi kullanımı kaçınılmaz gözükmektedir. Borç ekonomisinde Merkez Bankası'nın sürekli müdahalesiyle sistem işlemektedir. Banka bu yükümlülüğünü yerine getirmese, finansal mekanizmaların çalışması sekteye uğrayabilmekte ve ekonomideki genel denge bozulmaktadır. Özetle finansal piyasaların gelişmiş olduğu ekonomilerde Merkez Bankasının müdahalesi zorunlu olmamasına karşın borç ekonomilerinde kaçınılmaz gözükmektedir. Bu bağlamda ticari bankaların devlet tahvili ve hazine bonusu edinmelerinin para kütlesi üzerindeki etkileri, finansal piyasaların çalıştığı ekonomiler ile borç ekonomilerinde farklı boyutlara ulaşmaktadır. Ancak uygulamada finansal piyasaların mükemmel biçimde işlediği, Merkez Bankası müdahalesinin gerekli olmadığı ekonomileri bulmak oldukça güçtür.

$$G + aNFT = M + D + De + T \quad (1)$$

Denklemdaki aNFT, kamu kesiminin gerçekleştirdiği net finansal transferi (a katsayısı transferde kamu payına işaret etmektedir); G, diğer toplam kamu harcamalarını; M, bütçe açığının monetizasyonunu; D ve De, sırasıyla iç ve dış borçlardaki net artışı; T ise başta vergiler olmak üzere kamu gelirlerini göstermektedir.

Yukarıdaki denklem yeni dış borçlanmaya başvurulmadığı varsayımı altında dış borç servisini gerçekleştirmek için başlıca dört seçeneğin olduğunu ortaya koymaktadır: (a) Borç faizi ödemeleri dışındaki harcamaların kısılması, (b) Vergi gelirlerinin artırılması, (c) İç borçlanmaya gidilmesi, (d) Enflasyon vergisi aracılığıyla iç borç tutarının reel anlamda azaltılması ve Hazineye kaynak sağlanması. Bu seçeneklerin tercihi ülkelere göre değişmektedir. İlk iki seçeneğin tercih edilmesi, yani faiz dışındaki harcamaların kısılması ve vergi gelirlerinin artırılması, son iki seçenek olan iç borçlanma ve enflasyon vergisinin kullanımını azaltacaktır. Ancak 1982'deki dış borç krizinden sonra ağır borçlu ülkelerin kamu açıklarını finanse edebilmek için iç kaynaklara yönelmeleri sonucunda iç borçlanmanın ve monetizasyonun önem kazandığı saptanmaktadır. Senoraj ile enflasyon vergisi arasında çok da belirgin olmayan ince çizgi, monetizasyon yoluyla enflasyon vergisinin birçok ülkede yaygın biçimde kullanıldığını göstermektedir. Bu çerçevede bazı önemli saptamalar yapmak olanaklıdır:

● Dış borç servisinin yerine getirilmesi için gerekli olan kaynaklar büyük çaplı devalüasyonlar veya düşük fakat sürekli kur ayarlamaları ve emisyon aracılığıyla sağlanabilmektedir. Bu uygulamalar sıkı para politikasının ve denk bütçe politikasının yaşama geçirilmesini engellemekte, hatta bütçe açığının kısılması söz konusu olsa bile, enflasyonun hızlanması kaçınılmaz gözükmektedir. Bu kategoride yer alan ülkelerde faaliyette bulunan özel işletmelerin dış borçlarını ödeyememeleri üzerine, aracılık yapan bankalar söz konusu yükümlülükleri üstlenmişlerdir. Dış ödemeleri döviz olarak gerçekleştirmek zorunda olan bankaların aktifleri ulusal para cinsinden olduğu için, devalüasyonlar ciddi kayıplar doğurmuştur. Bu durumda hükümetler bütçe açığını kapatmak ve ekonomiyi istikrara kavuşturmak ile finansal sistemin yaşamasını sağlamak doğrultusunda gerekli transferleri gerçekleştirmek ikilemi arasında sıkışmışlardır. Genelde Merkez Bankası kayıpları üstlenmekte ve finansmanı para emisyonuna giderek veya alacakları devralarak (geri satın alarak) sağlamaktadır. Ancak Bankanın bu tür uygulamaları enflasyon üzerinde olumsuz etki yaratabilmektedir. Örneğin 1982'de Meksika'da, 1986'da Arjantin'de finansal krizin patlak verdiği

bilinmektedir.

- Daha önce vurgulandığı üzere gönüllü ve zorunlu tasarrufun yetersiz olması durumunda enflasyon vergisine başvurulması söz konusu olmaktadır. Bu bağlamda en azından orta vadede kamu açığının enflasyonist olmayan bir biçimde finansmanını belirleyici etken olarak finansal piyasaların gelişmişlik düzeyinin dikkate alınması gereklidir. İkinci bir nokta ise AGÜ'lerde Merkez Bankasının genelde siyasi otoritelerin baskısı altında bulunması nedeniyle, uygulanan modellerde para arzının dışsal bir değişken olarak kabul edilmesinin oldukça güç olduğudur.

- Kamu kesiminin enflasyon üzerindeki etkisi dikkate alınırken, iç borçlanma kaynaklarının nitelikleri üzerinde durmak gereklidir. Eğer finansman Merkez Bankası veya bankalar sistemi tarafından sağlanıyorsa, açığın finansmanı ile para hacmi veya parasal taban arasında doğrudan bir ilişki kurmak olanaklıdır. Buna karşın finansmanın bankacılık sistemi dışından sağlanması, en azından para arzının artmasına yol açmayacaktır. Dolayısıyla kamusal borcun enflasyonist olmayacak biçimde finansmanı özel sektörün zorunlu olarak devlet tahvili ve/veya hazine bonosu alımını kabul etmesiyle özdeş tutulmaktadır. Hatta bu konudaki savlarını uç noktaya götüren Rasyonel Beklentiler teorisinin, vergilendirme ile tahvil yoluyla borçlanma arasında bir farklılık bulunmadığına işaret ettiği görülmektedir (Barro, 1974 ve 1979; Vaughn ve Wagner, 1992). Ancak belirtilmesi gerekli nokta, vergi kapasitesi gibi borç senedi ihraç kapasitesinin de sınırlı olması, kapasitenin iç finansal piyasanın genişliğine bağlı bulunmasıdır. Bu aşamada ise, geçmişte uygulanan faiz hadleri kadar beklenen faiz hadleri de önem kazanmaktadır. Nitekim 1978-85 kesitinde Brezilya, G. Kore ve Venezuela'da kamu kesiminin finansman sorununu, bankalar sistemi dışında kalan özel kesime tahvil ihraç ederek çözüldüğü gözlenmektedir. Arjantin, Meksika ve Filipinler'de ise söz konusu katkının negatif olduğu saptanmaktadır. İç kamusal borca ilişkin ortalama efektif faiz hadlerinin yansıtıldığı yukarıdaki tablo, ülkeler arasındaki finansman yöntemi farklılıklarını da belirli ölçüde gösterebilmektedir.

Tablo 1'de yer alan I. grup ülkelerde hiperenflasyon, II. grup ülkelerde yüksek enflasyon, III. grup ülkelerde ise düşük enflasyon gözlenmektedir. 1982 yılından itibaren Brezilya, G. Kore ve Venezuela'da reel faiz hadlerinin pozitif değer almaya başladığı gözlenmektedir. Arjantin ve Meksika'da ise negatif faiz uygulamasıyla borç yükü hafifletilmeye çalışılmıştır. Bu ülkelerde, Brezilya'da olduğu gibi pozitif faiz uygulansaydı, Morgan Guaranty'nin hesaplarına göre faiz yükünün GSYİH'ye oranı Arjantin'de %51.6, Meksika'da %35.7 gibi yüksek düzeylere ulaşacaktı (Reisen ve Von Trotenburg, 1988: 45). Bu yüksek oranlar ağır borçlu ülkelerin ek bir

**Tablo 1**  
İç Borçlanmada Nominal Faiz Hadleri ve Enflasyon<sup>a</sup>

Ülkeler	1980	1981	1982	1983	1984	1985
<i>I. Grup</i>						
Arjantin	19.9 (100.8)	30.9 (104.5)	19.2 (164.5)	10.4 (343.8)	7.2 (626.7)	11.2 (673.4)
Brezilya	35.4 (92.8)	89.0 (98.6)	131.3 (100.4)	136.7 (133.4)	250.2 (188.3)	270.4 (224.6)
<i>II. Grup</i>						
Meksika	10.8 (26.3)	16.9 (27.9)	21.7 (58.9)	28.5 (101.5)	37.5 (645.4)	32.6 (57.7)
Filipinler	12.0 (18.2)	11.9 (13.1)	13.8 (10.2)	14.2 (10.0)	28.5 (50.4)	33.2 (21.7)
<i>III. Grup</i>						
G.Kore	11.6 (28.7)	10.5 (21.3)	8.8 (7.3)	7.2 (3.4)	9.1 (2.3)	7.8 (1.7)
Venezuela	7.1 (21.5)	8.4 (16.2)	11.8 (9.5)	13.2 (6.2)	13.5 (12.2)	13.0 (10.7)

Kaynak: Reisen ve Van Trotsenburg (1988)

<sup>a</sup> Ayrac içinde yıllık enflasyon oranları yer almaktadır.

kısıtlamayla karşılaştıklarını göstermektedir; kamusal iç borcun enflasyon aracılığıyla eritilmesi vergi gelirlerinin erozyona uğramasına yol açmaktadır. Bir başka deyişle, enflasyonun vergi matrahını aşındırması nedeniyle vergi gelirlerinin reel anlamda düşmesi söz konusudur. Vergilerin gecikmeli tahsil edildiği ve verginin gelir esnekliğinin düşük olduğu bir dizi AGÜ'de enflasyonun hızlandığı dönemlerde reel vergi hasılatı azalmaktadır. Bu koşullarda enflasyonist olmayan kamu finansmanının temelleri aşmakta, parasal taban sarsıntı geçirmektedir. Bu nedenle Hazine'nin enflasyon vergisi aracılığıyla gelir sağlaması ve iç borç yükünü azaltması, çelişkili olarak Hazine'nin reel anlamda gelir kaybetmesine ve yeniden iç borca başvurmasına yol açmaktadır. Pozitif faiz uygulaması ise faiz yükünü tırmandırmakta ve sonuçta kamusal borcun artmasına neden olmaktadır.

Enflasyon vergisi AGÜ'lerin bir bölümünde olağan vergi gelirlerine alternatif olarak düşünülmektedir. Para (miktarı) devletin özel kesime doğrudan borcunu temsil ettiği ölçüde, enflasyon dolaşımdaki paranın değerini etkilemekte, dolayısıyla devlet için doğrudan gelir kaynağı oluşturmaktadır. Parasal getirisi bulunmayan veya düşük olan vadesiz

mevduatın enflasyon vergisine tabi tutulması sonucunda, Hazine'ye ve bankalara kaynak aktarılması söz konusudur. Ancak yüksek oranlı bir enflasyon vergisinin parasal tabanın aşınmasına yol açacağı kesindir. Reel likidite talebinin, likiditenin elde tutulma maliyetiyle ters orantılı olduğu mutlaka dikkate alınmalıdır. Böylece maliyet yükseldiği zaman talep gerileyecektir. Hiperenflasyon ve yüksek enflasyonun yaşandığı ekonomilerde enflasyon vergisinin yüksek düzeye ulaştığı gözlenmektedir. Enflasyon oranı yüksek olduğu zaman enflasyonun dışında parasal talebi belirleyen etkenler arasında yer alan faiz hadlerindeki oynamalar ve reel gelir düzeylerinin göreceli de olsa önemlerini yitirdiklerini ileri sürmek olanaklıdır. Nitekim Cagan'ın yaklaşımında para talebi fonksiyonu ile enflasyon oranı arasında yarı-logaritmik bir ilişki olduğu gözlenmektedir:

$$\log M_t = b \cdot p_t \quad (2)$$

( $M_t$ : t dönemindeki reel likit varlıklar;  $p_t$ : t dönemindeki enflasyon oranı). Maksimum enflasyon vergisi tutarının ( $R_t$ ) ise  $p_t \cdot M_t$ 'ye eşit olması söz konusudur (Cagan, 1956). Arjantin ve Brezilya'ya ilişkin hesaplamalar yüksek enflasyon vergisi düzeylerinde, reel likit varlıkların değerinin enflasyon oranı tarafından belirlendiğini ortaya çıkartmıştır. İlginç olan nokta da, para talebindeki düşme eğiliminin yalnızca bu ülkelerde parasal reformun kaçınılmazlığını değil, aynı zamanda reform tarihlerini de belirli ölçüde açıklayabilmesidir. Şöyle ki, enflasyon oranı Arjantin'de %827, Brezilya'da %324 olduğu zaman enflasyon vergisinin GSYİH'nin %15'ine eşit olduğu saptanmıştır. Bu oranda enflasyon vergisi randımanının maksimuma ulaşmış olduğu kabul edilince, Brezilya'da, Cruzado planının randıman maksimizasyonundan hemen önce, Arjantin'de ise Austral planının maksimizasyondan dokuz ay sonra, 1985'in ikinci üç aylık döneminde yürürlüğe konulması raslantı olarak değerlendirilmemelidir.

#### 4. Türkiye'ye ilişkin saptamalar

Türkiye'de planlı dönemin başlarından itibaren enflasyon oranlarındaki dalgalanmalar incelendiğinde, 1963-70 kesitinde oranın yaklaşık %5, yetmişli yıllarda -kriz dönemi olan 1977-80 hariç olmak üzere- %20, 1981-87 kesitinde %36 ve 1988-92 diliminde yaklaşık %62 olduğu belirlenmektedir. Enflasyon ile bütçe açığı (kamu açığı) arasındaki bağlantı kurulurken, iç ve dış borçlanma ile monetizasyonun enflasyon üzerindeki etkilerinin dikkate alınması gereklidir. Ancak aynı zamanda enflasyonun

bütçe açığı ve borç stoku üzerindeki etkileri de hesaplanmalıdır. Bu bağlamda TÜSİAD'ın 1987 yılında yayınlanmış olan 1984-86 kesitine ilişkin iç borçlanma raporu ilginç bir saptamada bulunarak gelişmekte olan ülkeler için olan teorik çerçevenin Türkiye açısından tümüyle geçerli olamayacağını vurgulamaktadır çünkü

Türk Hazinesi çok kısa vadeli kağıtlarla borçlanmaktadır. Gayrisafi ihraç düzeyleri, özellikle Hazine bonolarında, hemen hiçbir anlam taşımamaktadır. Tahvillerde bile yılın geri ödemeleri, bir önceki yıl ihraç düzeyinin 4/5'ini aşmaktadır. Bu nedenle Türk Hazinesinin ihraç ettiği değerli kağıtları, para politikası aleti olarak kabul etmek tek çıkar yoldur... Diğer bir önemli farklılık, kuramsal çerçevenin temel varsayımları ile Türkiye örneği arasındaki «makro ekonomik ortam» farklılığıdır. Kuramsal çerçeve ve ampirik çalışmalar, Türkiye'deki yüksek enflasyon hızını, bu hızın çizdiği zigzagları, iç dengesizliğin ani ve şiddetli gelir dağılımı etkilerini, hızlı enflasyonun doğurduğu parasal ikame olayını, tahvil-bono müşterilerinin kentli kesimimizin belirli bir diliminde yoğunlaşmış olmasını ve iç borçluluğu eninde sonunda monetize etme alışkanlığımızı dikkate almamaktadır (TÜSİAD, 1987: 4).

Yukarıdaki saptamalar yalnızca 1984-86 kesitinde değil günümüzde de büyük ölçüde geçerliliğini korumaktadır. Son dönemlerde iç borçlanmanın uzun vadeye yayılması yönünde gerçekleştirilen işlemler borçlanmanın ana niteliklerini değiştirmemiş, tersine bir yönelim ortaya çıkmamıştır. Ancak yukarıdaki saptamalarda genel teorik modelin -AGÜ'ler için oluşturulan modelin- Türkiye'ye bütünüyle uymadığı vurgulanmaktadır. Teorik modeller bütünüyle hiçbir ülkeye uymamaktadır, ancak genel ve temel özellikler açısından uyum söz konusudur. Bu açıdan Latin Amerika ülkelerindeki uygulamalar anlamlı örnekleri oluşturmaktadır. Ayrıca daha önce yaptığımız irdelemeler ve yoğun iç borçlanmaya yönelişin ortaya çıkardığı boyutların incelenmesi saptamalarımızı doğrulamaktadır. Bu bağlamda genel modelde belirtmiş olduğumuz üzere, Türkiye'de dış borç servisinin yerine getirilmesi gerekliliği, yeni kısa vadeli ve yüksek maliyetli iç borçlanmalara gidilmesine ve enflasyonun dolaylı ve/veya dolaysız olarak kullanılmasına yol açabilmektedir. Bu bağlamda açığın monetizasyonu yoluyla enflasyonist baskının yaratılması söz konusu olabilmektedir. Ancak monetizasyon etkisinin belirlenmesi için yaklaşık da olsa ölçülmesi gereklidir. Son saptamaya ilişkin bir nokta da monetizasyon yoluyla enflasyon vergisinin kullanımının, daha önce vurgulandığı gibi vergi tabanını aşındırarak açıkların genişlemesine yol açmasıdır (Tanzi etkisi). Türkiye'ye ilişkin somut saptamaların yapılabilmesi için vurgulanan noktaların açıklığa kavuşturulması gereklidir. Bu doğrultuda yaptığımız hesaplar aşağıdaki tablolara aktarılmıştır.

Tablo 2 ve 3'deki veriler borç faizlerinin bütçe üzerinde önemli bir baskı

yarattığına işaret etmektedir. Tablo 2'de birincil açığın -faiz dışı açık- 1985-87 kesitinde GSMH'ye oranı ortalama %0.5 dolayındadır. 1988-90 kesitinde ise birincil açık pozitif değer almaktadır, bir başka ifadeyle, faiz yükü düşüldükten sonra bütçe fazlası ortaya çıkmaktadır. Tablo 3 ve 4, nakit açığının kapatılması doğrultusunda (iç) borçlanmanın arttığını göstermektedir. Özellikle 1984 sonrasında iç borçlanmanın tırmanması söz konusudur. Borçlanma kısa vadeli ve yüksek maliyetlidir. Gene 1988 yılından itibaren iç borç faizlerinin ivme kazandığı gözlenmektedir. Nitekim iç borç ana para ödemeleri de dikkate alındığında, borç servisini gerçekleştirme doğrultusunda yeni borçlanmalara başvurulduğu saptanmaktadır. Örneğin 1992'de kamu iç borç senetleri en yüksek net getiriyi sağlayan tasarruf araçlarının başında gelmektedir. Üç ay vadeli hazine bonosunun yıllık bileşik faiz getirisi nominal olarak %92.7, altı ay vadeli bononunki %88.5, bir yıl vadeli devlet tahvilinin ise %73'tür. Bir başka ifadeyle, kamu kağıtlarına yatırılan her 10,000 TL, üç ay vadeli bonoda 19,270 TL'ye, altı ay vadelide 18,850 TL'ye, tahvilde ise 17,300 TL'ye çıkmıştır. Yıllık ortalama fiyat artışının toptan eşya fiyat endekslerinde %62.1, tüketici fiyat endekslerinde %70.1 olarak gerçekleştiği bir ortamda ve en yüksek getirili döviz olan ABD dolarının %70'in altında bir randımana sahip olduğu, gene İMBK endeksinin yıl boyu toplam performans değerlendirmesi yapıldığında %8.4 gerilediği ve nihayet üç ay, altı ay ve bir yıllık mevduat faizlerinin sırasıyla %77.2, %71.5 ve %63.5 olduğu dikkate alınır, devletin borçlanma senetleri aracılığıyla önemli rant yarattığı ortaya çıkmaktadır. Kısa vadeli borçlanmanın resmi enflasyon oranından en azından %20 daha yüksek getiri sağlaması, madalyonun diğer yüzü olan yüksek maliyet nedeniyle iç borçlanmayı kaçınılmaz kılmaktadır.

Bu saptamalardan sonra açıklık getirilmesi gerekli olan nokta enflasyonun iç borç stoku ve faiz ödemeleri üzerindeki etkileridir. Acaba enflasyon borç stokunun eritilmesinde araç olarak kullanılmış mıdır? Tablo 2'de yer alan "enflasyon etkisi" veya "parasal düzeltme", enflasyonun iç borç stokunda yol açtığı aşınmayı veya borcun reel değerinin korunması için gerekli olan toplam faiz ödemelerine işaret etmektedir. Biz anlamlı olması ve hata payının düşük gözükmesi açısından devlet tahvili ve hazine bonusu toplamını temel aldık. Dolayısıyla yapılan hesaplamalar sonucunda "enflasyon düzeltmeli bütçe açığı"na ulaşılmaktadır. Reel faiz ödemelerinin GSMH'ye oranı Tablo'dan izlenebilmektedir. Enflasyon hızlandıkça iç borç stokunun aşınması söz konusu olacağı için faiz ödemelerinin kısmen borç stokunun reel değerinin korunmasına yönelik olduğu ileri sürülebilir. Efektif bütçe açığı ile karşılaştırıldığında enflasyon düzeltmeli bütçe açığında 1987'de sağlanan gerilemenin 1990'a dek korunduğu ancak 1991'de dönemin en



**Tablo 2**  
Kamu Açıklarının GSMH'ye Oranı (cari fiyatlarla)

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Tahvil+Hazine									
Bonosu Stoku <sup>a</sup>	4.7	5.5	5.9	7.4	7.4	8.5	8.5	9.5	14.9
	-	-	-	5.7	5.5	6.1	6.2	6.8	10.8
Kamu Açığı	8.5	4.6	4.7	7.8	6.4	7.1	10.5	14.4	11.0
KİT Açığı	2.3	3.1	3.4	4.4	2.7	2.6	5.5	4.7	3.2
Bütçe Açığı	5.3	2.9	3.6	4.5	4.0	4.5	4.2	7.4	5.6
Faiz Ödemeleri									
İç Borç	1.0	0.9	1.6	2.2	3.1	3.0	3.4	3.7	3.9
Dış Borç	1.4	1.5	1.7	1.7	1.8	1.8	1.6	1.6	1.3
Birincil Açık	2.9	0.5	0.3	0.6	-0.9	-0.3	-0.8	2.1	0.4
Enflasyon <sup>b</sup>	50.3	43.2	29.6	32.0	68.3	69.6	53.1	55.3	61.4
Enflasyon Etkisi <sup>c</sup>	1.6	1.7	1.3	1.8	3.0	3.5	2.9	3.3	5.7
Reel Faiz									
Ödemeleri <sup>d</sup>	0.8	0.7	2.0	2.1	1.9	1.3	2.1	2.0	-0.5
Enflasyon Düzeltmeli									
Bütçe Açığı	3.7	1.2	2.3	2.7	1.0	1.0	1.3	4.1	-0.1

*Kaynak:* Maliye ve Gümrük Bakanlığı ve DPT verileri kullanılarak hesaplanmıştır.

<sup>a</sup> İkinci satırdaki oranlar yeni GSMH serisine göre hesaplanmıştır.

<sup>b</sup> Toptan Eşya Fiyatları Endeksi.

<sup>c</sup> Enflasyon karşılığı ödenen faiz.

<sup>d</sup> Toplam borç dikkate alınmıştır.

**Tablo 3**  
Konsolide Bütçe Nakit Açığı Finansmanı (yüzde olarak paylar)

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Dış Borçlanma	32.5	-24.8	-0.4	-10.3	7.6	5.0	0.03	5.4	7.1
(net)									
İç Borçlanma	41.0	75.6	71.2	70.2	69.3	74.6	79.9	47.5	70.8
(net)									
Merkez Bankası	18.5	29.1	14.0	13.8	16.6	5.6	2.7	33.8	31.3
(net)									
Diğer	8.0	16.1	13.2	26.3	6.5	13.9	17.1	13.3	-9.2

*Kaynak:* Maliye ve Gümrük Bakanlığı ile Merkez Bankası verileri.

**Tablo 4**  
Kamu Finansman İhtiyacı ve Kaynak Kullanımı (cari fiyatlarla, milyar TL)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
I. Finansman İhtiyacı	1603	2566	3941	8141	12354	31737	55623
A. Nakit Açığı	764	1197	3255	3797	5448	8968	15680
B. Ana Para Geri Ödemeleri:							
– İç Borç	793	1149	1383	3001	4581	9231	20249
– Dış Borç	764	1197	2355	3797	5448	8968	15680
II. Borçlanma							
– İç Borçlanma	1937	2958	4205	8400	14455	24300	59635
Tahvil	1269	2045	3816	8983	12523	11510	35657
Hazine Bonosu (net)	668	913	389	417	1932	12790	23978
– Kısa Vadeli Avans	257	355	675	457	331	10719	17411
– Diğer	208	668	268	1111	2108	4228	-5107
– Dış Borçlanma	758	931	2531	3393	3489	10689	19613
III. Borç Faizi	1331	2266	4978	8259	13966	24073	40298
– İç Borç	649	1260	3159	5115	9613	16806	34098
– Dış Borç	682	1006	1819	3144	4353	7267	6200

*Kaynak:* Maliye ve Gümrük Bakanlığı, Bütçe ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü (1993), Aylar İtibariyle Konsolide Bütçe Gider ve Gelir Gerçekleşmeleri (1957-1993), sayı: 1993/11 ve Bütçe Gerekçeleri verileri düzenlenerek tablo oluşturulmuştur.

yüksek oranına ulaştığı gözlenmektedir. 1992 yılında ise enflasyondan arındırılmış bütçe açığı negatif değer almaktadır, bir başka ifadeyle çok düşük düzeyde de olsa bütçe fazlası ortaya çıkmaktadır. Aynı doğrultuda 1988-90 kesitinde negatif değer alan birincil açığın 1991 yılında pozitif değere kaydığı saptanmaktadır. 1992'de ise birincil açık önemli ölçüde azalmıştır.

İç borçlanmanın tırmanmasına koşut olarak Merkez Bankası kaynaklarına başvurunun azaldığı gözlenmektedir. Nitekim Bankanın nakit açığı finansmanındaki payı 1981'de % 103.5 iken, 1990'da % 2.7 olarak gerçekleşmiştir. Ancak 1991 ve 1992'de Merkez Bankası kaynaklarına yeniden hızlı bir dönüş söz konusudur. Nitekim 1991-92'de Hazinesinin Merkez Bankasından çektiği avansların gelişimi tahvil ve hazine bonosunun artışı ile karşılaştırıldığında (Tablo 4) durum aydınlanmaktadır. Söz konusu eğilim Merkez Bankası kaynaklarına yönelmenin salt nakit dengesini

sağlamak amacına sahip olmadığını, bunun ötesinde avansların bir ödünç aracı olarak değerlendirildiğine işaret etmektedir.

Yaptığımız saptamalara dayanarak dış ve iç borçlanmanın yanısıra monetizasyonun enflasyon ile olan bağlantılarını daha somut biçimde ortaya koymak olanaklı gözükmektedir.

a) Dış borçlanma artmış ve ilgili oranlarda genel olarak bozulmalar ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda dış borç servisinin tırmanması söz konusudur. Örneğin servis tutarı 1991'de 7525 milyon dolar (anapara: 4095, faiz: 3430 milyon dolar), 1992'de ise 8088 milyon dolardır (anapara: 4871, faiz: 3217 milyon dolar). GSMH'nin % 5'ini oluşturan borç servisi ve ihracat gelirlerinin % 20'sine denk düşen faiz ödemelerinin, servisin gerçekleştirilmesi aşamasında yalnızca dış ödemelere ilişkin boyutlara sahip olmadığı, iç kaynaklar üzerinde de etki yarattığı gözlenmektedir. Bu bağlamda Tablo 4'deki veriler iç borçlanmadaki tırmanışı net olarak ortaya koymaktadır. Ancak iç borçlanmaya yönelme dış kaynak arayışının terkedildiği anlamına gelmemektedir. Nitekim seksenli yılların sonlarına doğru uygulamaya konulan düşük kur politikası, yüksek faiz uygulamasıyla desteklenerek dış kaynak sağlanmaya çalışılmıştır. Bu uygulamayla, kamu tasarruflarının ciddi biçimde erimesi ve doksanlı yıllarda kamunun harcanabilir geliriyle salt tüketim harcamalarını finanse edebilmesi biçiminde beliren tıkanıklığın aşılması doğrultusunda "sıcak para" girişi hızlanmıştır. Bu konjonktürde kamunun tahvil ihracının giderek önem kazandığı saptanmaktadır: 1983 yılında kümülatif olarak 500 milyon dolara ulaşan tahvil ihracı, 1987'de 2.5 milyar doları, 1993'de ise tahmini olarak 12 milyar doları aşmıştır (Dış Borç Bülteni, 1992 ve Hazine Aylık Göstergeleri, Mart 1994). Ancak bu uygulama dışarıya net kaynak transferini hızlandırdığı gibi, yüksek faiz politikası nedeniyle enflasyonist baskının artmasında rol oynamıştır. Türkiye gibi işletme sermayesinin krediyle finanse edildiği ve yüksek enflasyonun hüküm sürdüğü ekonomilerde faiz, maliyetin önemli bir ögesi olmakta ve fiyat artışlarını beslemektedir.

b) Daha önce vurgulandığı üzere 1981-90 kesitinde Merkez Bankası kaynaklarına giderek daha az başvurulduğu, bağlı olarak monetizasyonun düşürüldüğü gözlenmektedir. İlk bakışta enflasyonist baskının kırılması için bu yöntem rasyonel gözükmektedir, ancak iç borçlanmanın kısa vadeli olmasının yanısıra yüksek nominal ve reel faiz üzerinden gerçekleştirilmesi, ikamenin sağlıklı olmadığına işaret etmektedir. Türkiye'de kamu borçlanma kağıtlarından elde edilen gelirin (faizlerin) incelenen dönemde vergiye tabi olmaması söz konusu araçların (vergi sonrası) getirisini artırmaktadır. Bu durumda bankalar ve diğer anonim şirketler net gelirlerini artırmak için tahvil ve hazine bonusu almaktadırlar. Nitekim TÜSİAD'a göre, "Bir

bankanın Hazine bono-tahvil faiz gelirleri, vergi öncesi kârını aştığı sürece, o bankanın geliri üzerinden vergi ödemesi için hiçbir neden kalmamaktadır" (TÜSİAD, 1987: 28). Sonuçta vergiden kaçınma ortaya çıkmakta, devlet vergilendirmesi gereken kaynakları vergilendirmediği gibi, bu kaynaklara sahip kesimlere ve gruplara yüksek pozitif faiz nedeniyle rant aktarmaktadır. Bu süreç bütçe ve kamu açıklarını artırmakta ve kısa vadeli borçlanma kaçınılmaz olmaktadır.

c) Devlet senoraj yoluyla, bir başka deyişle reel para talebindeki artışa bağlı olarak, enflasyonist baskıya yol açmaksızın gelir elde etmek olanağına sahiptir. Reel para talebi enflasyona bağlı olduğu için, enflasyonist baskı azaldıkça reel para talebi de artacak ve böylece senoraj gelirleri de artacaktır (Tanzi, 1977; Uygur, 1992):

$$S/GSMH = (M/GSMH).rh \quad (3)$$

Burada, S: senoraj; M: parasal taban; rh: parasal tabandaki reel artıştır (yüzde olarak).

Parasal genişlemenin sağladığı toplam gelire ulaşmak için ise enflasyon vergisini de dikkate almak gereklidir:

$$Tp/GSMH = (M/GSMH).p \quad (4)$$

Denklemden, Tp: enflasyon vergisi; p: fiyat artışıdır.

Monetizasyonun sağladığı toplam gelirin (St) GSMH'ye oranı ise aşağıdaki denklem aracılığıyla elde edilmektedir:

$$S/GSMH = (M/GSMH).rh + (M/GSMH).p \quad (5)$$

Yukarıdaki denklemler ve Merkez Bankası verileri kullanılarak yapılan hesaplamalar sonucunda 1984-92 dönemi için öncelikle enflasyon vergisi serisi oluşturulmuştur. Enflasyon vergisinin GSMH'ye oranı (yüzde olarak) aşağıdaki gibidir:

1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
6.0	5.0	4.0	4.7	6.9	7.0	4.4	4.4	6.3

Yukarıdaki enflasyon vergisi brüttür; henüz enflasyonun vergi gelirlerinde yol açtığı erozyon hesaplanmamıştır. Bu nedenle enflasyon vergisinin reel boyutunun ortaya konulması gereklidir. Söz konusu etkiyi belirlemek için öncelikle vergi tahsilatındaki ortalama gecikmeyi bulmak gereklidir. Bu hesaplamada konsolide bütçe gelirleri içinde önemli paylara sahip olan vergiler dikkate alınmıştır. Gelir vergisi, kurumlar vergisi, KDV ve dış ticaretten alınan vergilerin toplamının konsolide bütçe toplam vergi gelirleri içindeki payı 1984-92 kesitinde ortalama %84.6'dır (gelir vergisi: %38.1; kurumlar vergisi: %12.7; KDV: %28.2; dış ticaretten alınan vergiler: %5.6). Dikkate alınan vergiler içinde gelir vergisinin payı %45 olup, verginin 2/3'ü kaynağa kesilmekte, 1/3'ü ise beyanname usulü ile ödenmektedir. Vergi tahsilatında görülen gecikme ise sırasıyla 1.5 ve 12.5 aydır. Kurumlar vergisinin payı %15 olup 13.5 aylık bir gecikme söz konusudur. KDV'nin toplam gelir içindeki payı %33.3'tür ve 1.5 aylık bir gecikme görülmektedir. Dış ticaretten alınan vergilerin payı %6.6 olup hiç gecikme olmadığı kabul edilmektedir. Tüm vergiler için gecikmenin ağırlıklı ortalaması 4.98, veya yaklaşık olarak 5 aydır.

Tablo 5 enflasyon ile vergi tahsilatındaki gecikmelerin reel vergi gelirleri üzerindeki etkilerini göstermektedir.

Tablo'da vergi tahsilatındaki gecikme süresi hesaplandıktan sonra her (aylık) enflasyon oranında reel vergi geliri kaybı ortaya konulabilmektedir. Bu hesaplama yapılırken vergi sisteminin fiyat esnekliğinin birime eşit olduğu varsayılmaktadır. Örneğin 1984 yılında aylık ortalama fiyat artışı %4.2'dir. Beş aylık tahsilat gecikmesi temelinde, enflasyon 1 TL'lik vergi gelirinin 0.814 TL'ye gerilemesine yol açmaktadır. Bir başka ifadeyle 0.186 lira tutarında bir reel kayıp söz konusudur. Bu oranın aynı yıldaki konsolide bütçe vergi gelirleri toplamı/GSMH oranı ile çarpılması sonucunda makro düzeydeki etki bulunmaktadır. 1984'de vergi gelirlerinin GSMH'ye oranı %12.9 olduğu için reel vergi kaybı %2.4 olarak bulunmaktadır. Enflasyonun sağladığı getirinin GSMH'ye oranı da %6 olduğuna göre sonuçta enflasyonun net etkisi veya monetizasyonun GSMH'ye oranı %3.6 olarak hesaplanmaktadır. Aşağıda yer alan Tablo 6'da yıllar itibarıyla reel vergi kaybı ve parasallaştırma etkisi gösterilmektedir.

Tablodaki rakamlara göre enflasyon vergisinin GSMH'ye oranı, brüt olarak, %4 ile 7 arasında oynamaktadır. 1992'de 1990-91 kesitine göre önemli bir artışın olduğu gözlenmektedir. Reel vergi kaybı 1989'da %29.6 ile maksimum düzeye ulaşmış, 1990'da azalarak %19 olmuştur. Ancak 1992 yılı için söz konusu oran %21.6 olarak belirlenmiştir. Reel vergi kaybının konsolide bütçe vergi gelirleri toplamı/GSMH ile çarpımı sonucunda elde edilen reel vergi kaybı/GSMH oranı ise makro platformdaki kaybın

**Tablo 5**  
Enflasyon ve Vergi Tahsilatındaki Gecikmelerin Reel Vergi Gelirleri  
Üzerindeki Etkileri

Aylık Ortalama Enflasyon Oranı	Vergi Tahsilatındaki Aylık Gecikmeler					
	0	1	2	3	4	5
0	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
1.0	1.000	0.990	0.980	0.971	0.961	0.951
2.0	1.000	0.980	0.961	0.942	0.924	0.906
3.0	1.000	0.971	0.943	0.915	0.888	0.863
4.0	1.000	0.962	0.925	0.889	0.855	0.822
5.0	1.000	0.952	0.907	0.864	0.823	0.784
6.0	1.000	0.943	0.890	0.840	0.792	0.747

boyutlarını göstermektedir. 1988'de sıçrama gösteren oran, 1992'de % 4'e yaklaşmıştır. 1992'de konsolide bütçe vergi gelirleri/GSMH oranının % 18.3 olduğu dikkate alınır, reel vergi kaybının toplam vergi gelirlerinin %22'sini aştığı saptanabilmektedir. Sonuçta parasallaştırma/GSMH oranı veya bütçe açığının Merkez Bankası tarafından finanse edilmesine bağlı olarak ortaya çıkan net enflasyon vergisi 1984-89 kesitinde % 2.2 ile % 3.6 arasında değişmektedir. Doksanlı yılların başlarında % 1'in altına inen parasallaştırma oranının 1992'de yükselerek % 2.4'e ulaştığı görülmektedir. 1992'de net enflasyonist etkinin veya bir başka deyişle, enflasyon vergisinin GSMH'ye oranı ile konsolide bütçe vergi gelirlerinin GSMH'ye oranı karşılaştırıldığında % 13'lük bir sonuca ulaşılmaktadır. Dolayısıyla her ne kadar enflasyon vergisinin GSMH'ye oranı düşük gözükse de, toplam vergi gelirlerine oranı yüksektir.

## 5. Sonuç

Bütçe açığı ve/veya kamu açığı ile enflasyon arasındaki bağlantıların analizi, finansman yöntemlerinin öncelikle ele alınmasını gerektirmektedir. Açık ile enflasyon arasındaki çift yönlü bağlantıların incelenmesi, ortaya çıkan etkilerin iktisadi ve finansal yapılara göre değiştiğini göstermektedir. Açıkların enflasyonun ana nedeni olarak değerlendirilmesi daha karmaşık olan sorunların ele alınmasını engellememelidir. Bir başka deyişle, uluslararası düzeyde doğrudan bir ilişkinin veya neden-sonuç ilişkisinin bulunduğunu ileri sürmek güç gözükmektedir. Türkiye ekonomisine ilişkin

**Tablo 6**  
Enflasyon Vergisi ve Reel Vergi Kaybı

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Enflasyon									
Vergisi/GSMH	6.0	5.0	4.0	4.7	6.9	7.0	4.4	4.4	6.3
Konsolide Bütçe Vergi									
Gelirleri/GSMH	12.9	13.8	15.2	15.5	14.1	15.0	15.8	17.3	18.3
Reel Vergi Kaybı <sup>a</sup>	18.6	16.2	11.6	12.5	24.2	29.6	19.4	20.1	21.6
Reel Vergi Kaybı/ GSMH <sup>b</sup>	2.4	2.2	1.8	1.9	3.4	3.7	3.1	3.5	3.9
Net Enflasyon									
Vergisi/GSMH	3.6	2.8	2.2	2.8	3.5	3.1	1.3	0.9	2.4

a Makro platformda, yüzde olarak

b Tanzi etkisi

bulgular ise, incelenen dönemde monetizasyonun etkisinin Latin Amerika ekonomilerine göre daha düşük olduğuna işaret etmektedir. Ancak tüm "yakınlıklar"a karşın % 50 ile 60 arasında değişen enflasyon düzeylerinde "rizikolu bir denge"nin arandığı söylenebilir. Bu açıdan enflasyon karşıtı resmi söylem gerçekçi gözükmemektedir. Bu bağlamda asıl sorun enflasyonist baskının giderek artması sonucunda daha yüksek enflasyon oranlarında "denge" (!) aranması veya hiperenflasyona kayılmasıdır. Bu olgu kamu kesimi açıkları yönünden ele alındığında, enflasyon vergisiyle gelir sağlamanın var olan ortamda pek olanaklı olmadığı, özellikle de TL'nin ikame edilebilmesinin söz konusu kolaycı çözümü geçersiz kıldığı sonucuna ulaşılmaktadır. Bu saptamalar bütçe/kamu açıklarının finansmanı için kalıcı çözümlere ulaşmanın gerekli olduğuna işaret etmektedir. Kalıcı çözüm ise borçlanma ve/veya monetizasyonda değil vergi gelirlerini artırmakta aranmalıdır. Bu çerçevede vergilendirilmeyen kesimleri ve grupları mutlaka vergilendirecek kapsamlı bir düzenlemenin yapılması gerekli gözükmemektedir.

### Kaynaklar

- ATKINSON, P.E., BLUNDELL-WIGNALL, A. ve CHOURAQUI, J-C. (1983), "Budget Financing and Monetary Targets, with Special Reference to the Seven Major OECD Countries", *Economie et Société*, Serie MO, 4, 1057-96.
- BACHE, P. ve JOURET, P. (1992), "Le Budget de la Communauté après Maastricht", *Problèmes Economiques* (2200), 25-30.
- BARRO, R.J. (1974), "Are Government Bonds Net Wealth", *Journal of Political Economy*, 82, 1095-1118.
- (1979), "On the Determination of Public Debt", *Journal of Political Economy*, 87, 940-71.
- BRUNNER, K. ve MELTZER, A.H. (1972), "Money, Debt and Economic Activity", *Journal of Political Economy*, 80, 951-77.
- BUREAU, D. ve CHAMPSAUR, P. (1992), "Fédéralisme Budgétaire et Unification Economique Européenne", *Problèmes Economiques*, (2290), 20-25.
- CAGAN, P. (1956), "The Monetary Dynamics of Inflation", in Milton Friedman (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago: University of Chicago.
- CHOURAQUI, J-C. ve PRICE, R. (1984), "Medium Term Financial Strategy: The Coordination of Fiscal and Monetary Policies", *OECD Economic Studies*, 2, 7-48.
- CHOURAQUI, J-C., JONES, B. ve MONTADOR, R.B. (1986), "La Dette Publique dans une Perspective à Moyen Terme", *Revue Economique de l'OECD*, 7, 111-65.
- CROUSHORE, D. (1992), "Coûts et Avantages de la Desinflation", *Problèmes Economiques*, 230, 3-11.
- JUDD, J.P. ve SCADDING, J.L. (1981), "The Search for a Stable Money Demand Function: A Survey of the Past 1973 Literature", *Journal of Economic Literature*, 20, 993-1023.
- OECD, (1982), *Financement du Déficit Budgétaire et Contrôle Monétaire*, Paris: OECD.
- (1992), *Perspectives Economiques*, (51) Aralık.
- (1993), *Perspectives Economiques*, (52) Haziran.
- OXLEY, H. ve MARTIN, J.P. (1992), "La Maîtrise des Dépenses et et du Déficit des Administrations Publiques: Tendances des Années Quatre-Vingts et les Perspectives pour les Années Quatre-Vingts-Dix", *Problèmes Economiques*, (2293), 9-17.
- POZZO DI BORGO, A. (1993), "Inflation et Croissance au cours des Vingt Dernières Années: Quelques Comparaisons Internationales", *Problèmes Economiques*, (2318), 7-9.
- REISEN, H. ve VON TROTENBURG, A. (1988), *Le Problème Budgétaire et la Question*



*du Transfert*, Paris: OECD.

- SÖNMEZ, S. (1993), "Kamu Kesimi Açığı ve Enflasyon Arasındaki Bağlantılar Üzerine Bazı Gözlemler", *Ekonomik Yaklaşım*, 4(8), 45-64.
- STERDYNIK, H. ve VILLA, P. (1977), "Du Coté de l'Offre de Monnaie", *Annales de l'INSEE*, 24, 154-67.
- TANZI, V. (1977), "Inflation, Lags in Collection and the Real Value of Tax Revenues", *IMF Staff Papers*, 24(1), 154-67.
- (1992), "Fiscal Policy and Economic Reconstruction in Latin America", *World Development*, 20(5), 641-57.
- TRUQUET, J. (1983), "Liquidite Bancaire et Création Monétaire. Incidence de la Mobilisation des Bons du Trésor", *Banque*, 430, 8-17.
- TÜSİAD, (1987), *İç Borçlanma*. İstanbul.
- UYGUR, E. (1992), "Enflasyon, İstikrar Programı ve Büyüme", *Görüş*, (Ocak), 63-72.
- VAUGHN, K.I. ve WAGNER, R.E. (1992), "Public Debt Contraversies: An Essay in Re-conciliation", *Kyklos*, 45, 37-49.

### Abstract

#### Budget deficit financing and inflation

This paper studies the implications of budget/public deficit financing on inflation both on theoretical grounds and with respect to the situation in major industrialized countries and new industrializing economies (leading Latin American countries and Turkey). Within this framework, the impacts of external borrowing, internal borrowing and monetisation as methods of deficit financing are analysed. For Turkey, inflation tax, seigniorage and Tanzi effect are calculated. This study shows that it is very difficult to establish a direct casual link between budget deficit and inflation; deficit financing policies and financial and economic structures are rather decisive on inflation.