

# tepav

## EKONOMİNİN SEYİR DEFTERİ

---

*Maliye Politikasında Manevra Alanı Var mı?*

İlk Kayıt

*Fatih ÖZATAY, Güven SAK  
Ocak 2019*

---

## I. GİRİŞ

Son yıllarda sıkça dile getirilen bir görüş var. Çeşitli biçimlerde tezahür ediyor. Türkiye ekonomisi güçlü bir şoka maruz kalmamış ve “işler her zamanki gibi yürüyor” görünüyorken, “para politikası sıkı ama maliye politikası yeteri kadar sıkı değil” biçimini alabiliyor. Genellikle risk priminin arttığı dönemlerde bu savın para politikasına ilişkin kısmı düşürülüyor ve “mali disiplin şart” biçimini alıyor. Politika yapımcılarının yanıtı “mali disiplinden taviz vermeyeceğiz” şeklinde oluyor. Eylül 2018’de açıklanan Yeni Ekonomi Programı’nın (YEP’in) temel unsurlarından biri de mali disiplin olarak açıklandı.

Ancak YEP’in açıklandığı 2018 yılının Eylül ayından beri, kamunun ileriye yönelik yükümlülüklerini ve cari harcamalarını artıran ya da cari gelirlerini aşağı çeken, Mart 2019 sonundaki yerel seçimleri hedef aldığı anlaşılan, bir dizi karar da açıklandı. Kamu bankaları konut kredisi faizlerini mevduat faizlerinin altına çekerek konut kampanyasına katıldılar. İşverene 12 ay boyunca çalışan başına 150 lira asgari ücret desteği açıklandı. İç pazarın canlanması için, dört sektörde; otomotiv, inşaat, konut ve mobilyada, geçici ÖTV indirimi getirildi. Sonra bu indirim 2019 yılının ilk üç ayını kapsayacak şekilde uzatıldı. En son, KOBİ değer kredisi adı altında, piyasa faizlerinden daha düşük bir faizle kredi kampanyası yine kamu bankaları öncülüğünde başlatıldı. Örnekleri çoğaltmak ve bunların mali disiplinden taviz anlamına geldiğini iddia edebilmek mümkün. Nitekim bu tür iddialar da var.

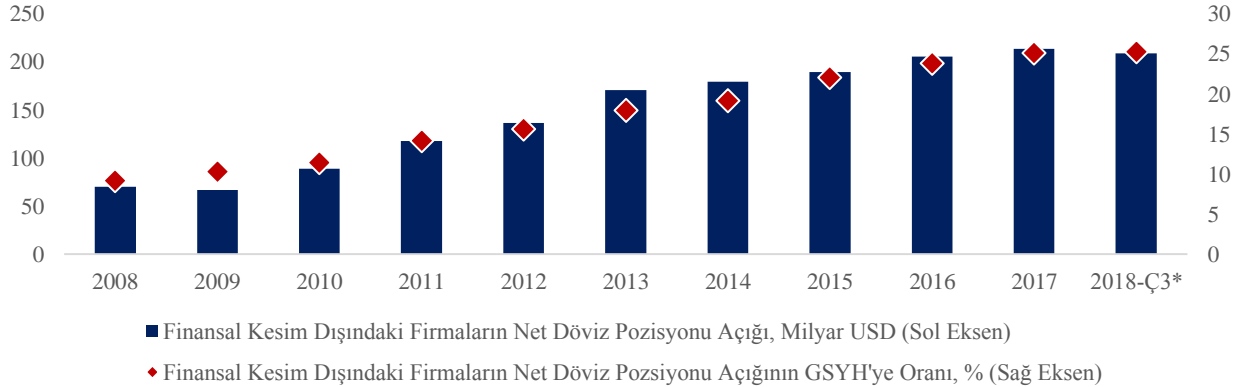
Türkiye ekonomisinin içinde bulunduğu durumun arkasındaki temel sorunların sağlıklı biçimde analiz edilmediğini düşündürüyor bu savlar. Ekonomi politikası uygulamasını dar anlamıyla disiplin/disiplinsizlik ikilemine hapsediyor. Oysa bir üçüncü yol var ve üzerinde düşünülmeli: Ekonominin güçlü bir şokla karşılaşması halinde, varsa temel kırılmanın tüm kesimlere yansımalarının doğuracağı tahribatı azaltacak, ekonomiyi yeniden düzgün çalışır hale getirecek bir politika mümkün: Ekonomide oluşan tahribatı azaltmanın ve ekonomiyi yeniden çalışabilir hale getirmenin başka bir yolu yoksa temel sorunu aşmak için bütçeden kaynak aktarılması düşünülebilir. Dikkat ederseniz, bu politika devlet harcamalarının artırılması anlamına geliyor ve kolaylıkla “mali disiplinsizlik” olarak nitelenmesi mümkün. Bu mali disiplinsizlik alanı disiplinli bir biçimde kullanılabilir ve işe yarayabileceği gibi, disiplinsiz bir biçimde kullanıldığı için doğrudan olumsuzluğa katkı da verebilir.

İki koşulun yerine gelmesi koşuluyla alışılan biçimde disiplinsizlik söz konusu olmayabilir: Birincisi, maliye politikasında “manevra alanı” olması gerekir. Yoksa bütçe harcamalarını artırarak bütçe dengesini bozacak her adım geri tepmeye mahkûm olur. İkincisi, manevra alanınız varsa onu çarçur edici işler yapmayacak; bu alanı kullanarak temel sorunu çözmeye çalışacaksınız. Odağı kaybetmeyeceksiniz. Temel sorunu çözmeyi hedefleyeceksiniz.

Bu notun amacı, bugün için bakıldığında, Türkiye’de maliye politikasında manevra alanının genişliğini tartışmaya açmak ve alınan tedbirlerin ne kadar temel soruna odaklandığına yakından bakmak. Bu çerçevede, öncelikle, Türkiye ekonomisinin temel sorununu belirlemek gerekiyor.

Kısa-orta vadeli bir perspektifte bakıldığında Türkiye ekonomisinin en önemli sorunlarının başında üç olgunun geldiği rahatlıkla söylenebilir. Tümü de Türkiye ekonomisinin büyüme potansiyelini artırmaya yönelik yapısal politikalar uygulamadan, büyüme oranını potansiyel büyüme oranının çok üzerine çıkarmaya çalışmanın bir sonucu: Birincisi, finans dışı şirketler kesiminin toplam döviz cinsi borcu ile toplam döviz cinsi alacakları arasındaki fark (net döviz pozisyon açığı) yüksek bir düzeyde (Grafik 1). İkincisi, sadece yerleşik olmayanlarla ilişkiler açısından bakıldığında ve tüm sektörler ele alındığında da benzer bir durum söz konusu: Türkiye’deki yerleşiklerin yerleşik olmayanlara döviz cinsi borcu ile yerleşik olmayanlardan döviz cinsi alacakları arasındaki fark (net uluslararası yatırım pozisyonu) çok fazla. Öyle ki aradaki farkın GSYH’ye oranı, G-20 ülkelerinin yükselen ekonomiler grubu içinde en yükseği (Grafik 2).<sup>1</sup> Üçüncüsü, bankaların kredi-mevduat oranı, özellikle yerli para cinsinden olanı yüksek (Grafik 3).<sup>2</sup>

**Grafik 1 Finansal kesim dışındaki firmaların net döviz pozisyonu açığı: 2008-2018**



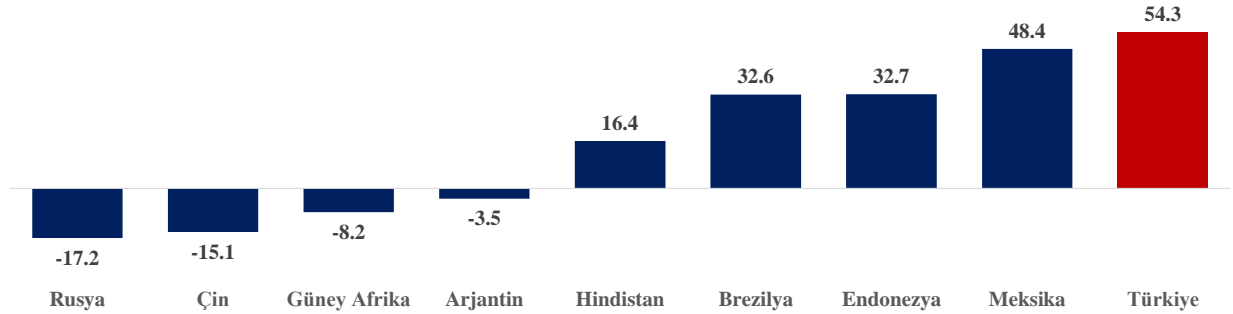
Kaynak: TCMB, TÜİK, TEPAV hesaplamaları

Not: 2018 yılı üçüncü çeyrek içindir.

<sup>1</sup> 2018’deki gelişmeler sonucunda Türkiye’nin net uluslararası yatırım pozisyonununun GSYH’ye oranı iki puan kadar düştü, ancak sıralamadaki yeri değişmedi.

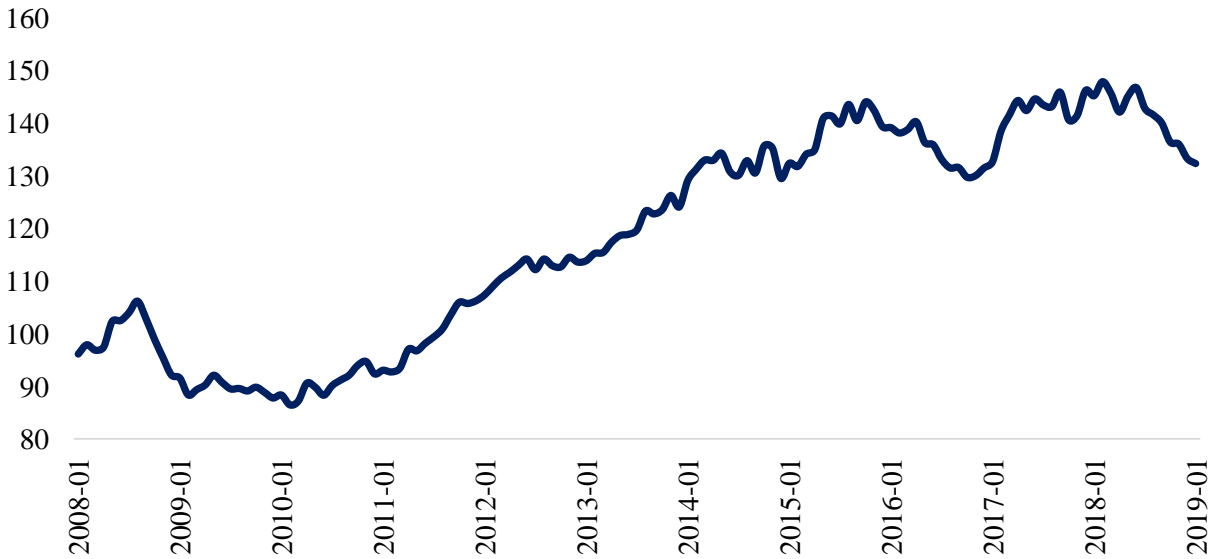
<sup>2</sup> Bu son sorunun, son aylarda bankacılık sektöründe yaşanan kredi daralması sonrası şiddetinin azaldığı söylenebilir. Elbette, sorunun arzu edilir bir biçimde hafiflediği anlamına gelmiyor bu azalma.

**Grafik 2 G20 içindeki yükselen ekonomilerde uluslararası yatırım pozisyonu açığının GSYH'ye oranı: 2017 (%)**



Kaynak: TCMB, TÜİK, IMF, TEPAV hesaplamaları

**Grafik 3 Bankacılık sektörü TL cinsi kredi/mevduat oranı (%)**



Kaynak: TCMB, TEPAV hesaplamaları

Bu sorunlar uzunca bir süredir gündemi işgal ediyor. Sadece döviz kurunda büyük bir sıçramanın yaşandığı 2018 yılında değil, ondan önceki yaklaşık beş yıllık dönemde de bu olguların Türkiye ekonomisini sermaye hareketlerindeki ani geri dönüşlere karşı ne denli kırılganlaştırdığı giderek artan oranda vurgulandı. 2018 yılında bir dizi tetikleyici unsurun devreye girmesi ile sermaye hareketlerinde gerçekleşen net çıkışın, finans dışı şirketler kesiminin bilançosunu bozduğu ve bu bozulmanın finans sektörüne sıçramasıyla bankaların geri dönmeyen ya da sorunlu kredilerinde artış yaşanmakta olduğu uzmanlarca sıkça ileri sürüldü.

En son, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) 27 Aralık 2018’de yaptığı açıklamada, 2019 yılı içinde bankaların kötü kredilerinde artış beklendiğini ancak merak edilecek bir durum olmadığını açıkladı. Hem kur intibakının getirdiği sorunlu varlıklardaki artışın banka bilançolarına getirdiği yük, hem de bankaların hızlı kredi genişlemesine gidebilmek için dış kaynak temininde karşılaştıkları güçlüklerin getirdiği kaynak maliyeti artışı, içeride kredi musluklarının aniden kapanmasına yol açtı.

Bu iki olgu olumsuz bir döngü yaratıyor; döngüden daha çok giderek güçlenme ihtimali olan bir sarmal bu: Şirketler kesiminin bilançosu bozulduğunda bankalar kredi açmakta nazlanıyor, bankalar nazlandıkça ve bizatihi kendileri dış kaynak bulmakta güçlük çektiklerinde şirketlerin bilançoları daha çok bozuluyor. Şirketlerin bilançoları daha çok bozulunca... Yüksek kredi-mevduat oranının yarattığı kırılganlık burada hemen kendini gösteriyor. Dinamiği etkileyen bir diğer unsur ise bankaların ve şirketlerin davranışlarındaki bu radikal ve zorunlu değişikliklerin ekonominin diğer kesimlerine sirayet etmesiyle artan işsizlik, düşen talep ve daralan iç pazar.

Peki, mevcut koşullar altında, sorunlu ekonomik birimlere destek vermemeli miyiz? Bu yönde, Mart sonundaki seçime yönelik olarak atılan adımlar, meseleyi yalnızca daha akut hale mi getirir? İşte bu sorular bizi borç sınırı ve maliye politikasının manevra alanı meselesine getiriyor. Bu çalışmanın iki temel amacı var: Birincisi, Türkiye’deki mevcut koşullar altında, maliye politikasında ne ölçüde manevra alanımız olduğunu belirlemek. İkincisi hesapladığımız manevra alanının olası bir kötü senaryo altında ihtiyacımızı karşılamaya yetip yetmeyeceğini değerlendirmek. Çalışmanın ikinci bölümünde borç sınırı, genişlemeci maliye politikası borç sınırı ve gerçek manevra alanı gibi kavramlar tanımlanıyor. Ayrıca bazı alternatif senaryolar için mevcut koşullar altında Türkiye için bu büyüklükler hesaplanıyor. Üçüncü bölüm ise kamunun koşullu garantilerini gündeme getiriyor ve gerçek manevra alanımızı sorguluyor. Son bölümde ise kısa bir durum değerlendirmesi var.

## **II. MALİYE POLİTİKASINDA MANEVRA ALANININ ÖNEMİ ve MANEVRA ALANIMIZ**

### **II.1 Manevra Alanı Ne Anlama Geliyor?**

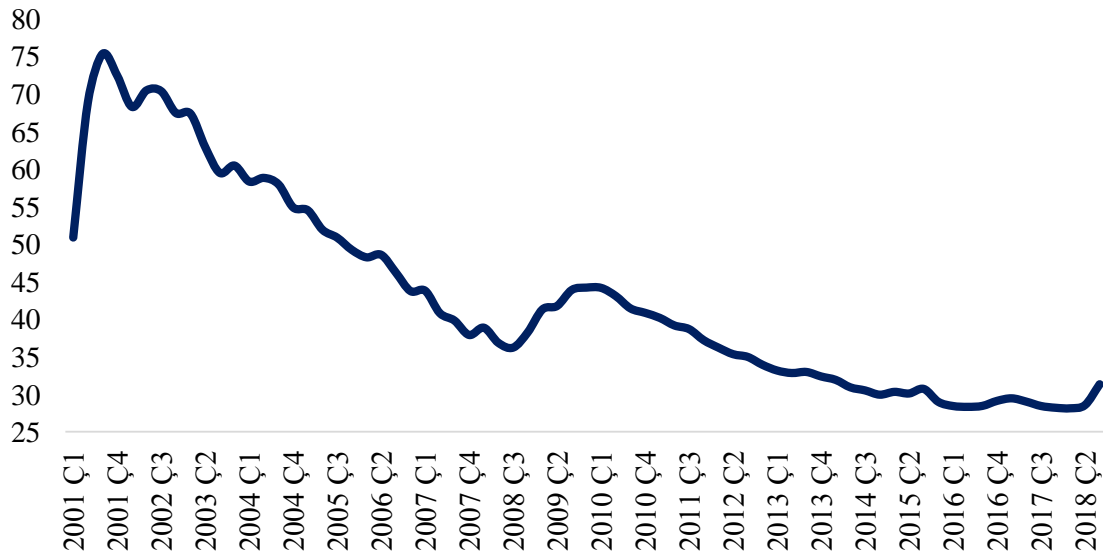
Bu noktada yanıtlamamız gereken temel soru şu: Mevcut koşullar altında Türkiye ekonomisinin gerektiğinde maliye politikasını “gevşetme” lüksü var mıdır? Farklı bir ifadeyle, Türkiye’nin “genişleyici maliye politikası borç sınırı” nedir?

Türkiye ekonomisinin 2001 krizinden sonra elde ettiği en büyük kazanımlardan birinin maliye politikası alanında olduğu biliniyor: Uzunca bir süre kamu borcu (Grafik 4) ve kamunun reel borçlanma maliyetleri düşük düzeylerde kaldı, borçlanma vadeleri uzadı. Bu olumlu özelliğin, önemli ölçüde günümüzde de sürdüğü belirtilebilir. Başka bir ifadeyle, Türkiye’yi 2001 krizine

götüren 1990'lı yılların temel sorunlarından biri ortada yok artık.<sup>3</sup> Gerçi, Hazine'nin verdiği borçlanma ve gelir garantilerine ilişkin yükümlülükleri ile banka ve şirket bilançolarını 2018 yılındaki kur intibakının olumsuz etkisinden arındırmak için tasarlanabilecek planın, olumsuz koşullarda, kamu borcuna nasıl yansıtacağı hakkında banka stres testi sonuçlarına henüz sahip değiliz. Ama kamu borcunun çok düşük düzeylerde olması ve dahası kamunun döviz cinsinden borcunun düşük oranı - bu şeffaf olmayan ortama karşın - gerektiğinde sorunlu ekonomik birimlere kamunun destek vermesinin mümkün olabileceğini düşündürüyor. Öte yandan özellikle 2001 krizindeki deneyimimizden şunu da biliyoruz: Kamunun bugün kısa vadeli ekonomik canlanma için vereceği desteğin amaçlananın tam tersine ekonomide olumsuz sonuçlar doğurma ihtimali de olabilir. Peki, bunun sınırı nedir?

Maliye politikasında ne ölçüde hareket etme imkânı olduğu, özellikle 2008 küresel krizinden sonra uluslararası düzeyde çoğu iktisatçının giderek daha fazla cevabını aradığı bir soru. Küresel krizden hemen sonraki "yangın söndürme" operasyonları nedeniyle çoğu gelişmiş ülkede sıçrayan kamu borcu, faizlerin son derece düşük düzeylere düşmesine karşın, bazı iktisatçıların, durgunluk içindeki ekonomilerin—genişlemeci maliye politikası uygulamaları gerektiği tavsiyesini vermelerine yol açtı. Azımsanmayacak sayıda iktisatçı ise, durgunluk-çok düşük reel faiz-çok düşük enflasyon bileşiminin, yüksek kamu borcuna karşın, maliye politikasında gevşemeye izin verdiğini ileri sürdü. Bu çerçevede, küresel krizden sonra "borç sınırı" ve "maliye politikasında manevra alanı" kavramları gelişmiş ülkelerin iktisatçıları arasında giderek daha çok tartışılmaya başlandı, çok sayıda akademik çalışma yapıldı.

**Grafik 4 Toplam borç stokunun GSYH'ye oranı: 2001 Ç1 - 2018 Ç3 (%)**



Kaynak: TDM

<sup>3</sup> 2001 krizinin ayrıntılı bir değerlendirmesi için Özatay ve Sak (2002)'ye bakılabilir.

Borç sınırı, “finansal piyasaların, bir ülkenin hazinesine, üzerine çıkılması halinde kesinlikle borç vermeyecekleri kamu borcu-GSYH oranı” olarak tanımlanıyor. Bu eşik değer üzerinde, borcunu ödeme ihtimali kalmadığından o ülkeye borç verilmiyor. Maliye politikasında manevra alanı (bundan sonra kısaca manevra alanı diyeceğiz) ise “borç sınırı ile mevcut kamu borcu-GSYH oranı arasındaki fark” olarak tanımlanıyor (mesela Ghosh ve diğerleri, 2013’e bakılabilir). Borç sınırının arkasındaki temel mantık şu: Kamu borcunun anapara ve faiz ödemeleri ileride öyle yüksek düzeyde bir faiz dışı bütçe fazlası verilmesini gerektirebilir ki, hiçbir hükümet o kadar sıkı bir maliye politikasını göze alamaz. Gelişmiş ülkeler için yapılan çalışmalar faiz dışı bütçe fazlası ile kamu borcu arasında doğrusal olmayan bir ilişkiye dikkat çekiyorlar: Düşük borç düzeylerinde kamu borcu artarken faiz dışı bütçe fazlası da artıyor, ancak yüksek borç düzeylerinde kamu borcu artarken faiz dışı fazla aynı oranda artmıyor, hatta hiç artmıyor. Bu olgu, “maliye politikası yorgunluğu - fiscal fatigue” diye adlandırılıyor (Mendoza ve Ostry, 2008).

Özatay (2019), ne borç sınırının ne de ona dayanılarak elde edilen manevra alanının, yukarıda Türkiye ekonomisine ilişkin sorduğumuz temel soruya ne Türkiye ekonomisi için ne de başka ekonomiler için cevap verebileceğini ileri sürüyor ve “genişlemeci maliye politikası borç sınırı” olarak isimlendirdiği bir kavram ortaya atıyor. Bu kavramın arkasındaki temel mantık şu: Borç sınırına yakın borç oranlarında kamunun borcunu ödememe olasılığı –iflas riski- azımsanmayacak düzeylerde olabilir. Bu durumda, genişlemeci bir maliye politikası ileride borcu daha fazla artıracığı için şu andaki iflas riskini yükseltebilir. Dolayısıyla, ekonomiyi durgunluktan çıkarmak için uygulanacak genişlemeci maliye politikası ters tepebilir. Öyleyse, durgunluğa karşı maliye politikasının genişlemeci bir tepki verebileceği üst sınır, borç sınırından düşük olmalı. Özatay (2019) genişlemeci maliye politikası borç sınırını şöyle ölçüyor: “Belli bir dönemde, maliye politikasının genişlemesi halinde elde edilecek büyüme oranlarının bugüne indirgenmiş değerlerinin toplamının, maliye politikasının tepkisiz kalması halinde elde edilecek büyüme oranlarının bugüne indirgenmiş değerlerinin toplamına eşit olduğu kamu borcu-GSYH oranı”. Geleneksel “manevra alanı” kavramı ile karışmaması için, genişlemeci maliye politikası borç sınırı ile mevcut borç oranı arasındaki farkı “gerçek manevra alanı” olarak adlandıralım.

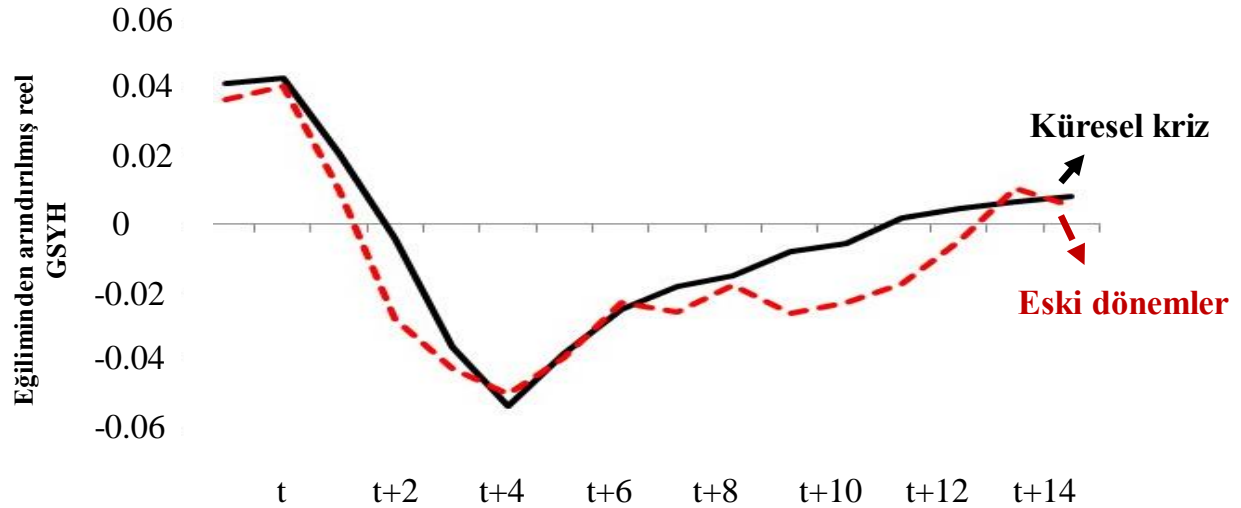
## **II.2 G20 İçindeki Yükselen Ekonomilerin Krizlerdeki Maliye Politikaları**

Yükselen ekonomiler küresel kriz öncesinde çok sayıda kriz yaşadılar. Her birinde ekonomileri önemli ölçüde daraldı. Benzer bir daralma küresel krizde de gerçekleşti. Küreselleşmenin hızlanmaya başladığı 1990’ların başlarından 2009 sonuna kadar olan dönemi ele alalım. Bu dönemde G20 içindeki yükselen ekonomilerden, ekonomileri küçülenlerin, ekonomilerinin küçüldüğü dönemlere odaklanalım. Bu dönemlerde mevsimlik hareketlerinden ve eğiliminden arındırılmış GSYH hareketlerine (iş çevrimlerine) bakalım. Ancak farklı bakalım. Küresel kriz öncesi ve küresel kriz dönemi olarak ikiye ayıralım. Küresel krizden önceki krizlerdeki iş

çevrimlerini hangi dönemde ve hangi ülkede yaşandıklarından bağımsız olarak aritmetik olarak toplayalım. Küresel kriz sırasındaki iş çevrimlerine de benzer bir işlem uygulayalım.<sup>4</sup>

Grafik 5'te kesikli kırmızı çizgi küresel kriz öncesindeki iş çevrimlerinin gelişimi, düz siyah olanı ise 2008-2009 dönemi için. Verileri kullanılan ülkeler ve ele alınan dönem Tablo 1'de yer alıyor. Grafiğin yatay ekseninde çeyrek dönemler var:  $t$ , krizden önceki zirve GSYH değerinin gerçekleştiği çeyreği ifade ediyor. Çarpıcı nokta şu: İş çevrimleri çok benzer. Oysa bu ülkelerin uyguladıkları maliye politikaları önceki dönemle küresel kriz sırasında çok farklı. Önceki krizlerde, ele alınan ülkelerin tümü ekonomilerinin daralmasına karşın maliye politikalarını sıkılaştırmışlar (sıkılaştırmak zorunda kalmışlar). Tam tersine, küresel krizin yarattığı daralmaya verdikleri tepki maliye politikalarını gevşetmek olmuş (Tablo 1).

#### Grafik 5 Eğiliminden arındırılmış reel GSYH



Kaynak: Çufadar ve Özatay (2017)

Not: Krizden hemen önceki zirve GSYH değerinin elde edildiği dönem yatay ekseninde 't' dönemi ile gösteriliyor.

Birbirine taban tabana zıt iki maliye politikası tepkisinin nedenleri neler olabilir? Akla gelen bir neden, küresel kriz sonrasındaki küresel koşulların böyle bir tepkiye elverişli olması. O dönemde gelişmiş ülkeler başta olmak üzere dünyanın büyük bir kısmında çok hızlı faiz indirimleri vardı. Gelişmiş ülkeler maliye politikasını gevşetmeye başlamışlardı. Vaktiyle, özellikle kriz yaşayan gelişmekte olan ülkelerin maliye politikalarını gevşetmelerine karşı çıkan IMF tavrını değiştirmiş, mali genişlemenin olumlu etkilerini tartışan çalışmalar yayınlamaya başlamıştı.<sup>5</sup> Elbette bu

<sup>4</sup> Küresel kriz sırasında yaşanan daralmalarda ülkeler arasında sadece birkaç çeyreklik faz farkı var. Bu fark, önceki dönem için daha fazla (Tablo 1).

<sup>5</sup> Bu çalışmanın yazarlarından Fatih Özatay 2009 yılında Brüksel'de Brugel düşünce kuruluşunda katıldığı bir toplantıda şahit oldu. Zamanın IMF Yürütme Direktörü maliye politikasını gevşetmenin ne denli yararlı olacağını anlatırken, masanın etrafında



gelişmelerin yükselen ekonomilerin maliye politikalarını gevşetmelerini kolaylaştırdığı belirtilebilir. Ancak, daha önemlisi şu: Bu ülkeler için finansal piyasaların algıladığı risk, küresel kriz öncesindeki kriz dönemlerine göre belirgin biçimde daha düşüktü. Elbette bunun arkasında da bu ülkelerin temel ekonomik göstergelerinin önceki dönemlere kıyasla genellikle daha düzgün olması vardı. Tablo 1 bu açıdan aydınlatıcı.<sup>6</sup>

**Tablo 1 Yükselen ekonomilerin maliye politikası ve risk primi göstergeleri**

Eğiliminden arındırılmış GSYH'nin kriz öncesi tepe ve krizdeki dip dönemleri	Kamu borcu (% GSYH)	Döviz cinsi kamu borcu (% GSYH)	Kamu kesimi risk primi (EMBI)	Mali genişleme (% GSYH)
<b>"Küresel kriz"</b>				
Arjantin 2008.3-2009.2	58.5	...	1708	1.5
Brezilya 2008.3-2009.1	65.4	5.7	455	0.4
Meksika 2008.2-2009.2	39.3	11.7	399	1.5
Rusya 2008.2-2009.2	5.8	2.0	751	1.7
Güney Afrika 2008.3-2009.2	28.2	4.5	570	1.8
Türkiye 2008.1-2009.1	38.7	13.1	556	1.2
<b>"O zaman"</b>				
Arjantin 2001 ve 2002	165	117.8	5419	-1.6
Brezilya 1998.3-1999.1	53.0	9.5	1262	-3.7
Brezilya 2001.1-2001.3	66.0	15.8	974	-1.2
Endonezya 1997.3-1998.4	71.8	...	...	-3.0
Meksika 1994.4-1995.2	37.4	28.1	1179	-2.0
Rusya 1997.4-1998.3	99.0	90	3333	-3.5
Türkiye 2000.4-2001.4	72.0	20.2	892	-3.0

Kaynak: Özatay (2016)

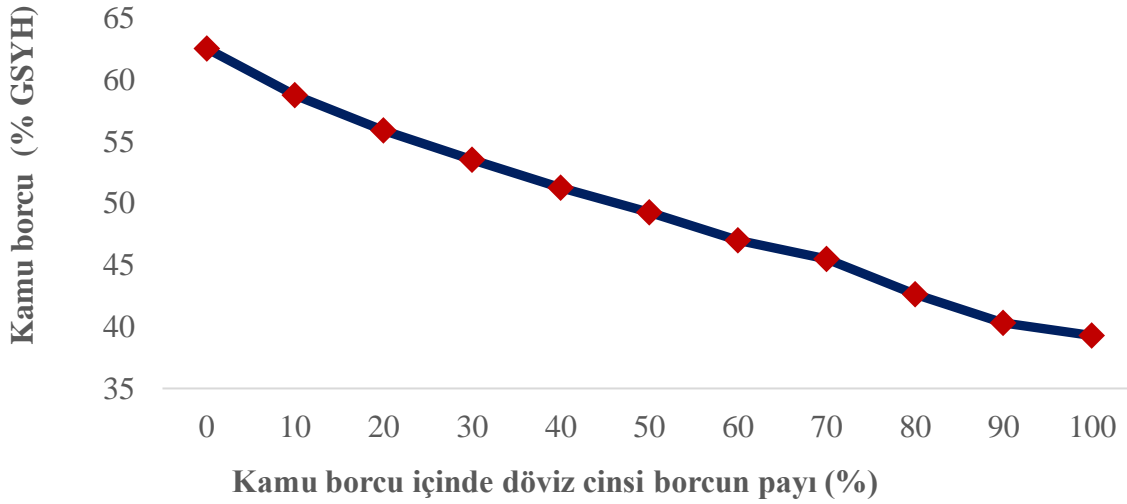
Ekonominin daralması durumunda ne ölçüde genişlemeci maliye politikalarına başvurulabileceğine ilişkin bir bulgu Çufadar ve Özatay (2017)'de var. Ortalama bir yükselen ekonomi için oluşturdukları bir modelden elde ettikleri simülasyon sonuçlarından konumuz açısından önemli olanı Grafik 6'da yer alıyor. Grafik, kamu borcu ve borcun döviz cinsinden olan kısmına bağlı olarak maliye politikasının sıkılaştırılması gereken eşik borç değerlerini gösteriyor. Aşağı doğru eğimli eğrinin üzerinde kalan her noktada maliye politikasında manevra alanı yok;

yer alan bazı yükselen ekonomilerin eski üst düzey yöneticileri, kendi ekonomileri için böyle bir politikanın zararlı olabileceğini, siyasetçileri tehlikeli uygulamalara itebileceğini ileri sürüyorlardı. Roller değişmişti.

<sup>6</sup> Gelişmekte olan ülkelerin belirgin özelliklerinden biri olarak, gelişmiş ülkelerin tersine, ekonomileri iyiye giderken maliye politikalarını gevşetmeleri, ekonomileri kötüye giderken de sıkılaştırmaları (sıkılaştırmak zorunda kalmaları) gösterilir. Bu olgunun özellikle kötüleşme dönemlerinde daha belirgin olduğu konusunda çok sayıda bulgu var. 2013'te yayınlanan bir çalışma, 2000-2009 dönemindeki gelişmeler dikkate alındığında, bazı gelişmekte olan ülkelerin bu gruptan kurtulduklarını gösteriyor. Aralarında Brezilya, Endonezya ve Türkiye de var. Ama dikkat: Bu "tersine dönmez" bir gelişme değil; tekrar bir alt lige düşmek elbette mümkün. Bu araştırmaların son bir örneği olarak Frankel, Vegh ve Vuletin (2013)'e bakılabilir.

sıkılaştırma gerekiyor. Sadece borç-GSYH oranının düzeyi değil, borcun ne kadarının yerli para cinsinden olduğu da önemli. Kamu borcu içinde yabancı para cinsinden borcun ağırlığı arttıkça, borç sınırı ve maliye politikasının manevra alanı daralıyor.

### Grafik 6 Kamu harcamalarının azaltılmasının büyüme oranını olumlu yönde etkilediği kamu borcu-döviz bileşimi eşik değerleri



Kaynak: Çufadar ve Özatay (2017)

Not: Eğrinin üzerindeki alanlarda mali sıkılaştırma büyüme oranını olumlu etkiliyor.

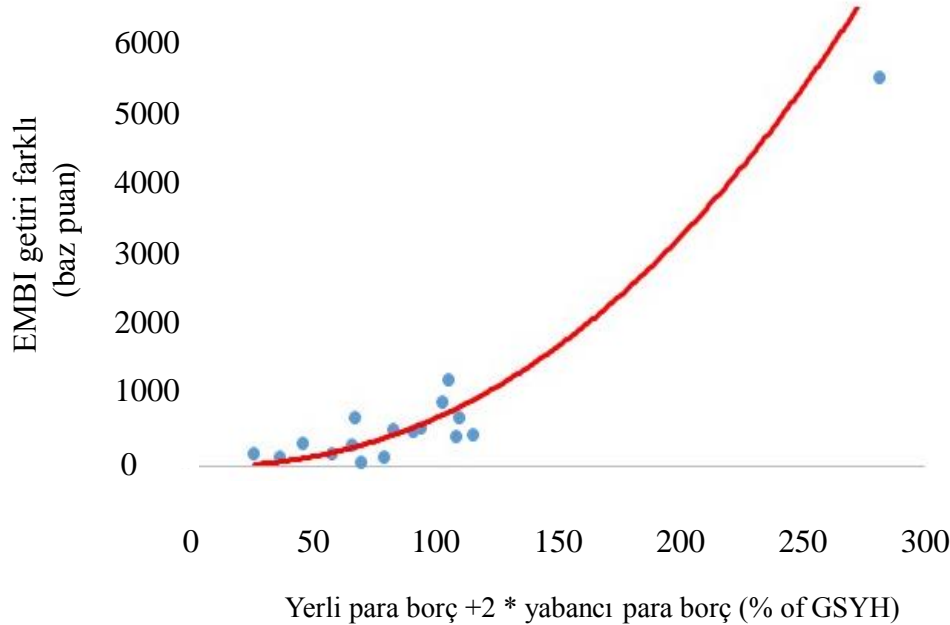
## II.3 Türkiye'nin Borç Sınırı ve Genişlemeci Maliye Politikası Borç Sınırı

Grafik 7, 2001 sonunda Arjantin hükümetinin "borcunu ödeyemeyeceğini" açıkladığı tarihte 19 yükselen piyasa ekonomisinin EMBI getiri farkları ile bu ülkelerin bir yıl sonrası için beklenen kamu borcu-GSYH oranları arasındaki ilişkiyi gösteriyor. Açık bir şekilde aralarındaki ilişki dışbükey; bir düzeyden sonra, borç artarken getiri farkı çok hızlı biçimde yükseliyor. Özatay (2019) temelinde bu ilişkinin yer aldığı bir model sunuyor. Dış şoklar (özellikle bir ülkenin ekonomik temellerin değişmemesine karşın o ülkeye ilişkin risk algılamasının sıçraması) anında hem kuru yükseltiyor hem kamunun borçlanma maliyetlerini artırıyor. Kamunun riskinin bankalara ve finansal olmayan şirketlere hızla yayılmasıyla iç talep ve GSYH olumsuz yönde etkileniyor. Bu olumsuzluk kamunun borç oranını daha çok artırdığından kısır sarmal güçlenerek sürüyor.

Bu modeli ödünç alıp Türkiye için "kalibre edip" çalıştırdığımızda elde edilen geleneksel borç sınırı ve genişlemeci maliye politikası borç sınırı değerleri farklı senaryolar altında Tablo 2'de yer alıyor. Tüm senaryolarda kamunun mevcut borcunun yüzde 45'nin döviz cinsinden, bankaların

dış borçlarının GSYH'ye oranının yüzde 20 düzeyinde ve finansal olmayan şirketlerin borcunun yüzde 60'ının yine döviz cinsinden olduğu kabul ediliyor. Maliyet değişikliklerinin fiyatlara yansımaları gelişmiş ülkelere kıyasla daha hızlı. Bir diğer varsayım, bankaların finans dışı şirketler kesimini izleme maliyetlerinin şu sıralarda yükseldiği yönünde. Bu koşullar altında Türkiye'ye ekonomik temellerinden bağımsız önemli şoklar geliyor. Bunların ilki Türkiye'ye ilişkin risk algılamasının aniden yükselmesi. İkincisi ise FED faizlerinin kademeli olarak artması. Bu iki şoktan ilki diğerine kıyasla çok daha belirleyici. Model, bu şoklar neticesinde Türkiye'nin yurtdışından borçlanma risk priminin yaklaşık 600 baz puan kadar artacağını tahmin ediyor. Dolayısıyla, şoklar güçlü. Karşılaştırmak için: 2001 krizinde de risk primi artışı yaklaşık bu kadardı. Küresel krizde ise bu artış 300 baz puan dolaylarında kaldı.

**Grafik 7 Kamu borcu – EMBI ilişkisi, 19 ülke, 24 Aralık 2001 EMBI getiri farkları ve 2002 sonu borç oranları**



Kaynak: Özatay (2019)

Temel senaryoda yukarıda özetlediğimiz özelliklerin yanı sıra Merkez Bankası'nın politika faizi tepkisini zamanında vermeyip daha sonra keskin biçimde vermesi de var. Temel senaryo Tablo 2'de 'S1' ile gösteriliyor. İkinci senaryoda Merkez Bankası faiz tepkisini zamana yayarak veriyor. Farklı bir ifadeyle, aniden politika faizini yükseltmesi gerekmiyor ('S2' senaryosu). Ancak S2, Merkez Bankası'nın bu politikasının temel senaryoda oluşan risk algılamasını değiştirmedeği

kabulüne dayanıyor. Bu gerçekçi olmayabilir; Merkez Bankası'nın üzerine düşeni yapmasının risk algılamasını bir miktar düşürmesi daha makul görünüyor. Bu nedenle, üçüncü senaryoda ('S3') S2'den farklı olarak ilk şokun şiddeti azaltılıyor. Her üç senaryoda da genişlemeci maliye politikası tepkisi aynı: Sadece ilk dört çeyrekte (ilk yılda) GSYH'nin yüzde 3.75'i kadar kamu harcamaları artırılıyor. Bu, yaklaşık 30 milyar dolarlık bir harcama artışı demek. Dolar cinsinden ölçmemizin nedeni şirketler kesiminin açık pozisyonu ile karşılaştırabilmek. Bu değer, açık pozisyonun yalnızca yaklaşık yüzde 15'ine karşı geliyor.

Merkez Bankası'nın faiz tepkisini zamanında ve kademeli olarak verdiği senaryolarda (S2 ve S3), hem borç sınırı hem de genişlemeci maliye politikası borç sınırı, faiz tepkisinin birden ve şiddetli biçimde verildiği senaryoya (S1) kıyasla çok daha yüksek. Arada on puan fark var. Bu, tam zamanında ve dolayısıyla aşırıya kaçmaya gerek kalmadan kademeli olarak verilen faiz tepkisi altında gerçek manevra alanının da on puan daha fazla olduğu anlamına geliyor. Öte yandan, daha düşük bir dışsal şokun gerçekleştiği S3 senaryosu ile S2 karşılaştırıldığında, ne borç sınırı ne de genişlemeci maliye politikası borç sınırı farklı. Peki, farklı olan ne? Büyüme. Para politikasının zamanında devreye girdiği senaryo, Türkiye'ye ilişkin riskleri azalttığı için, gelen şokun şiddeti azalıyor ve izleyen dönemlerdeki büyüme kaybı çok daha az oluyor.

**Tablo 2 Borç sınırının, genişlemeci maliye politikası borç sınırının ve manevra alanının GSYH'ye oranı (%)**

	S1	S2	S3	S1A	S2A
<b>Borç sınırı</b>	56	63	65	53	60
<b>Genişlemeci maliye politikası borç sınırı</b>	36	45	46	33	41
<b>Mevcut borç oranı</b>	32	32	32	32	32
<b>Gerçek manevra alanı</b>	4	13	14	1	9
<b>Olası borç oranı</b>	37	37	37	37	37
<b>"Gerçek gerçek" manevra alanı</b>	-1	8	9	-4	4

Kaynak: Mevcut borç oranı: Hazine ve Maliye Bakanlığı. Kalanı: Yazarların hesaplamaları.

Elbette, tablodaki değerleri "kesin" rakamlar olarak almamak gerekiyor. Sonuçta -adı üstünde- bir modelden elde ediliyorlar; bir hata payı içeriyorlar. Ama genişlemeci maliye politikası borç sınırımız hakkında önemli bir bilgi verdikleri de açık. Bu bilgi, gerçek manevra alanımızı hesaplayabilmek için çok önemli. Ayrıca, S1, S2 ve S3 senaryoları arasındaki farklar para politikası tepkisinin ve ona ilişkin risk algılamasının ne denli önemli olduğunu da gösteriyor.

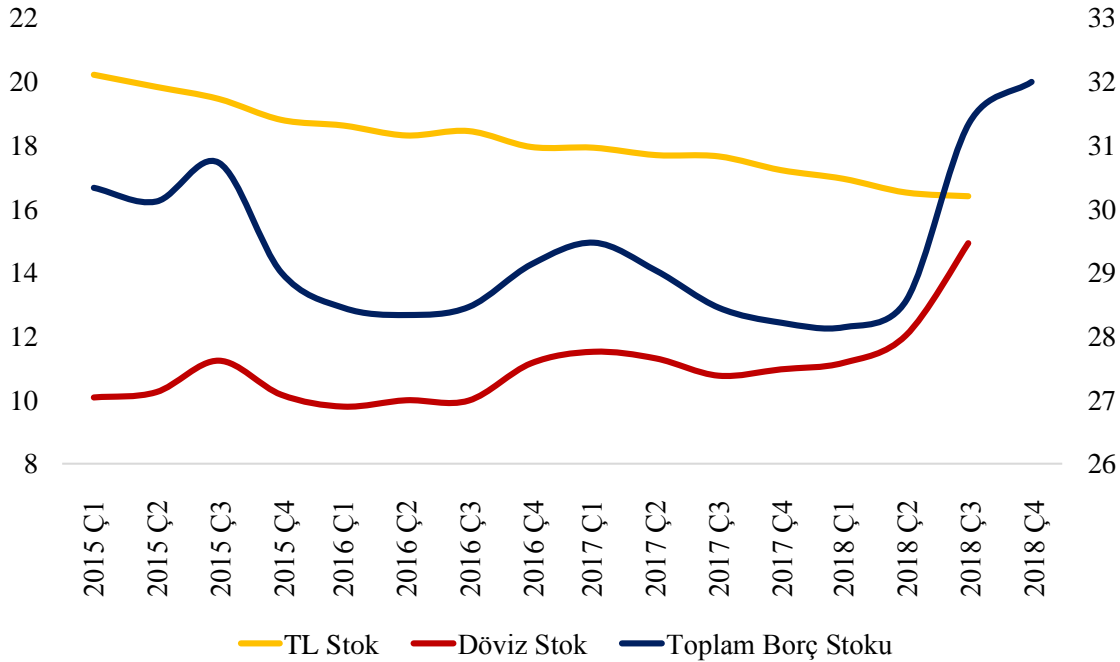
## **II.4 Türkiye'nin Maliye Politikası Manevra Alanı**

Yukarıda özetlediğimiz iktisat yazınında tanımlandığı biçimdeki "manevra alanı" ile Özatay (2019)'un tanımladığı biçimdeki "gerçek manevra alanı" hesaplamalarını yapabilmek için borç

sınırı ve genişlemeci maliye politikası borç sınırı verilerine ek olarak, bir veriye daha ihtiyacımız var: Mevcut kamu borcu-GSYH oranımız. 2018'in üçüncü çeyreği itibariyle bu oran yüzde 31.3 düzeyinde. Yılın son çeyreğinde GSYH'nin azalacağı dikkate alınırsa yılın sonunda borç oranımızın yüzde 32 düzeyinde gerçekleşmiş olabileceği düşünülebilir (Grafik 8).

Bu değer dikkate alındığında, S2 ve S3'de manevra alanımız sırasıyla GSYH'nin yüzde 13 ve 14'ü kadarken, S1 senaryosunda GSYH'nin yüzde 4'ü kadar. Çok fark var arada. Hangisi? Bunu daha sağlıklı değerlendirebilmek için S1 ve S2 senaryolarında modelden (mevcut borç oranımızı ve döviz-lira bileşimini veri olarak) elde edilen Merkez Bankası faiz tepkisini dikkate almak gerekiyor. Mevcut faiz oranları ve modelden elde edilen faiz patikaları dikkate alındığında gerçeğin iki senaryo arasında bir yere düştüğü söylenebilir.<sup>7</sup> Farklı bir ifadeyle, genişlemeci maliye politikası borç sınırimız yüzde 39-42 civarında bir yerde gibi görünüyor. Mevcut borç oranı dikkate alındığında, gerçek manevra alanımızın GSYH'ye oran olarak yüzde 7-10 aralığında olduğu belirtilebilir. Elbette daha şiddetli bir dışsal şok (Türkiye'ye ilişkin daha şiddetli ve daha hızlı bir iştah kaybı) bu alanı daraltır, tersi ise alanı genişletir. Mühendislik hesaplamalarında sık kullanılan deyimle "güvenli alanda kalmak için" alt sınırı dikkate almakta yarar var.

**Grafik 8 Hazine borç stokunun GSYH'ye oranı: 2015 Ç1-2018 Ç4 (%)**



Kaynak: Hazine ve Maliye Bakanlığı, TEPAV hesaplamaları

Not: Sağ eksen toplam borç içindir ve son çeyrek tahmindir.

<sup>7</sup> Para politikası ayrıntısına daha fazla girmiyoruz. Başka bir Ekonomide Seyir Defteri'nin konusu olsun.

### **III. GERÇEK MANEVRA ALANIMIZ NE KADAR GERÇEK?**

Bu aşamada akla gelen soru şu: Mevcut borç oranımızı kullanarak gerçek manevra alanımızı belirlemek ne ölçüde sağlıklı? Tahmin edileceği gibi bu sorunun sorulmasının altında yatan neden şu: Hazine'nin gelir ve borç garantileri var ve işsizlik fonu kaynaklarının bir kısmı bu dönemde cömertçe kullanılıyor. Ayrıca banka ve şirket bilançolarını 2018 yılı kur intibakının getirdiği olumsuz etkilerden arındırmak için kamu kaynaklarına yoğun bir biçimde başvurmak da gerekebilir. Kötü bir senaryo altında bunların bir kısmı gerçekleşirse mevcut borç stokumuz ne kadar yükselir? Bu sorunun ortaya atılmasının bir nedeni de 1997-98 Asya krizinden elde edilen deneyimler. Bazı ülkelerde görünürde maliye politikasında bir sorun olmamasına karşın, o ülkelerin hazinelerinin verdikleri garantilerin devreye girmesiyle borç oranlarının hızla yükseldiği biliniyor. Bu olgu, "aday kamu açıkları (prospective deficits)" adlı bir iktisat yazınının gelişmesine de yol açtı zamanında (mesela Burnside, Eichenbaum ve Rebelo, 2001).

Bu önemli soruyu yanıtlayacak veriye resmi olarak henüz sahip değiliz. Ancak YEP iki konuda adım atmaya söz veriyordu, oradan hareket edebiliriz. Birincisi, öncelikle 2018 yılı kur intibakının banka bilançolarında yol açtığı olası olumsuz etkiyi gösteren banka stres testlerinin yapılacağını vurguluyordu. Sonuçlar açıklanmadı, bunun yerine, BDDK Aralık ayındaki "testleri yaptık, ortada bir sorun yok" anlamına gelen 1,5 sayfalık bir açıklama yayımladı. Burada etkinin kaynağı, özel şirketlere açılan yabancı para cinsinden kredilerin kur intibakı sonrası şirketlerin geri ödeme kabiliyetini nasıl etkilediğini ortaya koymak. Grafik 1, şirketler kesiminin döviz pozisyonu açığının GSYH'nin yüzde 25'i civarında olduğunu gösteriyor yalnızca hadisenin boyutu hakkında bir mertebe ortaya koymak için.

İkinci olarak ise, YEP, son dönemde kamu altyapı projelerinin finansmanında kullanılan Yap-İşlet-Devret (YİD) sözleşmelerinin yeni bir biçime kavuşturulacağı müjdesini veriyordu. En son şehir hastaneleri nedeniyle YİD kaynaklı aday kamu açıklarının ne düzeyde olduğu konusunda sistemde bir şeffaflık bulunmuyor. Halbuki bu tür aday kamu açıklarını bir an önce açıklıkla ortaya koymak istikrar için son derece önemli.

Üçüncü olarak ise, şirket ve banka bilançolarını kur intibakının (şokunun) etkisinden arındırmak için ne tür bir yol izleneceği kamu borcu toplamının seyrini yakından ilgilendiriyor. Türkiye, TARP (Troubled Assets Relief Program - Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı) benzeri bir adım tasarlayacaksa, bunun kamu borç stokuna getireceği geçici ya da kalıcı şoku da analize dâhil etmek gerekiyor.

Tüm bunların üzerine bir de Mart 2019 yerel seçimlerini hedef alan aday kamu açıkları yaratma süreci var. Örneğin, işverene asgari ücret desteği olarak yapılacak ödeme aslında işverenin ödemesi gereken sigorta primlerinden mahsup ediliyor. Bu durumda, efektif olarak sosyal sigorta vergilerinde bir nevi indirim yapılmış oluyor. Bu durumda, sistemde ileriye yönelik koşullu kamu yükümlülükleri ve sosyal güvenlik sistemi kaynaklı aday kamu açıkları artıyor.

Burada vurgulanması gereken nokta şu: Aday kamu açıklarının borç oranımızı ne ölçüde yükseltebileceğine dair şeffaflığa ihtiyaç var. Belki de aday açıkların borç oranına etkileri fazla olmayacak. Ne olursa olsun, Türkiye'ye ilişkin risk algılamasını düşürmek ve "gerçek gerçek" manevra alanımızı bilebilmek için elzem bu bilgi. Evet, bir baskı hatası yok: Gerçek manevra alanımız, "gerçek gerçek" manevra alanımıza dönüştü. Aday bütçe açıklarının borç oranımızı beş puan artırdığını düşünelim ve buna "olası borç oranı" diyelim. Bu artışın hepsi yerli para cinsinden olsun. Bu durumda, genişlemeci maliye politikası manevra alanımız önemli ölçüde daralmış oluyor; "gerçek gerçek" manevra alanımızın pek fazla olmayabileceği ortaya çıkıyor (Tablo 2).

Vurgulanması gereken bir önemli nokta da şu: Aday açıklar mevcut borca tümüyle döviz cinsinden borç olarak yansır, olası borç oranı elbette değişmiyor ama artık borcun döviz cinsinden olan kısmı yüzde 45 değil yüzde 54 oluyor. Model, farklı döviz borç oranları için farklı sonuçlar verecek şekilde düzenlendiğinden, bu durumu hem S1 hem de S2 senaryosu için inceliyoruz (Tablo 2: S1A ve S2A). Bu durumda gerçek gerçek manevra alanı, GSYH'nin eksi yüzde 4'ü ile artı yüzde 4'ü arasında bir yere düşüyor. Arada bir değer alınır, manevra alanı kalmadığı görülüyor (Tablo 2). Bu son senaryonun önemi şurada: Hazine'nin garantilerinin ne kadar döviz cinsinden olduğu da önemli. Döviz cinsi garantilerin ağırlığı arttıkça, maliye politikasında manevra alanı daha hızlı daralıyor.

## **IV. SONUÇ**

Türkiye bugünlerde ilginç bir süreçten geçiyor. YEP bir yandan mali disipline vurgu yapıyor. Öte yandan, hızla daralan iç piyasayı canlandırmak için mali disiplinden feragat edildiği izlenimini veren politika önlemleri art arda açıklanıyor. İlk bakışta, Türkiye'de iktisat politikası gündemini bir disiplin/disiplinsizlik ikilemine hapsetmek mümkün gibi görünüyorsa da, hakikat çok daha dikkatli bir bakış açısını gerektiriyor.

2008-2009 küresel krizi, genişlemeci maliye politikası konusunda, disiplinli bir mali disiplinsizlik'in pekâlâ mümkün olabileceğini gösterdi. Disiplinli mali disiplinsizlik alanı kamu borcunun GSYH'ye oranı ile yakından alakalı. Disiplinli mali disiplinsizlikten kastedilen, büyüme açısından olumlu sonuçlar doğuracak genişlemeci bir maliye politikası. Farklı bir ifadeyle, ne olursa olsun maliye politikasının gevşetilmesi (disiplinsiz bir mali disiplinsizlik) değil, aksine algılanan riskleri azaltacak bir gevşeme (disiplinli bir mali disiplinsizlik) kastediliyor. Bu tür büyüme dostu maliye politikasının uygulanabileceği bir maksimum kamu borcu-GSYH oranı var. Bu sınırın üzerinde büyüme açısından olumlu sonuçlar elde etmek mümkün değil. Bu üst sınır, kamu borcunun döviz-yerli para bileşimi, ülkeye ilişkin riskler ve ülkenin karşılaştığı şoklara bağlı olarak değişiyor. Bu üst sınır ile mevcut kamu borcu-GSYH oranı arasındaki fark, disiplinli mali disiplinsizlik alanını (ya da raporda tanımlandığı şekliye gerçek manevra alanını) belirliyor. Ülkede iktisat politikası yönetimine ilişkin risk algılaması bu alanın görece olarak genişleyip

daralmasında çok önemli bir rol oynuyor. Mevcut borç oranı risk algılamasını azaltmadan “artırıldığında” ya da “arttığında” gerçek manevra alanı da daralıyor.

Türkiye'nin 2002-2018 arasında kamu borç stokunun GSYH içindeki payını–yüzde 80'lerden yüzde 30'lara doğru indirmiş olması aslında ilk bakışta ülkenin gerçek maliye politikası manevra alanının çok geniş olduğu izlenimini veriyor. Ancak, kamu hesaplarının -özellikle YİD yükümlülüklerinin artacak aday kamu açıkları konusunda- şeffaflıktan uzak olması ve 2018 kur intibakının banka ve şirket bilançolarındaki etkisini temizlemek için atılacak olası istikrar adımlarının mali boyutunun halen bilinmemesi nedenleriyle, maliye politikasının gerçek manevra alanı belli varsayımlar altında önemli ölçüde daralıyor. Maliye politikası manevra alanı daralırken atılan disiplinsiz maliye politikası adımları, ülke ile ilgili risk algılamasını olumsuz etkileyerek, iktisadi açıdan daraltıcı sonuçlar türetebiliyor. Oysa Türkiye'ye ilişkin algılanan riskleri azaltacak bir disiplinli mali disiplinsizlik teknik olarak hala mümkün. Farklı bir ifadeyle, yaşamakta olduğumuz ekonomik daralmanın şiddetini azaltmak, yeniden büyüme sürecine ekonomiyi sokmak ve üstelik bu sürecin başlangıç noktasını öne çekmek imkânı hala var.



## **KAYNAKÇA**

Burnside, Craig, Martin Eichenbaum, Sergio T. Rebelo, 2001, "Prospective Deficits, and the Asian Currency Crisis," *Journal of Political Economy*, Vol. 109, No. 6, 1155-1197.

Çufadar, Ali, Fatih Özatay, 2017, "Sovereign Risk, Public Debt, Dollarization, and the Output Effects of Fiscal Austerity," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 72, April, pp. 75-92.

Frankel, Jeffrey A., Carlos A. Vegh, Guillermo Vuletin, 2013, "On Graduation from Fiscal Procyclicality," *Journal of Development Economics*, Vol. 100, No. 1, 32-47.

Ghosh, R. Atish, Jun I. Kim, Enrique G. Mendoza, Jonathan D. Ostry, Mahvash S. Qureshi, 2013, "Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies," *The Economic Journal*, Vol. 123, February, pp. F4-F30.

Mendoza, Enrique G., Jonathan D. Ostry, 2008, "International Evidence of Fiscal Solvency: Is Fiscal Policy Responsible?" *Journal of Monetary Economics*, Vol. 55, No. 6, pp. 1081-1093.

Özatay, Fatih, Güven Sak, 2002, "Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-01 Financial Crisis", *Brookings Trade Forum*, 121-172.

Özatay, Fatih, 2016, "The Policy Response in Emerging Market Economies in the G-20," *Managing Complexity: Economic Policy Cooperation After the Crisis* içinde, Bölüm 8, 207-237, editörler Tamim Bayoumi, Stephen Pickford, Paolo Subacchi (Washington, D.C., Brookings).

Özatay, Fatih, 2019, "Fiscal Space and Fiscal Stimulus Debt Limit in Emerging Economies," yayınlanmamış çalışma.