

tepav

EKONOMİNİN SEYİR DEFTERİ

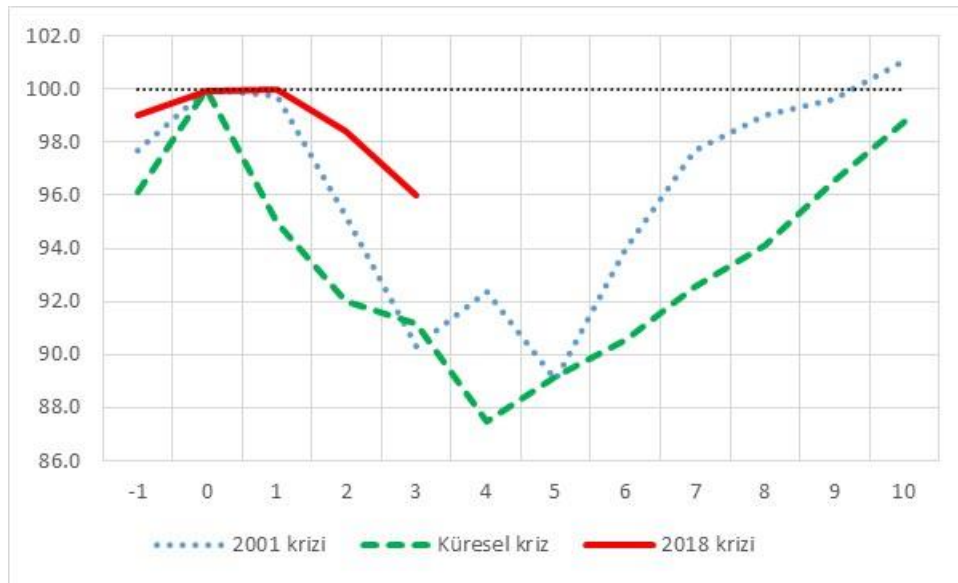
*Resesyondan Nasıl Çıkarız?
İleriye İlişkin Senaryolar*

Üçüncü Kayıt

*Fatih ÖZATAY
Mayıs 2019*

I. Durum

Türkiye ekonomisi geride bıraktığımız yılın ikinci çeyreğinde yerinde saydıktan sonra üçüncü çeyrekte itibaren küçülmeye başladı. Şimdilik eski krizlerde gözlenen şiddette bir küçülme yok ama henüz “işin” başında olduğumuzu unutmamak gerekiyor (Grafik 1). Buna karşın, işsizlik oranımız 2008-09 küresel krizinde ulaştığı rekora çok yakın bir düzeye yükseldi (Grafik 2).



Grafik 1. Krizlerde GSYH'nin hareketi (her krizden önceki zirve GSYH değeri 100 alınıyor ve o değer elde edildiği çeyrek yatay ekseninde '0' ile gösteriliyor; mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış veriler)

Neden bu noktaya geldiğimiz –çok geriye gitmeye gerek yok- son 30 yılda krizler konusunda dünyada yazılan çizilenlere aşına olanlar açısından sürpriz değil. Kapanan Radikal gazetesinde ve Dünya gazetesindeki köşelerimde 2010'un ikinci yarısından itibaren, gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının bastıkları bol kepçe paranın yarattığı çok önemli soruna dikkat çektim. Elbette “karamsarlıkta” yalnız değildim; olguları dikkatle izleyen bağımsız başka iktisatçılar da aynı sorunun altını çizdiler. Şu: Bol kepçe para ve sifıra yakın yurtdışı faiz oranları bizim gibi ülkelere yurtdışından bol miktarda borçlanarak yüksek büyüme oranı yakalama “fırsatı” yarattı. Fırsat, tırnak içinde, çünkü yakalanan büyüme bırakın sürdürülebilir olmayı, bu ülkeleri yeni krizlere sürüklenme tehlikesi taşıyordu.

Birincisi, bankalar toplayabildikleri mevduatın çok üzerinde kredi açtılar. Bunu, yurtdışından giderek artan oranda borçlanarak gerçekleştirdiler. Böylelikle, dünyada son elli yılda yaşanan finansal krizlerin yaklaşık yarısının öncü göstergesi olan hızlı kredi artışı Türkiye’de de yaşandı.

EKONOMİNİN SEYİR DEFTERİ

Resesyondan Nasıl Çıkarız?

İleriye İlişkin Senaryolar

Üçüncü Kayıt / Mayıs 2019

tepav

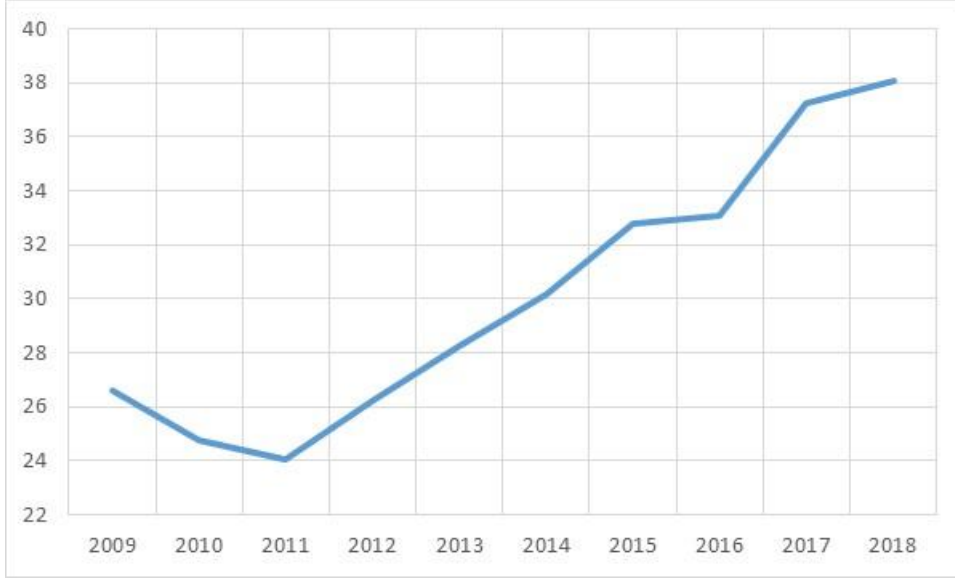
2010 yılında 0.85 olan kredi-mevduat oranı 2018 başına geldiğimizde 1.23'e ulaştı. Sadece lira cinsinden olanlar dikkate alındığında ise bu oran 1.5 düzeyindeydi. Aynı dönemde finans kurumlarının dış borç stoku ise 79 milyar dolardan 208 milyar dolara çıktı (2.6 kat artış; özel bankaların borcu 72'den 164 milyar dolara, kamu bankalarının 7'den 44 milyar dolara).



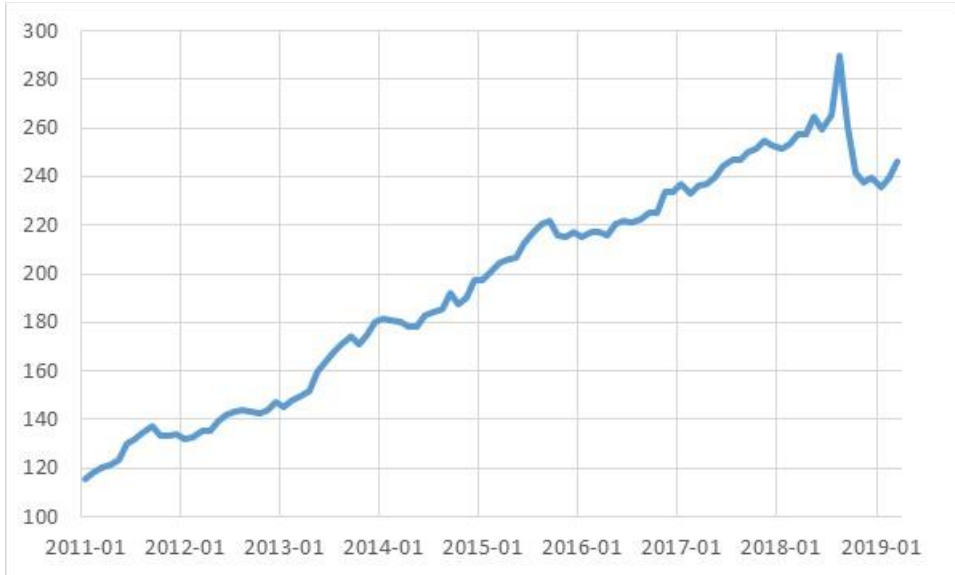
Grafik 2. İşsizlik oranı: Ocak 2005 – Şubat 2019 (% , mevsim etkisinden arındırılmış veriler)

İkincisi, aynı ortamda finansal olmayan şirketler de hızla dış borçlarını artırdılar. 2010 ortasından 2018 başına dış borçları 98 milyar dolardan 160 milyar dolara çıktı (1.6 kat artış). 2009'da döviz cinsinden kazanç elde etmeyen şirketlere döviz cinsinden borçlanmayı yasaklayan düzenlemeyi kaldırmamızın da önemli bir rolü oldu bu gelişmede (Grafik 3'te sadece özel bankaların ve finans dışı özel kesimin dış borcunun GSYH'ye oranla nasıl sıçradığı gösteriliyor).

Üçüncüsü, bu gelişmeler (hem finans hem finans dışı) şirketler kesiminin bilançosunun giderek kırılganlaşması anlamına geliyordu. Şu ya da bu nedenle döviz kurunda bir sıçrama olması halinde, döviz cinsinden borcu döviz cinsinden alacağına kıyasla çok daha fazla olan herhangi bir şirketin bilançosunun son derece olumsuz etkileneceği açıktı. Basit ve uç bir örnek: Aktifinde sadece lira cinsinden 400 liralık varlığı olan bir şirketin, pasifinde 75 dolarlık borcu bulunsun ve bir dolar 4 lira olsun. Bu durumda 300 liralık borcu ve 100 liralık özkaynağı olacak. Şu ya da bu nedenle döviz kuru 6 liraya sıçrarsa; varlığı değişmeyecek (lira cinsinden çünkü) ama borcu 450 liraya çıkacak; öz kaynağı ise sıfırın altına (-50) düşecek. Şirket iflas edecek.



Grafik 3. Özel kesimin dış borcu: 2009 – 2018 (% GSYH)



Grafik 4. Bankacılık sektörü reel kredi hacmi Ocak 2011 – Mart 2019 (2010 ortalaması = 100)

Dördüncüsü, döviz kuru, yurtdışından borçlanma olanaklarını önemli ölçüde sınırlandıracak herhangi bir gelişmeye bağlı olarak sıçrayabilirdi. Mesela, gelişmiş ülkelerin merkez bankaları,

ekonomilerindeki gelişmelere bağlı olarak para musluklarını kısabilir ve faizlerini artırabilirlerdi. Bu durumda, bu gelişmeden en olumsuz etkilenecek ülkeler şirketlerinin kırılgan bir bilançooya sahip olduğu ülkeler olacaktır. Ya da yurtdışından borçlanmaya bağımlı bir ülkenin izlediği dış politika, “bazı” büyük ülkelerin hoşuna gitmeyebilir ve ona yönelik dış borç musluklarının kapatılmasına yol açacak bir dizi önlem alabilirlerdi. Ya da siz hata yapabilir; mesela merkez bankasının bağımsız karar alamadığı izlenimini yaratacak eylemlerde ve söylemlerde bulunabilirsiniz.

Beşincisi, yurtdışından borçlanma olanakları azalır ya da kesilir ve yurtdışına net dış borç geri ödeyicisi konumuna düşerseniz son derece olumsuz bir döngünün ortasında kalırdınız. Bu ortamda döviz kuru da sıçrayacağı için şirketlerin bilançoları bozulur ve aldıkları kredileri geri ödeme kabiliyetleri azalır. Hem bu nedenle hem de azalan mevduat dışı kaynaklar (azalan dış borçlanma imkânları) nedeniyle bankalar kredi musluklarını keserlerdi (Grafik 4’te 2010’dan bu yana reel kredi hacmindeki gelişim yer alıyor: Önce hızlı artış, son dönemde ise reel gerileme dikkat çekici). Bu, şirketlerin durumunu daha da kötüleştirir ve faaliyetlerini azaltmalarına ve işçi çıkarmalarına yol açardı. Artan işsizlik azalan iç talep anlamına gelir, şirketlerin nakit akımlarını daha da bozar ve bankaların kredi musluklarını daha da kısmalarına yol açardı. Devam etmeye gerek yok; döngü açık.

II. Neden Böyle?

Önemli olan temel nedenler. Şunlar:

Birincisi, yurtiçi tasarruflarımız düşük düzeyde. Bu nedenle, iddialı olmayan bir yatırım düzeyi yakalamak için bile “başkalarının” tasarrufuna ihtiyacımız var. Yani, dışarıdan borçlanmamız gerekiyor. Birkaç rakam: Gelişmekte olan ülkelerin tasarruf-GSYH oranlarının 2010-2017 ortalaması yüzde 32.9, bizimki yüzde 23.6: Neredeyse GSYH’ye oranla 10 puan daha düşük tasarrufumuz. Aynı dönemde gelişmekte olan ülkelerin yatırım-GSYH oranı ise yüzde 32.1. Bizimki ise yüzde 29.1. Farklı bir ifadeyle, gelişmekte olan ülkelerin ortalama yatırım düzeyinin altında bir yatırım düzeyimiz var. Onu da yurtiçi tasarruflarımızla karşılayamıyoruz. Yatırım ile tasarruf arasındaki fark, tanım gereği, cari işlemler açığına eşit. Bu durumda, aynı dönemde GSYH’ye oranla ortalama yüzde 5.5 oranında cari açık vermişiz. Her yıl (ortalama olarak elbette) bu kadar açık verince, dış borç stokumuz da giderek artıyor.

İkincisi, aynı dönemde, iddialı olmayan yatırım düzeyimizin ancak yüzde 37’si makine ve teçhizat yatırımı olarak gerçekleşti. Farklı bir ifadeyle, üretip dışarıya ihraç ederek cari işlemler açığımızı azaltacak üretken alanlara yönelmedi yatırımlarımız. Ağırlıklı olarak inşaata gitti. Elbette inşaat ana başlığı altındaki alt yapı yatırımları da üretken kapasitemizi artırmak için önemli ama yolda yürürken ya da seyahat ederken sağa sola bakmak yeterli ne kadar çok “rezidans” ve AVM yapıldığını görmek için.

Üçüncüsü, yatırım-tasarruf açığımızı yurtdışından borçlanarak karşılarken, 2010'dan bu yana ağırlıklı olarak kısa vadeli borçlanmaya ağırlık verdik, daha doğrusu ağırlık vermek zorunda kaldık. Özellikle zaten yetersiz düzeyde olan doğrudan yabancı sermaye yatırımları iyice yetersiz düzeye indi.

Dördüncüsü, üretken alanlara yönelik yabancı sermaye yatırımı çekemeyişimizin arkasında yatırım ortamımızın kötüleşmesi var. Yabancı sermaye yatırımı gittiği ülkede, yatırımın yapılabilişliğini hesaplarken dikkate aldığı kuralların ikide bir değişmesini istemez. Farklı bir ifadeyle kural hâkimiyeti arar. Hukuk sisteminin adil ve hızlı çalışıp çalışmadığına bakar. Bir ölçüde bizim yatırımlarımızın üretken olmayan alanlara yönelmesinde de rolü var bunların. Ayrıca, arazi rantı da çok önemli sanayicilerin müteahhitlere dönüşüp sağa sola rezidans ve AVM dikmelerinde.

Beşincisi, reform yazını bize gösteriyor ki, kutuplaşmanın arttığı ülkelerde temel sorunların üzerine gidilmesi son derece güçleşiyor. Kurumsal kalite erozyona uğruyor. İlk başta da makroekonomik istikrar kurumları yıpranıyor. Bağımsız kurumlara tahammül azalıyor.

III. Nasıl Bir Program?

Yukarıdaki tartışma ışığında tasarlanacak ekonomik programın nelere odaklanacağı açık. Birincisi, döviz kurunda yeni bir sıçrama yaşanması olasılığını en aza indirmek lazım. İkincisi, bankaları yeniden kredi açabilir duruma getirmek gerekiyor. Üçüncüsü, kredi talebini artıracak ve bunu daha çok üretken yatırımlara yöneltecek bir ekonomik ortam yaratılmalı. Bu çerçevede dört ayaklı bir programa ihtiyaç var.

Birinci ayak: Banka bilançolarının temizlenmesi

Başka ülkelerin ve kendi 2001 deneyimimizden şunu biliyoruz: Bankaların bilançolarında sorunlu kredi miktarı fazlaysa, bankaların kredi arzı azalıyor. Basit ve yine uç bir örnek. Bankaların risklerini artırmadan çalışabilecekleri kaldıraç oranı (aktiflerinin özkaynaklarına oranı) 5 olsun. Bir bankanın aktifinde sadece 100 liralık kredi olsun. Bu bankanın özkaynağı 20 lira, mevduat borcu da 80 lira. Şimdi olumsuz koşullar nedeniyle kredilerin 10 liralık kısmı batsın. Muhasebe ayrıntılarına girmeden, bankanın ikinci durumdaki bilançosu şöyle olacak: Kredi miktarı 90, mevduatı 80, özkaynağı 10 lira. Bu bankanın, 5 kaldıraç oranı ile açabileceği maksimum kredi miktarı artık 50 liraya düşüyor.

Ne yapacak? Bir alternatifi, sermayesini artırmak. Sermayedarlar mevcut olumsuz koşullar nedeniyle ek sermaye koymakta gönülsüz iseler, ikinci bir alternatif kalıyor: Banka açtığı kredilerin bir kısmını geri çağırarak ve mevduat borcunu azaltma yoluna gidecek. Dolayısıyla, bu

son derece basitleştirilmiş örnek çerçevesinde ortaya çıkan gerçek açık: Geri dönmeyen kredi sorunu önemli boyuta gelirse, bir bankanın yeni kredi açma kabiliyeti bayağı azalıyor.

Bu durumda, son dönemde yaşananlar nedeniyle bankalarımızda geri dönmeyen kredi sorunu onların kredi açma imkânlarını azaltıyorsa, bu sorunu çözmemiz gerekiyor. Elbette önce bu sorunun düzeyini bilmek şart. Daha sonra da bu sorunu nasıl çözeceğimiz üzerinde kafa yormamız gerekiyor. Bu çerçevede, TEPAV'ın "Ekonominin Seyir Defteri" dizisinin ikincisi ışık tutuyor.¹ Bunu gerçekleştirmek kolay değil ama geciktikçe sorunun ağırlaşması olasılığını dikkate almak gerekiyor. Bazı önemli ilkeler olmalı: Birincisi, batmış olan şirketleri zorla ayağa kaldırmaya çalışmanın anlamı yok. İkincisi, destekle ayağa kalkıp daha sonra koşabilecek duruma gelecek şirketlere odaklanmalı ve onları bu hale getiren yönetimleri profesyonel bir yönetime devredilmeli. Üçüncüsü, bu profesyonel yönetimi atayacak fon kamudan bağımsız olmalı. Dördüncüsü, kurulacak fon sadece kamu kaynaklarıyla kurulmamalı ve fona ayrılan kamu kaynakları işler rayına girdikten sonra reel değerini koruyacak şekilde geri alınmalı. Beşincisi, fonun banka bilançolarından temizleyeceği kredilerin gerçek değeri herhangi bir baskı altına girmeden gerçeğe yakın hesaplanmalı.

İkinci ayak: İstikrara ve güven artırmaya yönelik adımlar

Temel vurgu "güven artırmak" olmalı. Bu da şeffaflıktan geçiyor. Bu başlık altında ilk ele alınması gereken, bankaların geri dönmeyen kredi sorununun mevcut düzeyinin şeffaf bir şekilde ortaya konulması olmalı. Ayrıca, en olumsuz senaryo altında bu oranın hangi düzeye çıkacağı stres testleri ile hesaplanmalı ve kamuoyuna açıklanmalı. Stres testlerine ilişkin raporun inandırıcılığı ölçüsünde hem geri dönmeyen kredi oranı hakkındaki dedikodular sona erer hem de programın ilk ayağı için elzem olan bilgi sağlanmış olur.

İkinci olarak kamu maliyesindeki manevra alanını bilmemiz gerekiyor. TEPAV'ın "Ekonominin Seyir Defteri" dizisinin ilk raporu bu konuya odaklanıyordu.² Manevra alanı (fiscal space), kamu borcu sınırı (debt limit) ile mevcut kamu borcu arasındaki alan olarak tanımlanıyor. O raporda, bir yenilik olarak, "genişlemeci maliye politikası borç sınırı"ni tanımlamış ve bu sınırın ekonominin karşılaştığı şoklara ve borcun döviz-lira bileşimine göre değiştiğini göstermiştik. Önemli nokta şuydu: Mevcut borç oranınız bu borcun üzerindeyse, resesyona karşı genişlemeci bir maliye politikası uygulamanız mümkün değil. Mesela, birinci ayakta sözünü ettiğimiz fona kamu kaynağı koymak mümkün mü değil mi bilmek gerekiyor. Dolayısıyla, mevcut borç oranımız Hazine'nin verdiği borç garantileri, gelir garantileri ve işsizlik fonuna olan borçları nedeniyle, olumsuz bir şokta ne düzeye çıkabilir sorusu yanıtlanmalı.

¹ Dalgın ve Sak (2019)

² Özatay ve Sak (2019)

Üçüncüsü, yerel seçimlerden önce uygulanan ve bütçeyi bozan uygulamalara bir daha yeltenmememiz gerekiyor. Bazı düzenlemeleri geri almak lazım. Tekil sektörlere yönelik destekleyici kararların bir anlamı yok. Önemli olan, temel sorunlara yönelik –varsa- manevra alanını kullanmak. Ek olarak mega-projelere başlamayacağımız açıklanmalı. Kamu bankalarına görev zararı yazdıracak işlemlere de son vermek gerekiyor.

Dördüncü, Merkez Bankası'nın sadece enflasyona odaklanacağına dair kamuoyunu ikna etmek gerekiyor. Bunca olan bitenden sonra çok zor. Ancak hiç olmazsa genel seçimden sonra Merkez Bankası yasasında yaptığımız ve bağımsızlık ölçütleri açısından sevimli sayılmayacak değişiklikleri geri alarak işe başlayabiliriz. Gerisi ancak uygulamayla sağlanabilir.

Dikkat edilirse 2001 krizinden sonra hedeflediğimiz düzeyde yüksek bütçe faiz dışı fazlası hedeflememize gerek yok. Ayrıca, hem kamu borcu hem de reel borçlanma faizi o döneme kıyasla çok daha düşük. Bu açıdan istikrar başlığı altında çok ağır önlemlere değil güveni artıracak samimi uygulamalara ihtiyacımız var.

Üçüncü ayak: Statükoyu değiştirme yolunda ilk adımlar

“Yapısal reform” kavramının içi boşaldığı için “statükoyu değiştirmek” dedim. Açık ki bu süreç uzun soluklu bir süreç. Ancak ikinci bölümde değinilen temel sorunlara yönelik bazı somut adımlar atılmalı. İlk akla gelenler şunlar:

Birincisi, sanayicilerin bile birer müteahhitte dönüşmesini özendiren arsa rantını azaltmak üzere rant vergisi getirmek gerekiyor. Açık ki siyaseten zor ama dört kata kadar izni olan bir arsaya bir gecede 30 kata izin verilmesini de engellemek lazım. İkincisi, ihale yasası yeniden ele alınmalı ve 2001 krizinden sonra önemli bir reform niteliği taşıyan haline döndürülmeli. Üçüncüsü, mevzuatta hala döviz geliri olmayan şirketlerin döviz cinsinden borçlanmalarına olanak taşıyan hükümler varsa acilen kaldırılmalı.

Dördüncü ayak: Ekonomi Dışı ama Ekonomiyle Yakından İlgili

İlk başlıkta daha fazla demokrasi var: Adil, hızlı çalışan ve bağımsız bir hukuk sistemine büyük ihtiyaç duyuluyor. Toplumdaki kutuplaşmayı azaltmak gerekiyor. Düşüncelerin özgürce tartışıldığı, en ağır eleştirilerin bile korkulmadan dile getirildiği özgürlükçü bir ortamın oluşturulması şart.

İkinci başlık dış politikaya ilişkin: Özellikle ABD ile yaşanan gerilimleri azaltmak sürecine girmek gerekiyor. Zorlu başlıklar var: Suriye'nin kuzeyi, S-400 füzeleri, İran ambargosu ve Kıbrıs petrol arama bölgesi.

Son olarak;

Dört ayaklı bir program dedim; onun için beşinci ayak değil de “son olarak”. IMF ile anlaşmak gerekiyor. Üç nedenle. Birincisi, yakın zamanda o kadar çok ekonomik program açıkladık ki... Ama geldiğimiz nokta ortada. Yeni programın kredibiliteye ihtiyacı var. IMF ile anlaşma bu açıdan önemli. Şüphesiz IMF'nin başka ülkelerde sayısız günahı var (mesela Arjantin). Ama unutmayalım 2001 krizinden sonra Türkiye'de uygulamaya konulan IMF destekli program başarılı oldu. İkincisi, sorunlu özel şirket kredilerini banka bilançolarından temizleme operasyonu için uzmanlığa ihtiyacımız var. IMF ve bir dizi uluslararası kurum bu uzmanlığı sağlar. Üçüncüsü, IMF kredisine ihtiyacımız var.

IV. Senaryolar

O kadar çok değişken var ki. IMF ile anlaşacak mıyız anlaşmayacak mıyız? ABD ile gerginlikler azalacak mı azalmayacak mı? Gerginlik azalacaksa bunu Rusya ile olan ilişkilerimizi kötüleştirmeden yapabilecek miyiz? Uygulanacak programın dördüncü ayağının demokrasiye ilişkin kısmı ne ölçüde hayata geçirilecek? Dolayısı ile çok fazla kombinasyon söz konusu. Bunun yerine birkaç senaryo oluşturmaya çalışacağım.

En olumlu senaryo: Dört ayaklı programın tümü birden ve IMF ile anlaşma

Çok kısıdan belirteyim: Hızla resesyondan çıkarız. Sadece resesyondan çıkmakla kalmayız potansiyel (sürdürülebilir) büyüme oranımız da yükselir.

En olumsuz senaryo: Değişen bir şey yok

Ne olacağı açık. 2001 krizi ile küresel krizdeki gibi 'V' şeklinde bir GSYH hareketi görmeyiz. 'V' yerini iyimser bakışla tabanı geniş bir 'U'ya ya da hem tabanı geniş hem sağ tarafı dik değil de eğimli bir dejenere 'U'ya bırakır. Kötüsü uzun süre 'L' ile yaşamak olur.

Bu kadar elimizden geliyor senaryosu

IMF ile anlaşma yapmayız. Dört ayaklı programın ikinci ayağındaki bazı maddeleri gerçekleştiririz. İlk ayakta ise sadece kamu bankalarına ilişkin bazı önlemler alırız. Dördüncü ayakta, S-400 sorununun çözümünü, Rusya'nın da hoş görmesi ve ABD'nin yeşil ışığı ile bir süre erteler ve zaman kazanırız. Toplumdaki kutuplaşmayı azaltıcı bazı girişimlerde bulunuruz (Türkiye ittifakı gibi). Resesyondan yavaş da olsa çıkarız. Ancak eski ortalama büyüme oranımızı (50 yıllık ortalama yüzde 4.8) yakalamak hayal olur. Zira düştüğü yönünde kuvvetli emareler olan potansiyel büyüme oranımız biraz daha düşer. Muhtemelen ortalamada yüzde 3-

4'ler civarında bir büyümeye seviniriz. Ekonomimiz dış şoklara, özellikle dış politikaya ilişkin olanlarına karşı kırılğan kalır.

Son senaryo biraz daha olumlu kılınabilir ancak başka senaryoya gerek yok. En olumlu ile en olumsuz arasında bir dolu "renk" var; dileyen bu renklerden istediğini seçer.

Raporun ilk hali burada bitiyordu. Okuyuculardan "en olumlu ama IMF'siz" nasıl bir senaryo olabileceği hakkında sorular geldi. Kolay; gelin böyle bir senaryo oluşturalım. Şu:

IMF'siz en olumlu senaryo

İlk senaryodan sadece IMF ile anlaşmayı çıkarıyoruz. Geriye kalan maddelerde bir değişiklik yok. "Yapacağız, şu kararı alacağız" değil, açıklanan kararlar gerekiyor. Sadece kararlar olmaz; kararlar hızla uygulamaya konuluyor. Başlangıçta programın karşılaşılabileceği önemli sorunlar, programa duyulan güvenin artırılması ve bankaların bilançolarının ne ölçüde temizlendiği olur. Bu aşamada kur, faiz, risk primi gibi göstergelerde belirgin oynaklıklar görülebilir. Uygulamada programdan bir sapma olmadığına ikna olundukça güven yükselir, oynaklıklar azalır. Gelişmiş ülkelerin merkez bankaları para politikalarını sıkılaştırmakta acele etmezlerse, bu koşullar altında Türkiye'ye net sermaye girişi artar. Resesyondan çıkış ilk senaryodaki kadar hızlı olmaz ama çıkarız. Ancak, gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının sıkılaştırma döngüleri Türkiye'nin uygulamaya koyduğu programın ilk aylarında başlarsa, oynaklıklar belirgin bir süre devam eder ve Türkiye'ye net sermaye girişi kısıtlı olur. Bu kısıtın azalması zamanla gerçekleşir. Bu sürenin uzunluğu uygulamadaki performansımıza bağlı olur. Resesyondan çıkış biraz daha uzun zaman alır. Üçüncü ayağa ilişkin ve dördüncü ayağın ilk başlığı altındaki adımlar sayesinde potansiyel büyüme oranımız zamanla yükselir.

Kaynakça

Dalgın Burak, Güven Sak, 2019, “Kredi Akışını Yeniden Sağlayarak Büyüme Süreci Nasıl Başlatılabilir?”, TEPAV Ekonominin Seyir Defteri, İkinci Kayıt, (https://www.tepav.org.tr/upload/mce/2019/bultenler/ekonominin_seyir_defteri/ekonominin_seyir_defteri_ikinci_kayit.pdf)

Özatay Fatih, Güven Sak, 2019, “Maliye Politikasında Manevra Alanı Var mı?”, TEPAV Ekonominin Seyir Defteri, İlk Kayıt,

https://www.tepav.org.tr/upload/mce/2019/bultenler/ekonominin_seyir_defteri/ekonominin_seyir_defteri_1_maliye_politikasinda_manevra_alani_var_mi.pdf