

## AZERBAIJAN DEVLET BORÇLANMASININ MAKROEKONOMİK PERSPEKTİVDEN DEĞERLENDİRİLMESİ

### EVALUATION OF AZERBAIJAN STATE BORROWING FROM A MACROECONOMIC PERSPECTIVE

**Amin Rashidov**

Nahçıvan Devlet Üniversitesi, Nahçıvan Azerbaycan

aminrashidov78@gmail.com

#### Özet

Bu çalışma, kamu borcunun makroekonomik göstergeler ve ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini Azerbaycan örneğinde incelemektedir. Kamu borcu, hükümetlerin altyapı yatırımları, sosyal programlar ve ekonomik kalkınma projelerini finanse etmek için başvurduğu önemli bir araçtır. Ancak, yüksek borç seviyeleri faiz oranlarını artırabilir, özel yatırımları dışlayabilir ve mali sürdürülebilirlik riskleri doğurabilir. Azerbaycan gibi doğal kaynakları zengin ekonomilerde, kamu borcunun yönetimi, küresel emtia fiyatlarındaki dalgalanmalara bağlı olarak daha da karmaşık bir hale gelmektedir. Çalışmada, kamu borcu ile faiz oranları arasındaki ilişki ve bunun ekonomik büyüme üzerindeki etkileri ele alınarak, borç yönetiminin sürdürülebilir kalkınma açısından kritik olduğu vurgulanmaktadır. Azerbaycan'ın ekonomik çeşitlenme hedefleri doğrultusunda, borçla finanse edilen yatırımların etkin planlanması ve yönetilmesi gerekliliği öne çıkmaktadır.

*Anahtar Kelimeler: Kamu borçlanması, enflasyon, faiz oranı, makroekonomik göstergeler, Azerbaycan ekonomisi*

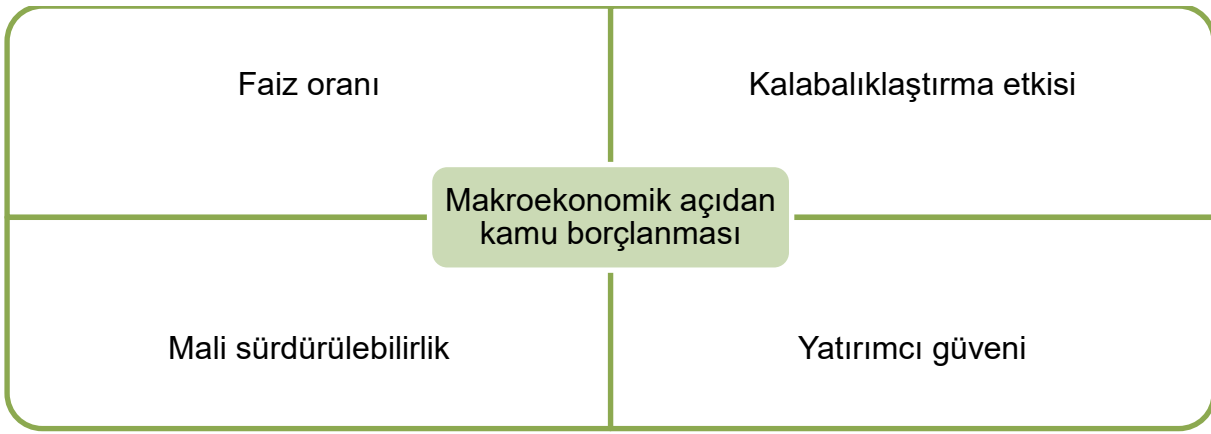
#### Abstract

This study examines the effects of public debt on macroeconomic indicators and economic growth in the case of Azerbaijan. Public debt is an important instrument used by governments to finance infrastructure investments, social programs and economic development projects. However, high debt levels can increase interest rates, crowd out private investment and pose fiscal sustainability risks. In natural resource-rich economies such as Azerbaijan, the management of public debt is further complicated by fluctuations in global commodity prices. In this study, the relationship between public debt and interest rates and its impact on economic growth are discussed, emphasizing that debt management is critical for sustainable development. In line with Azerbaijan's economic diversification goals, the need for effective planning and management of debt-financed investments comes to the fore.

*Keywords: Public borrowing, inflation, interest rate, macroeconomic indicators, Azerbaijan economy*

## Giriş

Kamu borcu bir ülkenin maliye politikasında önemli bir rol oynar ve dinamikleri ekonomik büyüme, faiz oranları ve enflasyon gibi temel makroekonomik göstergeleri önemli ölçüde etkiler. Azerbaycan gibi doğal kaynaklar açısından zengin ancak ekonomilerini çeşitlendirme sürecinde olan ülkelerde kamu borç yönetimi ve sonuçları büyük önem taşımaktadır. Çeşitliliğe duyulan ihtiyaç nedeniyle hükümetler altyapı geliştirmelerini, sosyal programları ve diğer önemli yatırımları finanse etmek için sıklıkla borçlanmaya başvururlar. Kamu borcu ile makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin anlaşılması, istikrarı ve sürdürülebilir kalkınmayı teşvik eden sağlam ekonomik politikalar oluşturmak için önemlidir. Makroekonomik açıdan kamu borçlanmasının faiz oranları, dışlama etkileri, mali sürdürülebilirlik ve yatırımcı güveni açısından değerlendirilmesi gerekir (Grafik 1).



Grafik 1. Makroekonomik açıdan kamu borçlanması

Kaynak: Yazarın araştırması sonucunda hazırlanmıştır.

Grafik 1'deki verilere göre, makroekonomik açıdan kamu borcu, bir hükümetin alacaklılarına borçlu olduğu toplam para miktarıdır. Bunlara hem iç borçlar hem de dış borçlar dahildir. Kamu borcu, hükümetlerin harcama ve yatırım programlarını finanse etmeleri için önemli bir araçtır. Ancak kamu borcunun yüksek seviyelerde olması ekonomi üzerinde ciddi etkilere yol açabilir. Kamu borcunun makroekonomik perspektifine ilişkin bazı düşünceler şunlardır:

- Faiz oranı: Kamu borcunun en önemli etkilerinden biri faiz oranları üzerindeki etkisidir. Hükümet borç aldığı anda, kredi talebi artar, bu da faiz oranlarını yükseltebilir. Yüksek faiz oranları özel yatırım ve tüketimin azalmasına yol açabilir, bu da ekonominin yavaşlamasına neden olabilir. Örneğin Yunanistan'da kamu borcunun yüksek olması faiz oranlarının artmasına yol açtı.
- Kalabalıklaştırma etkisi: Kamu borcunun olası bir diğer sonucu da kalabalık etkisidir. Devlet borç aldığı anda, kredi için özel sektörle rekabet eder. Bu durum, işletmelerin kredi almasını zorlaştırabileceğinden özel yatırımlarda düşüşe yol açabilir. Uzun vadede bu durum ekonomik büyümenin yavaşlamasına yol açabilir. Örneğin, ABD'de kamu borcunun yüksek seyretmesi, özel yatırımların azalmasına ve ekonomik büyümenin yavaşlamasına yol açtı.
- Mali sürdürülebilirlik: Kamu borcu aynı zamanda hükümetin mali sürdürülebilirliğini de etkileyebilir. Başka bir deyişle, eğer bir hükümetin borcu yüksekse, gelecekteki harcama programlarını finanse etmekte zorluk çekebilir. Bu, kırılması zor bir borç ve borçlanma

döngüsüne yol açabilir. Örneğin Japonya'da kamu borcunun yüksek seviyelerde olması, ülkenin gelecekteki harcama programlarını finanse etme kabiliyeti konusunda endişelere yol açtı.

- Yatırımcı güveni: Kamu borcu, yatırımcıların hükümete olan güvenini de etkileyebilir. Yatırımcılar hükümetin borcunu ödeyemeyeceğine inanırsa, artan riski telafi etmek için daha yüksek faiz oranları talep edebilirler. Bu durum, hükümetin borçlanma maliyetlerini daha da artırabilir ve yatırımcı güveninin azalmasına yol açabilir. Örneğin Arjantin'de kamu borcunun yüksek olması 2001 yılında bir temerrüde yol açmış, bunun ekonomi üzerinde ciddi sonuçları olmuştur.

Kamu borcunun makroekonomik perspektifi, dikkatli bir değerlendirme gerektiren karmaşık bir konudur. Kamu borcu, hükümetlerin harcama programlarını finanse etmeleri için önemli bir araç olabilirken, yüksek borç seviyeleri ekonomi üzerinde ciddi etkilere sahip olabilir. Hükümetler, kamu borcunun yararlarını potansiyel risklerle dengelemeli ve kamu borcunun uzun vadede sürdürülebilir kalmasını sağlayacak adımlar atmalıdır.

Azerbaycan'ın kamu borç durumu, ülkenin petrol ve doğalgaz gelirlerine büyük ölçüde bağımlı bir ekonomiden, tarım, imalat ve hizmetler de dahil olmak üzere daha çeşitli sektörleri geliştirmeyi hedefleyen bir ekonomiye geçiş sürecinde olması nedeniyle özellikle ilgi çekicidir. Bir hükümetin kamu borcunu yönetirken aynı zamanda ekonomik çeşitliliği destekleme becerisi, bir ülkenin büyüme eğilimi, para biriminin istikrarı ve genel enflasyon seviyeleri üzerinde büyük bir etkiye sahip olabilir. Bu etkileşimler sadece kısa vadeli ekonomik sonuçlar açısından değil, aynı zamanda Azerbaycan'ın mali ve parasal sistemlerinin uzun vadeli sürdürülebilirliği açısından da önemlidir.

Kamu borcunun ekonomik büyüme üzerindeki etkisi çok yönlü bir konudur. Öte yandan borçlanma, kritik altyapı, eğitim ve sağlık gibi alanlara yatırım yapmak için bir araç olarak kullanılabilir ve bu da büyümeyi teşvik edebilir. Ancak aşırı borçlanma aynı zamanda özel yatırımları dışlayabilir ve borç ödeme yükü nedeniyle gelecekteki ekonomik büyümenin azalmasına yol açabilir. Ayrıca borcun bileşimi, kısa veya uzun vadeli, dış veya iç borç olması, büyüme üzerindeki etkisini belirlemede önemli rol oynuyor. Azerbaycan'da kamu borcunun yapısı, ekonominin büyüme hızı ve bu borcun yönetimi, ülkenin genel kalkınma perspektifleri üzerinde önemli etki yaratabilir.

Azerbaycan'da kamu borcu ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki gerçekten karmaşıktır ve karmaşık bir biçimde etkileşim halinde olan çeşitli ekonomik mekanizmaları içermektedir. Belirtildiği üzere, yüksek kamu borcu düzeyleri, üretken sektörlere yatırım yapılması için gerekli kaynakların yönlendirilmesini engelleyerek ekonomik büyümeyi engelleyebileceği gibi, kamu borcunun stratejik kullanımı da uzun vadeli büyümeyi kolaylaştırabilir. Bu dinamiği anlamak, petrol ihracatının ötesinde ekonomisini çeşitlendirmeye çalışan Azerbaycan gibi doğal kaynaklar açısından zengin bir ülke için özellikle önemlidir.

Kamu borcunun ekonomik büyümeyi engellemesinin başlıca yollarından biri "kalabalıklaşma" etkisidir. Hükümet yoğun bir şekilde borçlandığında, mevcut sermaye için özel sektörle rekabet eder ve bu da daha yüksek faiz oranlarına yol açar. Bu durum, işletmelerin borçlanma ve yatırım yapma maliyetlerini artırıyor, bu da genel özel sektör yatırımlarını ve ekonomik faaliyeti azaltabiliyor. Hem faiz ödemelerini hem de anapara ödemelerini içeren kamu borç servisi de ulusal bütçenin önemli bir bölümünü kaplayabiliyor ve bu da altyapı, sağlık ve eğitim gibi alanlardaki kritik yatırımlar için daha az alan bırakıyor. Kaynaklardaki bu değişim ekonomik büyümede yavaşlamaya yol açabilir. Kumar ve Woo (2010) tarafından vurgulandığı üzere, yüksek düzeydeki kamu borcu, borç hizmet yükünü artırarak ve fonları üretken yatırımlardan uzaklaştırarak gelişmekte olan ekonomilerde büyümeyi potansiyel olarak

engelleyebilir. Yapılan araştırmalar kamu borcunun ekonomik büyüme üzerindeki olumsuz etkisinin, borç/GSYH oranının belirli bir eşiği aşmasıyla daha da belirginleştiğini gösteriyor.

Azerbaycan örneğinde, ülke tarihsel olarak petrol gelirlerini altyapı projelerinden sosyal programlara yatırımlara kadar çeşitli kalkınma projelerini finanse etmek için kullanmıştır. Bu yaklaşım, özellikle bu yatırımlar ekonominin üretim potansiyelinde iyileşmelere yol açarsa, kısa vadede ekonomik büyümeyi artırabilir. Ancak Reinhart ve Rogoff (2010) da dahil olmak üzere çeşitli bilim insanlarının da ileri sürdüğu gibi, kamu borç finansmanlı yatırımların etkinliği, bu fonların etkin bir şekilde tahsisine ve yönetilmesine bağlıdır. Hükümetin, yatırımlarda önemli getiri sağlayan yüksek etkili projeleri seçebilme yeteneği, bu yatırımlar için alınan borcun gelirlerde bir düşüşe veya yönetilemez bir borç yüküne yol açmamasını sağlamak açısından önemlidir. Örneğin, otoyollar, enerji santralleri ve toplu taşıma sistemleri gibi altyapı projeleri üretkenliği önemli ölçüde artırabilir, iş koşullarını iyileştirebilir ve ekonomik büyümeyi teşvik edebilir. Ancak bu projelerin, ekonomik fayda sağlamadan daha yüksek borç yüküne yol açabilecek kötü yönetim ve kaynak israfı riskinden kaçınmak için etkin bir şekilde uygulanması gerekiyor.

Ayrıca petrol fiyatlarının Azerbaycan ekonomisindeki rolü, kamu borcu ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi daha da karmaşık hale getiriyor. Ülke ekonomisinin büyük ölçüde petrol ihracatına bağımlı olduğu göz önüne alındığında, küresel petrol fiyatlarındaki dalgalanmaların hükümet gelirlerini önemli ölçüde etkilemesi mümkün. Petrol fiyatlarının yüksek olduğu dönemlerde, hükümetin mali sağlığını tehlikeye atmadan borçla finanse edilen yatırımlara girişme fırsatı daha fazladır. Ancak petrol fiyatlarının düşük olduğu dönemlerde petrol sektöründen elde edilen gelirler azaldığından, hükümetin borçlarını ödemesi zorlaşabiliyor. Bu durum, Azerbaycan'ın kamu borcunun sürdürülebilirliğini küresel emtia piyasalarındaki dış şoklara karşı hassas hale getiriyor. Alper ve Belen (2018) tarafından da gözlemlendiği üzere, Azerbaycan gibi doğal kaynak gelirlerine bağımlı ülkelerin, piyasa oynaklığı dönemlerinde aşırı yüklenmekten kaçınmak için kamu borcunu dikkatli yönetmeleri gerekmektedir.

Dolayısıyla Azerbaycan'ın önündeki zorluk sadece kamu borç düzeyini yönetmek değil, aynı zamanda borçla finanse edilen yatırımların sürdürülebilir, uzun vadeli ekonomik büyümeye yol açmasını sağlamaktır. Kamu borcunun büyümeyi hızlandırma potansiyeli olmakla birlikte, asıl belirleyici unsur borç alınan fonların üretken kullanımınıdır. Bu kaynaklar ülkenin altyapısını iyileştirecek, insan sermayesini güçlendirecek ve ekonomiyi çeşitlendirecek projelerin finansmanında kullanıldığında ekonomik genişlemeyi teşvik eden bir çarpan etkisi yaratabilir. Öte yandan borçla finanse edilen yatırımların uygunsuz yönetimi borç yükünü artırabilir ve büyümeyi engelleyebilir. Sonuç olarak, hükümetin kamu borcunu etkin bir şekilde planlama ve yönetme becerisi ile ülkenin petrol gelirlerinin yatırımına yönelik stratejik yönelim, kamu borcunun Azerbaycan'ın ekonomik büyümesi üzerindeki uzun vadeli etkisini belirleyen önemli faktörlerdir.

### **Kamu borcu ile makroekonomik bir gösterge olan faiz oranı arasındaki ilişki**

Öte yandan faiz oranlarıyla ilişkisi kamu borcuna yaklaşımı etkilemektedir. Azerbaycan'da kamu borcu ile faiz oranları arasındaki ilişki, mali politikalar, para politikası duruşu ve yerel ve uluslararası yatırımcıların algıları da dahil olmak üzere çeşitli ekonomik dinamiklerden etkileniyor. Kamu borcu seviyelerinin faiz oranlarını çeşitli şekillerde etkileme potansiyeli vardır; bu etkiler çoğunlukla egemen risk, enflasyon beklentileri ve genel yatırımcı güveni üzerindeki etkileri yoluyla gerçekleşir. Yüksek kamu borcu düzeyleri egemen riski artırıp faiz oranlarının yükselmesine yol açabilse de, Azerbaycan'ın özel bağlamı, özellikle ülke hem dış şoklarla hem de iç politika kararlarıyla boğuşurken, bu ilişkiye karmaşıklık katıyor.

Bir hükümet önemli miktarda kamu borcu biriktirdiğinde, yatırımcıların gözünde temerrüt veya mali istikrarsızlık olasılığı artar. Bu risk, yatırımcıların daha riskli olarak gördükleri varlıkları ellerinde tutmak için prim talep etmeleri nedeniyle, genellikle devlet tahvillerinde daha yüksek getiriler olarak yansır. Baum ve diğerleri. (2013) bu ilişkiyi incelemiş ve hükümetin borçlanma ihtiyacı arttıkça kamu borcundaki artışın uzun vadeli faiz oranlarının artmasına yol açabileceğini belirtmiştir. Daha yüksek borç seviyeleri sıklıkla mali stresin veya zayıflamış kredibilitenin bir işareti olarak yorumlanır ve bu nedenle yatırımcıları algılanan riskin telafisi olarak daha yüksek getiri aramaya yöneltir. Bu durum, kurumsal çerçevelerin henüz gelişmekte olduğu ve küresel petrol fiyatlarındaki dalgalanmalar gibi dış şoklara karşı kırılabilirliğin borçlanmayla ilgili riskleri artırabildiği gelişmekte olan piyasalarda ve ekonomilerde özellikle belirgindir.

Ancak, kamu borcu ile faiz oranları arasındaki ilişki her zaman görüldüğü kadar doğrusal değildir. Avro Bölgesi veya Japonya gibi birçok gelişmiş ekonomi, sürekli düşük faiz oranlarının yanı sıra yüksek kamu borcu seviyeleriyle karşı karşıya kaldı. Bu olgu, para politikası müdahaleleri, merkez bankası eylemleri ve genel yatırımcı güveni gibi faktörlerin faiz oranlarının belirlenmesinde önemli bir rol oynayabileceğini düşündürmektedir. Bu ekonomilerde merkez bankaları, yüksek kamu borcu seviyelerine rağmen borçlanma maliyetlerini düşük tutmaya yardımcı olan düşük faiz oranları ve niceliksel genişleme programları da dahil olmak üzere, genellikle gevşek para politikaları uyguladılar. Blanchard ve diğerlerine göre (2020) maliye politikasının tek başına bazı durumlarda daha yüksek faiz oranlarına yol açabilmesine karşın, merkez bankalarının enflasyon beklentilerini yönetme ve likidite sağlama konusundaki aktif rolü, birçok gelişmiş ekonomide yüksek kamu borcunun faiz oranları üzerindeki etkisinin azaltılmasına yardımcı olmuştur.

Azerbaycan'da kamu borcu ile faiz oranları arasındaki ilişki, ülkenin kendine özgü makroekonomik ve jeopolitik özellikleri nedeniyle özellikle nüanslıdır. Bu ilişkiyi etkileyen temel unsurlardan biri Azerbaycan Merkez Bankası'nın (AMB) rolü ve para politikası duruşudur. Merkez Bankası enflasyon beklentilerinin yönetilmesinde ve ulusal para biriminin istikrarının sağlanmasında önemli rol oynuyor, bu da yatırımcı güvenini ve faiz oranlarını etkiliyor. Yüksek kamu borcunun enflasyonist baskılara yol açabileceği durumlarda, Merkez Bankalarının para arzını sıkılaştırma veya faiz oranlarını artırma gibi politikaları dengeleyici bir güç olarak hareket ederek enflasyonun kontrol altına alınmasına ve faiz oranları üzerindeki yukarı yönlü baskının azaltılmasına yardımcı olabilir. Son yıllarda Merkez Bankası, enflasyon beklentilerini düzenlemeye ve para biriminin değer kaybetmesi veya mali sistemin riskini azaltmaya yardımcı olan sağlam ve şeffaf bir para politikası çerçevesinin sürdürülmesine odaklandı. Bu politika yaklaşımı, hükümetin kamu sektörü yatırımlarını ve sosyal programlarını finanse etmek için borçlanma ihtiyacını artırmaya devam etmesine rağmen, yüksek kamu borcunun faiz oranları üzerindeki doğrudan etkisinin önlenmesinde etkili olmuştur.

Ayrıca Azerbaycan'ın deneyimi, kamu borcu ile faiz oranları arasındaki ilişkinin şekillenmesinde yatırımcı algılarının önemini ortaya koymaktadır. Azerbaycan gibi kaynak zengini bir ekonomide, petrol fiyatlarının istikrarı ve öngörülebilirliği yatırımcı güveni üzerinde büyük etkiye sahiptir. Petrol fiyatları yüksek olduğunda Azerbaycan'ın mali durumu iyileşiyor ve yatırımcılar ülkeyi düşük riskli bir borçlu olarak görüyor, dolayısıyla faiz oranları üzerindeki yukarı yönlü baskı azalıyor. Öte yandan, son dönemde küresel petrol fiyatlarında yaşanan düşüşte görüldüğü gibi petrol fiyatları düştüğünde, hükümetin borcunu ödeme kabiliyeti sorgulanabilir ve bu da yatırımcıların talep ettiği faiz oranlarında artışa yol açabilir. Berument ve ark. tarafından yapılan çalışma (2021) petrol fiyat oynaklığının petrol bağımlı ekonomilerde risk primlerini nasıl etkilediğini inceliyor ve petrol fiyatlarındaki düşüşün hükümet gelirlerini ve döviz kurlarını azalttığı için hem hükümetler hem de özel sektör için borçlanma maliyetlerini

artırma eğiliminde olduğunu vurguluyor. Dış borçların yönetimi için olmazsa olmaz olan rezervler.

Azerbaycan'ın kamu borcunun faiz oranları üzerindeki etkisini hafifletebilme yeteneği aynı zamanda stratejik borç yönetimiyle de ilgilidir. Özellikle hükümetin, sabit faizli uzun vadeli krediler gibi uygun finansman koşulları sağlamaya odaklanması, yüksek borcun ülkenin borçlanma maliyetleri üzerindeki doğrudan etkisinin sınırlandırılmasında önemli rol oynamıştır. Azerbaycan, uygun koşullarda borçlanma sağlayarak, faiz oranlarının ülkenin kamu borcu seviyesindeki değişikliklere olan duyarlılığını azaltabilmiştir. Diğer bir deyişle, yüksek kamu borcu, egemen riske ilişkin endişeler nedeniyle faiz oranları üzerinde yukarı yönlü baskı yaratabilirken, Merkez Bankası'nın para politikası, hükümetin borç yönetim stratejileri ve ülkenin petrol gelirlerine olan bağımlılığı bu ilişkinin şekillenmesine yardımcı oluyor.

### **Devlet borçlanması ile enflasyon arasındaki ilişki**

Hükümetin borçlanma stratejisi faiz oranıyla birlikte doğrudan enflasyonla ilişkilidir. Azerbaycan'da kamu borcu ile enflasyon arasındaki ilişki karmaşıktır ve çeşitli yapısal ve politik faktörlerden etkilenmektedir. Kamu borcunun önemli düzeylerde olması, özellikle borcun merkez bankası aracılığıyla finanse edilmesi, yani borcun para birimine çevrilmesi durumunda, enflasyonist baskılara yol açma potansiyeline sahiptir. Bu süreç, merkez bankasının hükümet borcunu finanse etmek için daha fazla para basması durumunda gerçekleşir; bu durum ekonomideki para arzını artırabilir ve dolayısıyla fiyatlar üzerinde yukarı yönlü baskı yaratabilir. Dünya Bankası (2020), enflasyon şoklarının gelişmiş ekonomilerde kamu borcu/GSYİH oranı üzerinde derin bir etkiye sahip olabileceğini, çünkü yüksek enflasyonun borcun gerçek değerini azaltabileceğini ve bunun da borcun sürdürülebilirliğini geçici olarak iyileştirebileceğini belirtmektedir. Ancak bu etkinin iki yönlü olması da mümkün; çünkü sürekli enflasyon satın alma gücünü zayıflatıyor, tasarrufları azaltıyor ve daha yüksek faiz oranlarına yol açabiliyor; bunların hepsi de ekonomik bozulmalara yol açıyor.

Azerbaycan bağlamında, kamu borcunun enflasyon üzerindeki etkisi büyük ölçüde hem borcun yapısına hem de daha geniş ekonomik ortama bağlıdır. Önemli bir faktör de borcun yerel para mı yoksa yabancı para mı olduğudur. Kamu borcunun büyük bir kısmının yabancı para cinsinden olması durumunda, döviz kuru dalgalanmaları borç ödeme maliyetlerini önemli ölçüde etkileyebilmektedir. Ulusal para biriminin (manat) değer kaybetmesi, hükümetin borç yükümlülüklerini yerine getirmesinin daha pahalı hale gelmesi nedeniyle döviz cinsinden borç yükünün artmasına neden oluyor. Borç servis maliyetlerindeki bu artış, özellikle merkez bankasının para arzını artırmak veya para birimini korumak için faiz oranlarını artırarak yanıt vermesi durumunda, enflasyonist baskılara yol açabilir. IMF (2021), kamu borcundaki bu tür para birimi uyumsuzluklarının dış borca bağımlı ekonomiler için kritik bir kırılganlık oluşturduğunu savunuyor.

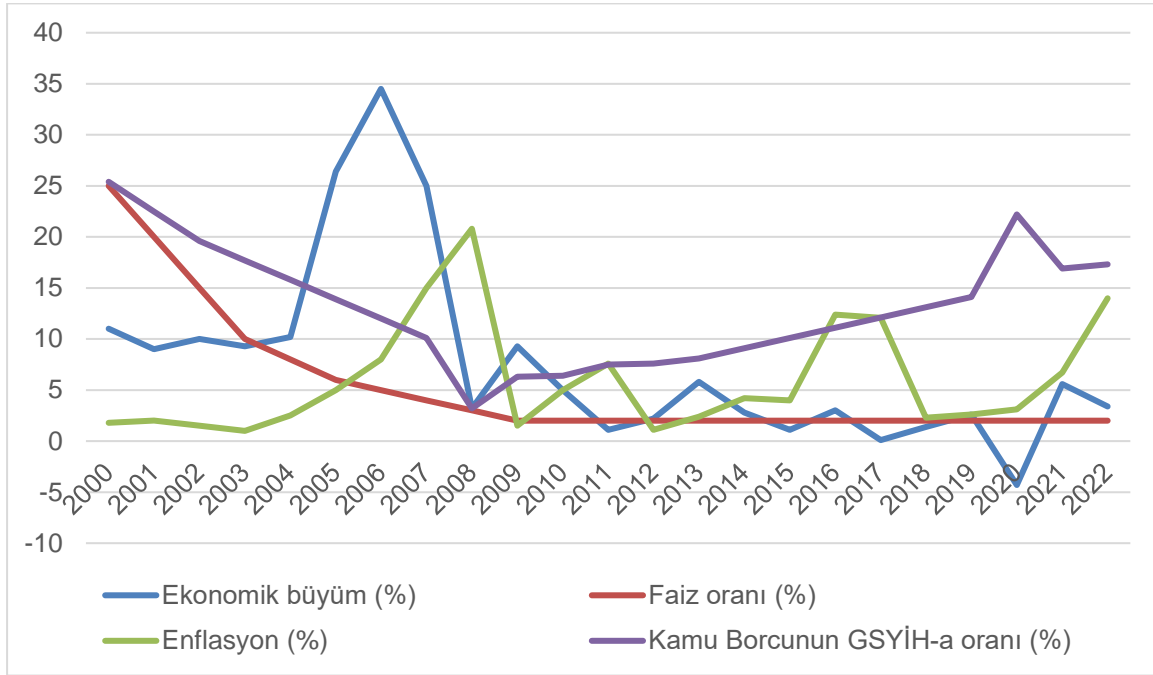
Hükümetin bütçe açıklarını finanse etmek için para basmaya başvurması durumunda da enflasyonist baskılar ortaya çıkabilir; Bu senaryo, kamu borcunun yüksek olduğu birçok ekonomide yaşandı. Azerbaycan örneğinde, hükümet özellikle Dünya Bankası ve Asya Kalkınma Bankası (ADB) gibi uluslararası kuruluşlardan olmak üzere dış borçlanmaya büyük ölçüde bağımlı olsa da, yerel para birimi araçlarında yüksek düzeydeki iç borç, eğer gerekli önlemler alınmazsa enflasyon risklerini de artırabilir. Dikkatlice yönetildi. . Azerbaycan Merkez Bankası'nın (2021) yıllık raporlarına göre, ülkenin nispeten düşük iç borç seviyesi ve dış borçlanmaya odaklanması, son yıllarda bu tür risklerin azaltılmasına yardımcı oldu. Ancak hükümet daha büyük altyapı projelerini ve ekonomik çeşitlendirme programlarını finanse etmeye çalıştıkça, dış ve iç borç arasındaki denge değişebilir ve bu durum enflasyon açısından potansiyel sonuçlar doğurabilir.

Merkez bankasının para politikası çerçevesi, kamu borcunun yüksek seviyeleriyle ilişkili enflasyon risklerinin yönetilmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Azerbaycan Merkez Bankası (CBA), enflasyon hedeflemesi konusunda nispeten temkinli bir duruş sergiliyor ve açıkça fiyat istikrarına odaklanıyor. Merkez Bankası, enflasyon beklentilerini yönetmek ve manatın değerini desteklemek amacıyla faiz oranı ayarlamaları ve döviz müdahaleleri de dahil olmak üzere para politikası stratejisinde bir dizi araç kullanıyor. ECB'nin stratejisinin önemli bir yönü, gerçek enflasyon oranını etkileyebilecek enflasyon beklentilerini yönetmektir. Merkez bankası, gelecekteki politika eylemlerini işaret ederek ve karar alma sürecinde şeffaflığı koruyarak enflasyonun kontrolden çıkmasını önlemeye yardımcı olabilir.

Ayrıca Azerbaycan'da enflasyon, özellikle Azerbaycan'ın ihracat gelirlerinin büyük bir kısmını oluşturan petrol fiyatları olmak üzere küresel emtia fiyatları gibi dışsal faktörlerden de etkilenmektedir. Petrol fiyatlarındaki değişimler ekonominin arz ve talep dinamiklerinde değişikliklere yol açabilir, bu da enflasyonist baskıları artırabilir veya azaltabilir. Örneğin, petrol fiyatlarında yaşanan sert düşüş, döviz rezervlerinin azalmasına, manatın değer kaybetmesine ve potansiyel olarak ithalat maliyetinin artmasına, dolayısıyla iç piyasada fiyatların yükselmesine yol açabilir. Öte yandan, petrol fiyatlarındaki artış hükümetin mali pozisyonunu iyileştirebilir, borç seviyelerini düşürebilir ve mali açıklardan kaynaklanan enflasyonist baskılardan kaçınabilir. Azerbaycan'da petrol fiyat şokları ile enflasyon arasındaki ilişki, petrol fiyat oynaklığının Azerbaycan ekonomisi üzerinde ikili bir etkiye sahip olduğunu savunan Pina (2019) gibi araştırmacılar tarafından derinlemesine incelenmiştir. Araştırmasına göre borç, hükümet gelirlerindeki değişimler ve döviz kuru dalgalanmaları yoluyla enflasyonu etkilediği gibi daha geniş ekonomik duyguyu da etkiliyor.

### **Sonuç ve tartışma**

Merkez Bankası'nın enflasyon kontrolüne yönelik kararlılığı, son yıllarda Azerbaycan'da nispeten istikrarlı bir enflasyon ortamının oluşmasını sağlamıştır. CBA (2021)'ye göre Azerbaycan'da enflasyon oranları, petrol fiyatlarındaki oynaklık da dahil olmak üzere dış koşullardaki dalgalanmalara rağmen genel olarak hedef aralığında seyretti. Merkez Bankası'nın parasal genişlemeye yönelik ihtiyatlı yaklaşımı ve enflasyonu kontrol etmede temel araç olarak faiz oranlarını kullanmaya odaklanması, kamu borcuna ilişkin enflasyon risklerinin yönetilmesinde önemli rol oynamıştır.



Grafik 2. Yıllara göre istatistiksel göstergeler

Kaynak: Yazar tarafından Dünya Bankası, Azerbaycan Cumhuriyeti Devlet İstatistik Komitesi, TradingEconomics ve CEIC veri tabanları kullanılarak hazırlanmıştır.

Grafik 2’de görüldüğü üzere kamu borcunun diğer makroekonomik göstergelerle ilişkisi bulunmaktadır. Bu nedenle son dönemde faiz oranlarındaki istikrar, iç borçlanma imkânlarını genişletti. Öte yandan son dönemdeki enflasyon eğiliminin ekonomik büyümeden ziyade borçlanmayla bağlantılı olabileceği düşünülüyor.

Sonuç olarak, Azerbaycan’da kamu borcu ile enflasyon arasındaki ilişkinin çok yönlü olduğunu ve borcun yapısından, döviz kuru dinamiklerinden ve Merkez Bankası’nın para politikasının etkinliğinden etkilendiğini belirtmeliyiz. Yüksek kamu borcu, para biriminin değer kaybetmesi ve borç ödeme maliyetlerinin artması gibi mekanizmalar yoluyla enflasyonist baskılara yol açabilmesine rağmen, Azerbaycan Merkez Bankası’nın politikaları bu risklerin azaltılmasına yardımcı olmuştur. Ancak özellikle ekonomik çeşitlendirme ve büyük ölçekli altyapı projeleri bağlamında kamu borçlanma ihtiyacının artmasıyla birlikte enflasyon potansiyeli devam ediyor. Enflasyonist baskıların Azerbaycan ekonomisinin istikrarını zedelememesi için kamu borcunun etkin yönetimi ve ihtiyatlı para politikasının sürdürülmesi büyük önem taşıyacaktır.

## Kaynaklar

Alper, C. E., & Belen, S. (2018). The dynamics of public debt and fiscal policy in Azerbaijan. *Journal of Economic Development*, 43(2), 42-58.

Baum, A., Checherita-Westphal, C., & Rother, P. (2013). Debt and growth: New evidence for the euro area. *Journal of International Money and Finance*, 32, 809-821.

Berument, H., Ceylan, R., & Dogan, B. (2021). The impact of oil price shocks on sovereign credit ratings and risk premiums in oil-exporting countries. *Energy Economics*, 93, 105021. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2020.105021>



Blanchard, O., Chouraqui, J.-C., & Wren-Lewis, S. (2020). Public debt and low interest rates: A relationship in crisis? *Journal of Economic Perspectives*, 34(3), 87-112. <https://doi.org/10.1257/jep.34.3.87>

Central Bank of Azerbaijan. (2021). *Monetary policy review and inflation targeting*. <https://www.cbar.az>

International Monetary Fund. (2021). *Azerbaijan: Staff report for the 2021 article IV consultation*. <https://www.imf.org>

Kumar, M. S., & Woo, J. (2010). Public debt and growth. *IMF Working Paper WP/10/174*. International Monetary Fund.

Pina, A. (2019). Oil price volatility and inflation in Azerbaijan: A study of the transmission mechanism. *Energy Economics*, 85, 104569. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2019.104569>

Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2010). *This time is different: Eight centuries of financial folly*. Princeton University Press.

World Bank. (2020). *Inflation and public debt: An analysis of the global economy*. <https://www.worldbank.org>