



türkiye ekonomi politikaları araştırma vakfı

Yapısal reformsuz kredi notu artışı olmaz

Ozan Acar

Ekonomi Politikaları Analisti

TEPAV Politika Notu

Ocak 2011

Yapısal reformsuz kredi notu artışı olmaz¹

I. Yönetici Özeti

Küresel finansal krizin başlamasıyla birlikte birçok ülkede vergi gelirleri azalırken harcamalar artmaya başladı. Böylelikle, söz konusu ülkelerdeki kamu mali dengeleri önemli ölçüde bozuldu. Kamu maliyesindeki bozulma, ülkelerin borçlanma gereklerini arttırdı ve bunun doğrudan bir sonucu olarak da borç oranları yükseldi. ABD başta olmak üzere gelişmiş ülkelerde hissedilen etki gelişmekte olan ülkelere daha yıkıcı oldu. Hasarın en şiddetli hissedildiği ülkeler, bugünlerde borcun sürdürülebilirliği konusunda sıkıntı yaşayan, İrlanda, İspanya, Portekiz ve Yunanistan oldu.

Türkiye, gelişmekte olan bir ülke olarak krizin kamu maliyesi üzerindeki etkisini sınırlı ölçüde hissetti. 2001 krizinden sonra tesis edilen mali disiplinin bu resmin ortaya çıkmasındaki katkısı büyük oldu. Türkiye'nin kamu maliyesi göstergeleri, 2010 itibarıyla, gelişmiş ülkelerin neredeyse tamamından daha iyi bir görünüm sergiliyor. Türkiye'nin bütçe ve faiz dışı denge ve borç oranı göstergelerindeki durumunun, sıkıntı içerisindeki Euro bölgesi ülkelerinin tamamından daha iyi olduğu görünüyor.

Türkiye'nin kamu mali göstergeleri gelişmiş ülkelere kıyasla çok daha olumlu bir durumda olsa da kredi notu henüz yatırım yapılabilir ülkeler düzeyinde değil. Kamu mali göstergelerindeki iyileşmeye rağmen, İrlanda, İspanya ve Portekiz, kredi notu sıralamasında halen Türkiye'den yukarıda bulunuyor. 2000'den sonra gerçekleşen kredi notu değişiklikleri ile bütçe ve faiz dışı denge göstergelerinin ve kamu borç oranının beklendiği gibi birlikte hareket etmediği görünüyor.

Ülkeleri, mali yükümlülüklerini eksiksiz ve zamanında yerine getirebilme kapasitelerine göre değerlendiren kredi derecelendirme kuruluşlarının (KDK), Türkiye'nin notunu henüz yatırım yapılabilir ülkeler seviyesine yükseltmemesi ilk bakışta bir çelişki gibi görünebilir. Ancak, analiz çerçevesi diğer ülkeleri kapsayacak şekilde genişletilip bütçe açığı ve borç oranı göstergeleriyle ülkelerin kredi notları arasındaki ilişki incelendiğinde bunun bir çelişki olmadığı görünüyor. Kredi notu AAA olan birçok ülke, Türkiye'den daha yüksek bütçe açığı ve borç oranına sahip bulunuyor. Buna karşılık, kredi notu Türkiye'den daha olumsuz olan diğer ülkelerin önemli bir bölümünün ise bütçe açığı ve borç oranları Türkiye'den daha düşük seyrediyor. Bu durum da kredi notunu belirleyen faktörlerin daha yakından incelenmesini gerektiriyor.

¹ Bu çalışmanın büyük bir bölümünü Brookings Enstitüsü Küresel Ekonomi ve Kalkınma Programı'nda misafir analist olarak bulunduğum dönemde hazırladım. Brookings Başkan Yardımcısı Kemal Derviş'e bana bu fırsatı sağladığı ve çalışmada yol gösterdiği için teşekkür ederim. Hiç şüphesiz çalışmada savunulan görüşlerden ve kalan hata ve eksikliklerden ben sorumluyum.

e-posta: ozan_acar@hks11.harvard.edu

Çalışmanın ekinde yer alan Tablo E.1’den de görüleceği gibi bütçe açığı ve borç oranı göstergeleri KDK’ların, ülkelerin kredi notlarını belirlerken kullandıkları kriterler arasında yer alıyor. Ancak, yukarıda da belirtildiği gibi bu göstergeler tek başlarına ülkelerin kredi notları üzerinde belirleyici olacak güce sahip değil. Bu çalışmada yapılan analizler, faiz harcamalarının vergi gelirlerine oranı, cari açık, büyüme ve reel döviz kuru volatilitesi gibi göstergelerin ülkelerin kredi notlarının belirlenmesinde kritik bir öneme sahip olduğunu gösteriyor. Türkiye, diğer ülkelerle karşılaştırıldığında, bu göstergelerde dezavantajlı bir konumda görünüyor. Bu çalışmada ışıktutulacak olan bu parametreler, Türkiye’nin iyileşen kamu maliyesi göstergelerine rağmen kredi notunun düzeyinin neden gelişmiş ülkeler düzeyine ulaşamadığını da önemli ölçüde cevaplamış oluyor.

Türkiye’nin, kredi notunu 2001’den sonraki kazanımlar sayesinde taşıyabildiği seviyenin üzerine çıkarabilmesi için yeni bir ekonomik programa duyulan ihtiyaç açıkça görünüyor. Kamu maliyesindeki kazanımların sürdürülmesi önemli olmakla birlikte kredi notu artışı için artık yeterli değil. Yeni ekonomik programın, bu çalışmada kredi notu üzerinde etkili olduğu gösterilen unsurlar dikkate alınarak tasarlanması, oldukça kritik bir öneme sahip. Ayrıca söz konusu program oluşturulurken, “özel sektörün rekabet gücü” gibi KDK’ların önem verdiği mikro alanların da hesaba katılması gerekiyor.

II. Küresel krizin ülkelerin kamu maliyesi üzerindeki etkileri

Amerika Birleşik Devletleri’nde 2007’de konut kredileri piyasasında başlayan problemler, kısa sürede küresel bir boyut kazanmıştır. Gelişmiş ülkelerin finans sektörlerinde başlayan çalkantılar reel ekonomiyi de etkisi altına alarak küresel ekonomide ciddi bir daralmaya sebep olmuştur. Dünya ticaretinin lokomotif durumundaki ülkelere ekonomik durgunluk; krizi, dış ticaret kanalı üzerinden gelişmekte olan ülkelere taşımıştır. Dış ticaret kanalına ek olarak, büyümenin finansmanını ağırlıklı olarak dış tasarruflara bağlı bir biçimde gerçekleştiren ekonomiler için küresel likiditedeki azalma, durgunluğu arttırıcı bir diğer önemli unsur olmuştur.

ABD, Avrupa Birliği (AB) ve son olarak gelişmekte olan ülkeler, ardı ardına krizin etkisini hafifletici önlemler almaya başlamışlardır. Merkez bankalarının kamu borç senetlerini satın alması, banka kurtarma operasyonları, vergi indirimleri, sosyal harcamaların arttırılması ve hatta doğrudan özel şirketlere kamu kaynaklarının aktarılması gibi adımlar hızla atılmaya başlanmıştır. Kriz ertesinde ekonomiyi canlandırmaya yönelik olarak alınan tedbirler ve krizle birlikte vergi gelirlerindeki azalma neticesinde, ulusal ekonomilerin kamu mali dengeleri önemli ölçüde bozulmuştur. Geçmiş dönem finansal çalkantılarının tarihsel bir perspektifte ele alındığı Reinhart ve Rogoff (2009)’da, finansal krizlerin ardından çoğunlukla kamu maliyesinde yaşanan olumsuzluklar sonucunda bir borç krizinin kapısının aralandığı vurgulanmaktadır. 2008’in ikinci yarısından itibaren Euro Bölgesi’nde (EB) yaşanan sıkıntılar, söz konusu riskin gerçekleştiğinin bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir.

Krizin kamu maliyesinde sebep olduğu tahribatın düzeyi gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Genel hükümet bütçe dengesinin milli gelir içerisindeki payı; gelişmiş ülkelerde, 2007’de yüzde -1,1’den, 2009’da yüzde -8,1’e yükselmiştir. Bütçe açığındaki artışa paralel olarak, genel hükümet kamu borcunun milli gelir içerisindeki payı yüzde 72,8’den 92,4’e ulaşmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde ise tahribat daha sınırlı olmuştur. Genel hükümet bütçe dengesinin milli gelir içerisindeki payı 2007’de yüzde 0’dan, 2009’da yüzde -4,2’ye gerilemiştir. Borç oranı ise yüzde 36,2’den, sadece yüzde 37,4’e yükselmiştir (IMF, 2010)².

Krizin, Türkiye’nin kamu mali göstergeleri üzerindeki etkisi, diğer birçok gelişmekte olan ülkeye benzer biçimde kısıtlı olmuştur. 2001 krizinden sonra uygulamaya konulan ekonomik programla birlikte kamuda önemli ölçüde tesis edilen mali disiplin, bu olumlu gelişmede önemli bir paya sahiptir. Ancak, Türkiye kredi reytinglerine (sovereign ratings) bakıldığında halen yatırım yapılabilir ülkeler kümesinde değildir. Bunun sebeplerinin iyi anlaşılması önümüzdeki dönemde, Türkiye ekonomisinin sürdürülebilir ve yüksek bir büyüme patikasına yerleşebilmesi için son derece önemlidir.

Çalışmanın sonraki bölümünde, EB’deki krizin gelişimi anlatılacak ve EB ülkeleri ve Türkiye’nin mali göstergelerine yönelik bazı değerlendirmelerde bulunulacaktır. Daha sonra, Türkiye’nin kredi notu ile çeşitli kamu maliyesi göstergelerinin zaman içerisindeki hareketleri beraberce ele alınacaktır. Son bölümde ise ülkelerin kredi reytinglerinin belirleyicileri üzerinde durulacak ve Türkiye’nin nispeten olumlu kamu mali göstergelerine rağmen, halen yatırım yapılabilir ülke kümesinde yer almamasına sebep olan bazı faktörler açıklığa kavuşturulacaktır.

III. Euro Bölgesi krizinin arka planı ve Türkiye karşılaştırması

EB ülkelerindeki mali sıkıntıların arka planı

Küresel krizin başlamasıyla birlikte, ulusal ekonomilerin kamu maliyesinde izledikleri genişlemeci politikalar ve vergi gelirlerindeki düşüşlerle birlikte borç oranlarında ciddi artışlar yaşanmıştır. ABD’nin borç oranının 2007’de yüzde 60’dan, 2010’da yüzde 95’e ulaşacağı tahmin edilmektedir. Buna karşılık, EB bir bütün olarak ele alındığında, söz konusu oranın aynı dönemde yüzde 65’ten, 85’e yükseleceği öngörülmektedir (IMF, 2010). Kriz ertesi dönemde ABD’nin borç oranlarındaki artış, EB’de olduğundan daha yüksektir. Ancak, ABD’de şu an için kamu borcunun sürdürülebilirliği konusunda herhangi bir endişe yaşanmazken, EB için benzer bir değerlendirme yapmak mümkün görünmemektedir. ABD merkez bankasının, gerekli olması durumunda tahvil ve bono satın alabilmesi mümkünken, EB ülkelerinin bağımsız bir para politikası çerçevesine sahip olmayışları bu farklılığın ortaya çıkmasındaki temel etken olarak gösterilebilir.

Kamu borcunun milli gelire oranındaki artış EB’de, ABD’de gerçekleşenden daha sınırlı olsa da, EB’deki ekonomiler bireysel olarak incelendiğinde, özellikle bazı ülkelerin

² IMF, Fiscal Monitor, Kasım 2010

durumunun oldukça endişe verici olduğu göze çarpmaktadır. Söz konusu ekonomilerde kriz öncesi dönemde zaten yüksek olan kamu borcunun, kriz ertesi dönemde artmaya devam ettiği izlenmektedir. Bu çerçevede, Yunanistan, kamu maliyesinde en sorunlu olan ülke durumundadır. Nisan 2010'da EB'de yaşanan çalkantıların başlamasına sebep olan unsur, Yunanistan'ın kamu borcunun sürdürülebilirliğine yönelik endişelerin ortaya çıkması olmuştur.

Yunanistan, EB milli gelirinin sadece yüzde 2'lik bir bölümünü oluştursa da, içinde bulunduğu borcun sürdürülebilirliği problemi tüm bölgeyi tehdit eder hale gelmiştir. Kamu borcundan kaynaklı krizlerin çözümü için izlenebilecek iki yol bulunmaktadır. Birincisi, merkez bankasının kamu borç senetlerini satın almaya başlaması; ikincisi ise, borcun yeniden yapılandırılmasıdır. Yunanistan'ın bağımsız bir para politikası çerçevesi olmadığı için birinci seçenek uygulanabilir değildir. İkinci seçeneğin ise; krizin şiddetlenmesine sebep olacağı açıktır. Bunun sebeplerine kısaca değinecek olursak;

- a. Yunanistan'ın kamu borç senetlerinin neredeyse tamamı yabancılar tarafından tutulmaktadır. Almanya ve Fransa'daki finansal kuruluşlar, Yunanistan'ın toplam borcunun yaklaşık yüzde 50'sine sahiptirler. Borcun yeniden yapılandırılması durumunda söz konusu finansal kuruluşların darboğaza girmeleri ve bulundukları ülke ekonomisini sıkıntıya sokmaları kaçınılmazdır.
- b. Kendi haline bırakılması durumunda, Yunanistan'ın Avrupa Para Birliği'ni terk etme seçeneğini değerlendirmesi söz konusu olabilir. Bu durumda, euroya duyulan güvenin sarsılması ve şu anki durumdan çok daha vahim bir tablonun ortaya çıkması gerçekleşebilir.
- c. Yunanistan'ın borcunu yeniden yapılandırması durumunda; yatırımcılar arasında, kamu borcu nispeten yüksek seyreden diğer ülkelerin de ileride benzer bir durumla karşı karşıya kalmasına yönelik bir algı oluşacaktır ve bu ülkelerin risk primleri ve dolayısıyla faiz oranları artacak ve kendi kendini besleyen bir süreç neticesinde "kötü denge"ye ulaşılacaktır³.

Yunanistan'ın, sorunlarını yalnız çözmeye terk edilemeyeceğinin anlaşılması ile birlikte, EB maliye bakanları 2 Mayıs 2010'da 110 milyar euro tutarında bir yardım paketi açıklamışlardır. Söz konusu yardımın 30 milyar Uluslararası Para Fonu (IMF), geri kalanının ise EB'deki diğer ülkeler tarafından karşılanması kararlaştırılmıştır. Yunanistan, yardım karşılığında kamu maliyesinde köklü bir reform programı uygulayarak bütçe açıklarını azaltmayı, borç oranını düşürmeyi, finansal sistemi güçlendirmeyi ve aynı zamanda rekabet gücünü arttırmayı taahhüt etmiştir. Temelinde mali sıkılaştırmanın olduğu programdaki gelir arttırıcı ve harcama kısıcı önlemlerin 2010 ve 2011'de sırasıyla milli gelirin yüzde 2,5'i ve 4,3'ü olacağı hesap edilmektedir. Sosyal harcamalarda ve kamu çalışanlarının ücretlerinde yapılan indirimler, krizin hane-halkları üzerindeki etkisini arttırmaya başlamıştır. Yunanistan'daki sokak eylemlerinin temel sebebi de mali uyumun maliyetinin halka yansımalarıdır.

³ Marco Pagano, Fiscal crisis, contagion and future of euro <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5041>

Yunanistan'dan sonra İrlanda, İspanya ve Portekiz'e yönelik olarak benzer endişeler belirmeye başlamıştır. İrlanda ve İspanya'nın borç oranları Yunanistan'a kıyasla oldukça düşük olsa da kriz öncesinde inşaat sektöründe yaşanan canlanmanın kriz ertesinde yerini konut talebinde ve dolayısıyla fiyatlarında düşüşe bırakması, bu ülkelerin finansal sektörlerinin zor duruma düşmesine sebep olmuştur. Yatırımcılar, gelecekte İrlanda ve İspanya'nın, Yunanistan'a benzer bir kamu borcu problemi yaşaması ihtimalini bugünden risk primlerine yansıtmış ve bu ülkelerin borçlanma maliyetlerinin yükselmesine sebep olmuşlardır. Portekiz'deki durum ise, kamu borcunun yüksekliği sebebiyle Yunanistan'a benzer bir görünüm sergilemektedir.

EB liderleri, Yunanistan dışındaki ülkelere yönelik endişelerin artması neticesinde, krizin yayılmasını engellemek için, IMF'nin de 250 milyar euroluk katılımıyla, toplam 750 milyar euro tutarında bir destek paketi daha açıklamışlardır. EB ülkelerinin, piyasalardan borçlanma konusunda sıkıntı yaşamaları durumunda başvurabilecekleri kaynağın açıklanmasıyla birlikte piyasalardaki gerginliğin şiddeti azalmıştır. Buna ek olarak, Avrupa Merkez Bankası'nın, EB ekonomilerinin hazine kağıtlarını satın almasının önü de açılmıştır. Ancak, söz konusu adımlara ek olarak yapılması gereken bazı idari düzenlemelerin de olduğu sıkça dile getirilmektedir.⁴ Son açıklanan paketle birlikte Avrupa Para Fonu benzeri bir yapının kurulmasının da temelleri atılmış bulunmaktadır.

Türkiye ve sıkıntı içerisindeki EB ülkeleri karşılaştırması

Türkiye ekonomisinin kurumsal altyapısı, 2001 krizinden sonra uygulamaya konulan ekonomik program sayesinde önemli ölçüde yeniden yapılandırılmıştır. Kamu finansman dengesinin güçlendirilmesi ve bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması ekseninde oluşturulan ekonomik program, küresel finansal krizin olumsuz etkilerinin sınırlandırılmasına önemli katkılar yapmıştır. Türkiye'nin ve sıkıntı içerisindeki EB ülkelerinin kamu maliyesi göstergeleri karşılaştırıldığında Türkiye'nin bu çerçevede kat ettiği mesafe daha iyi anlaşılmaktadır.

Türkiye, 2005 ve 2006 yıllarında kamu bütçesinde dengeyi yakalayabilmiştir. Ancak, bütçe dengesi, seçim yılı olan 2007 ve küresel krizin etkilerinin belirginleşmeye başladığı 2008'de kademeli olarak kötüleşmiş ve 2009'da milli gelirin yüzde 5,6'sına ulaşmıştır. Ekonomiyi canlandırmaya yönelik vergi indirimleri ile birlikte sosyal harcamaların arttırılması gibi önlemler, bütçedeki bozulmaya sebep olmuştur. Krizle birlikte ilk olarak 2008'de büyümenin yavaşlaması ve 2009'da ise ekonomik daralmanın gerçekleşmesi, bütçe açığının milli gelir içerisindeki payının artmasında etkili olan bir diğer önemli unsurdur.

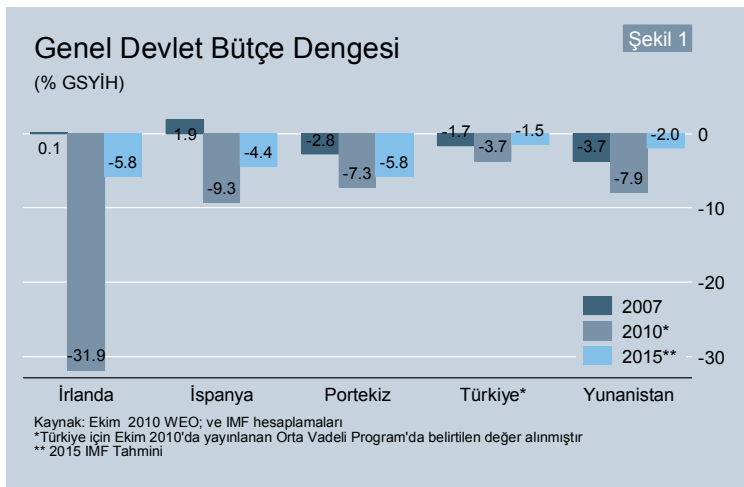
Bütçe dengesinin milli gelir içerisindeki payı dikkate alındığında, Türkiye'nin performansı, kriz öncesinde Portekiz ve Yunanistan'dan, kriz ertesinde ise mali güçlük içerisindeki tüm EB ülkelerinden daha başarılı görünmektedir. İrlanda ve İspanya'nın

⁴ Daniel Gros ve Thomas Mayer: Financial Stability beyond Greece: Making the most out of the European Stabilisation Mechanism. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5028>

bütçe dengelerinde krizle birlikte başlayan bozulmada; konut fiyatlarının düşmesi, bu durumun banka bilançolarına yansması ve kamunun sıkıntıya giren bankalara aktardığı kaynakların rolü büyüktür. Yunanistan ve Portekiz’de ise zaten olumsuz olan bütçe performansı krizle birlikte iyice kötüleşmiştir. Bu ülkeler, Türkiye’nin 2001’den sonra gerçekleştirdiğine benzer yapısal reformları yıllardır ertelemenin faturasını ödemek durumunda kalmışlardır. IMF tahminleri, Türkiye de dahil olmak üzere bu çalışmaya konu olan ülkelerin tümünde bütçe açıklarının 2015’e kadar azalacağını öngörmektedir. Türkiye’nin bütçe açığının, 2015 itibariyle kriz öncesi düzeyin altına düşeceği tahmin edilirken, Yunanistan hariç diğer tüm ülkelerin kriz öncesi seviyelerin uzun süre uzağında kalacakları öngörülmektedir.

Krizle birlikte bozulan bütçe dengesi

Temel tespitler



Türkiye, kriz öncesinde, Portekiz ve Yunanistan’dan daha iyi bir performans gösterdi

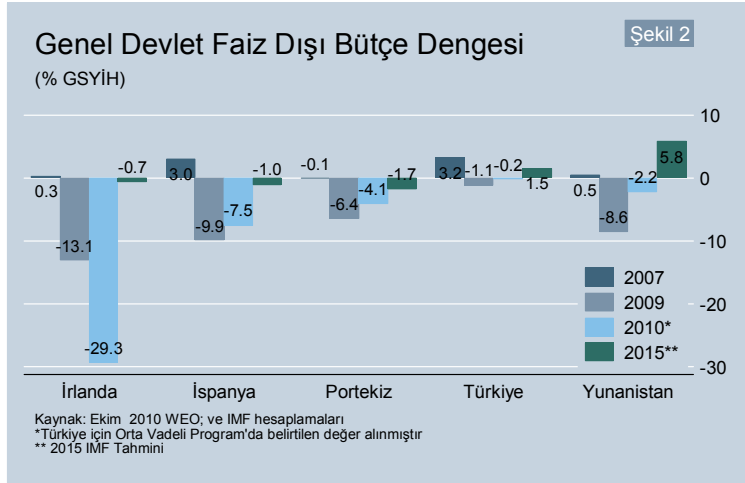
Kriz döneminde bütçe performansı en az bozulan ülke Türkiye oldu

Türkiye ve Yunanistan’ın 2015’te, kriz öncesi düzeyi yakalayacağı, diğer ülkelerde ise bunun mümkün olmayacağı öngörülüyor

Krizin, çalışmaya konu olan ülkelerin bütçeleri üzerindeki etkisi, faiz dışı dengenin seyrinden de izlenebilmektedir. Daha önce de belirtildiği gibi, krizle birlikte tüm ülkelerin faiz ve faiz dışı harcamaları önemli ölçüde artarken, vergi gelirlerinde ciddi bir gerileme gerçekleşmiştir. Kamu maliyesindeki bozulmayı sınırlamak üzere uygulamaya konulan tedbirler 2009’dan itibaren sınırlı da olsa etkisini göstermeye başlamış ve İspanya, Portekiz ve Yunanistan’ın faiz dışı açık oranları 2010’da nispeten azalmıştır. İrlanda’da da ise krizin etkisi 2010’da daha belirgin bir hal almış ve faiz dışı açık milli gelirin yüzde 30’una ulaşmıştır. Türkiye, gerek kriz öncesindeki gerekse 2009 ve 2010’daki faiz dışı denge performansı ile diğer ülkeleri oldukça geride bırakmıştır. Geleceğe yönelik olarak ise; İrlanda, İspanya ve Portekiz’in azalarak da olsa faiz dışı açık vermeye devam edecekleri öngörülmektedir. Buna karşılık, Yunanistan’da, son açıklanan programla uyumlu olarak, 2015’e kadar oldukça sıkı bir maliye politikasının izleneceği ve bu sayede faiz dışı açığın yerini fazlaya bırakacağı tahmini yapılmaktadır. Türkiye’nin ise ciddi bir mali uyuma gerek kalmadan makul düzeylerde faiz dışı fazla vermeyi sürdüreceği beklentisi bulunmaktadır.

Krizle birlikte artan faiz dışı açık

Temel tespitler



Türkiye, 2009 ve 2010'da mali güçlük yaşayan EB ülkelerinden daha iyi bir performans gösterdi

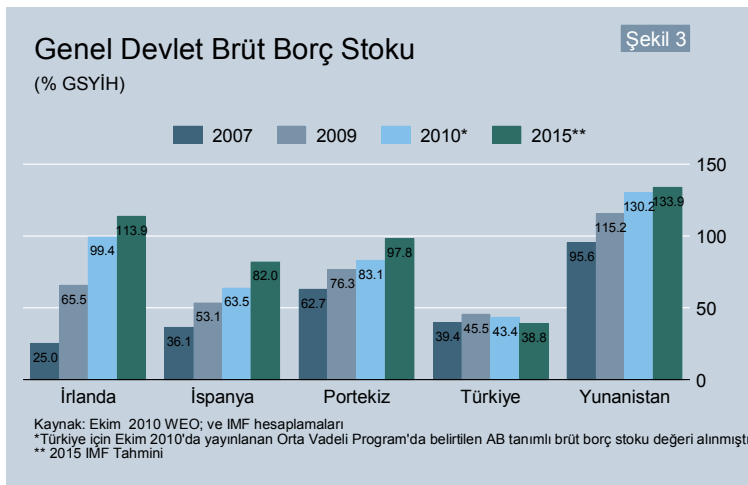
2009'dan itibaren, İrlanda hariç diğer ülkelerde nispi bir iyileşme var

İleriye dönük olarak, EB ülkelerinde mali uyumun maliyetinin yüksek, Türkiye'de ise sınırlı olacağı öngörülmüyor

Bütçe ve faiz dışı açıktaki artışla beraber, çalışmaya konu olan ülkelerin borçlanma gerekleri de yükselmiş ve kamu borcunun sürdürülebilirliği konusunda endişeler ortaya çıkmıştır. Türkiye'nin 2007 yılındaki brüt kamu borç oranına bakıldığında Portekiz ve Yunanistan'dan daha iyi bir durumda olduğu görülmektedir. İrlanda ve İspanya'da ise söz konusu oran, kriz öncesinde Türkiye'de olduğundan daha düşük bir düzeydedir. Krizle beraber, Türkiye dışındaki ülkelerin tümünde kamu brüt borç oranı rekor düzeylere ulaşmıştır. Türkiye'de ise, krizin etkisiyle birlikte, sınırlı bir yükseliş gerçekleşmiştir. Ancak, borç oranındaki sınırlı artışa rağmen; Türkiye'nin borçluluğu, diğer EB ülkeleriyle karşılaştırılamayacak kadar düşük bir düzeydedir. Yapılan tahminler, sıkıntı içerisindeki EB ülkelerinin tümünde borç oranlarının artmaya devam edeceğini, buna karşılık Türkiye'de ise borç oranının 2015 yılına kadar 2007 düzeyinin bile aşağısına gerileyeceğini göstermektedir.

Krizle birlikte artan kamu borçluluğu

Temel tespitler



EB'deki çalkantılar başlamadan önce Türkiye'nin borç oranı Yunanistan ve Portekiz'den daha düşük düzeydeydi

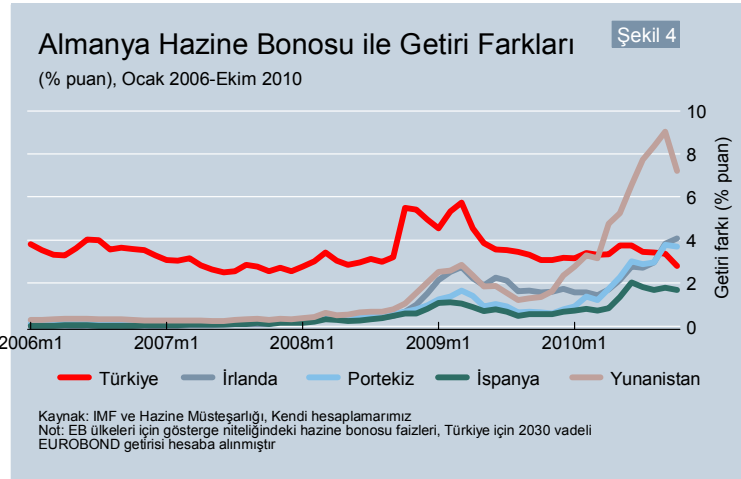
Krizin borç oranı üzerindeki etkisi, Türkiye'de sınırlı diğerlerinde ise yıkıcı oldu

Türkiye'nin borç oranı 2015'e kadar azalmaya devam ederken diğer ülkelerde borç yükü artacak

Krizin etkisi ülkelerin risk primlerindeki değişimden de izlenebilmektedir. Kriz öncesinde çalışmaya konu olan EB ülkeleri ile Almanya hazine bonosu getirileri arasındaki fark ile ölçülen risk primleri birbirine yakın seyretmiştir⁵. Ancak, 2008'in ilk aylarından itibaren, söz konusu ülkelerdeki hazine bonosu getirileri farklılaşmaya başlamıştır. Borcun sürdürülebilirliğine yönelik endişeler ve krizin iyi yönetilemediğine dair yaygın görüş, sıkıntı içerisindeki ülkelerin risk primlerine doğrudan yansımıştır. Ekim 2010'da Yunanistan ve Almanya'nın gösterge niteliğindeki hazine bonosu getirileri arasındaki fark 7 puana ulaşmıştır. Söz konusu değer İrlanda ve Portekiz'de yaklaşık 4, İspanya'da ise 2 puan düzeyindedir. EB ülkelerindeki krizin Türkiye üzerindeki etkilerinin henüz netleşmediği 2008 ortalarında, EUROBOND getiri oranları ile Almanya hazine bonosu faizleri arasındaki fark, Türkiye aleyhine açılmaya başlamıştır. Ancak, etkinin sınırlı olacağının anlaşılması üzerine, söz konusu fark 2009'un ilk aylarından itibaren kriz öncesi düzeylere gerilemiştir.

Krizle birlikte yükselen risk primi

Temel tespitler



Türkiye'deki EUROBOND getirileri ile Almanya hazine bonosu arasındaki fark 2008'in sonlarına doğru yükseldi

Krizin Türkiye üzerindeki etkisinin sınırlı olacağı anlaşılınca söz konusu fark eski seviyelere geriledi

Ekim 2010 itibariyle, İspanya hariç diğer ülkelerin risk primleri Türkiye'den daha yüksek

Kriz öncesi borç oranlarını yakalamak için 2011-2015 döneminde ulaşılması gereken ortalama faiz dışı fazlanın milli gelire oranı, krizin ülkelerin kamu maliyeleri üzerinde sebep olduğu tahribatı anlamaya yardımcı olacaktır. Makro istikrarı tesis etmek için, ekonomik büyümenin halihazırda sınırlı olduğu ve buna karşılık reel faizlerin yüksek seyrettiği bir ortamda kamu maliyesindeki bozulmayı telafi etmeye çalışmak, bu ülkelerdeki büyümeyi negatif etkileyecektir⁶. Mali uyumu gerçekleştirmenin siyasi ve iktisadi zorluğu da bu noktada belirginleşmektedir. Yaptığımız hesaplamalar, İrlanda, İspanya, Portekiz ve Yunanistan'da krizle birlikte bozulan kamu maliyesini düzeltmek için son derece sıkı bir maliye politikası uygulanmasının zorunlu olduğunu göstermektedir⁷. Türkiye'nin ise milli gelirin yüzde 1'inden daha az faiz dışı fazla

⁵ Avrupa Para Birliği'nin oluşturulmasındaki temel amaçlardan bir tanesi üye ülkelerde faiz oranlarının yakınsamasıdır.

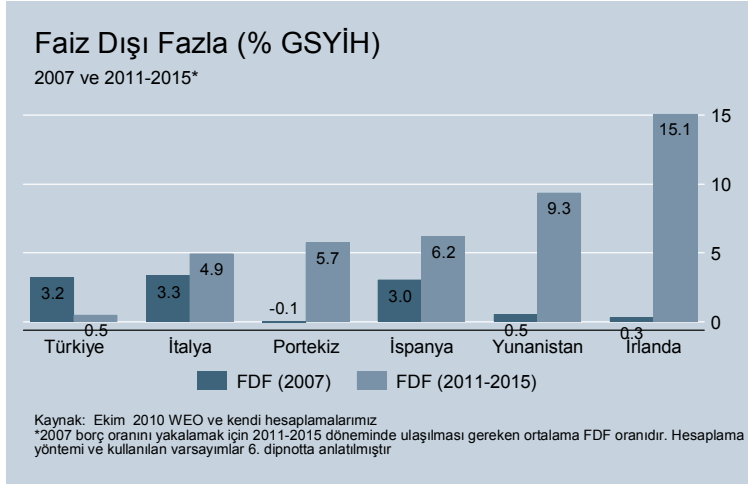
⁶ Detaylı analiz için bkz. Daniel Gros, 2010, "Adjustment Difficulties in the GIPSY Club", CEPR Working Paper No. 326.

⁷ Çalışmaya konu olan ülkelerin, 2007'deki brüt kamu borcu oranlarını yeniden yakalamaları için 2011-2015 döneminde ulaşmaları gereken ortalama faiz dışı fazlanın düzeyi, krizin maliye politikası üzerindeki faturasını gösterecektir. 2011-2015 ortalama faiz dışı fazla oranını hesaplamak için, $\frac{(1+r_t)}{(1+\gamma_t)} d_{t-1} - d_t$ denklemi kullanılmıştır. ps_t = t zamanındaki faiz dışı fazla oranı, r_t = t zamanındaki reel faiz, γ_t = t zamanındaki milli gelir büyüme oranı, d_t = t zamanındaki brüt borç oranını simgelemektedir. Büyüme oranı Ekim 2010'da yayınlanan World Economic Outlook'tan alınmıştır. Reel faiz oranı, projeksiyonların yapıldığı dönem için, tüm ülkelerde yüzde 3 olarak kabul edilmiştir.

vermek suretiyle 2015'te, 2007 borç oranının bile altına inmesi mümkün görünmektedir. Bu tespitler neticesinde, EB ülkelerindeki durumun ciddiyeti ve buna karşılık Türkiye'nin mukayeseli olarak avantajlı konumu bir sefer daha ortaya çıkmaktadır.

Krizin kamu maliyesi üzerindeki ağır faturası

Temel tespitler



Beşinci dipnotta belirtilen varsayımlar altında Türkiye'nin 2007 borç oranını, 2015'de yakalamak için önemli bir mali sıkılaştırmaya ihtiyacı bulunmamaktadır

Mali sıkıntı içerisindeki EB ülkelerinde ise, özellikle İrlanda ve Yunanistan'da, tam tersi bir durum göze çarpmaktadır

Bu bölümde yapılan değerlendirmeleri özetleyecek olursak; küresel finansal kriz, gelişmiş ülkelerin kamu maliyelerinde ciddi tahribatlara sebep olmuştur. Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkelerde ise krizin, bütçe açığı, kamu borcu ve faiz oranları gibi göstergeler üzerindeki etkisi sınırlı bir düzeyde kalmıştır. Türkiye'nin 1990'lı yıllardaki istikrarsız yapısı iyileştirilmeseydi, mali sıkıntı çeken EB ülkelerine benzer problemlerin Türkiye'de de yaşanması ihtimali olabilirdi. Ancak, 2001 krizinden sonra uygulamaya konulan ekonomik program sayesinde böylesine kötü bir senaryonun gerçekleşmesi engellenmiştir.

IV. Başarılı mali performansa rağmen yükselmeyen kredi notu bilmece

Son yaşanan küresel krizle birlikte kredi derecelendirme kuruluşlarına (KDK) duyulan güven sarsılmıştır. Özellikle, KDK'ların ABD'deki finansal kuruluşların riskliliğini görünür kılma konusundaki başarısız performansları, bu sonucun ortaya çıkmasının temel sebebidir. Siyasetçiler, akademisyenler hatta KDK yöneticileri krizin ortaya çıkmasında, KDK'ların sorumluluğu olduğunu kabul etmektedirler. Son olarak, 27 Haziran 2010 tarihinde, Kanada'nın Toronto şehrinde düzenlenen G20 Liderler Zirvesi'nin sonuç bildirgesinde KDK'lara yönelik regülasyon çerçevesinin güçlendirilmesine karar verilmiştir⁸.

Son dönemde yaşanan güven sarsıcı tüm gelişmelere rağmen, KDK'lar tarafından yayınlanan ülke reytingleri yatırımcılar için önemli birer gösterge olmaya devam

⁸ Sonuç deklarasyonu tam metni için bkz. http://www.g20.utoronto.ca/2010/g20_declaration_en.pdf

etmektedirler. Ülke reytingleri bireysel ya da kurumsal tüm yatırımcıların farklı ülkelere yönelik risk algılarının oluşmasında etkilidir. Yatırımcıların risk algılarının ise ulusal ekonomilerin para ve maliye politikaları için önemli yansımaları bulunmaktadır. Çalışmanın bu bölümünde kamunun mali performansı ile ülke reytingleri (sovereign ratings) arasındaki ilişki üzerinde durulacaktır. Bu çerçevede Türkiye'nin mukayeseli konumu hakkında bazı değerlendirmeler yapılacaktır.

Türkiye'nin başarılı mali performansı kredi notuna ne ölçüde yansdı?

Standard & Poor's (S&P), kredi reytinglerini oluştururken ülkelerin mali yükümlülüklerini eksiksiz ve zamanında yerine getirme kapasitelerini göz önünde bulundurmaktadır. Söz konusu değerlendirmeyi yapmak için çok sayıda iktisadi, mali ve siyasi risk faktörü dikkate alınmaktadır⁹. Türkiye'nin kredi notu, 1992'den bu tarafa 39 sefer değiştirilmiştir¹⁰. Türkiye, en son 19 Şubat 2010 tarihinde BB grubundaki durağan görünümlü ülke kategorisinden, şimdiye kadar ulaştığı en iyi düzey olan, BB+ grubundaki olumlu görünüm sınıfına dahil edilmiştir¹¹. Ancak, Türkiye halen yatırım yapılabilir ülke kategorisinde değildir. Buna ilaveten, kamu maliyesinde gösterdiği performansla, sıkıntı içerisindeki EB ülkelerini geride bıraksa da Türkiye'nin kredi notu, 2010 sonu itibarıyla Yunanistan hariç, bu ülkelerin gerisinde olmaya devam etmektedir. Bunun sebeplerine geçmeden önce, Türkiye'de kamu maliyesi göstergeleri ve kredi notunun gelişimine birlikte bakmak istiyoruz.

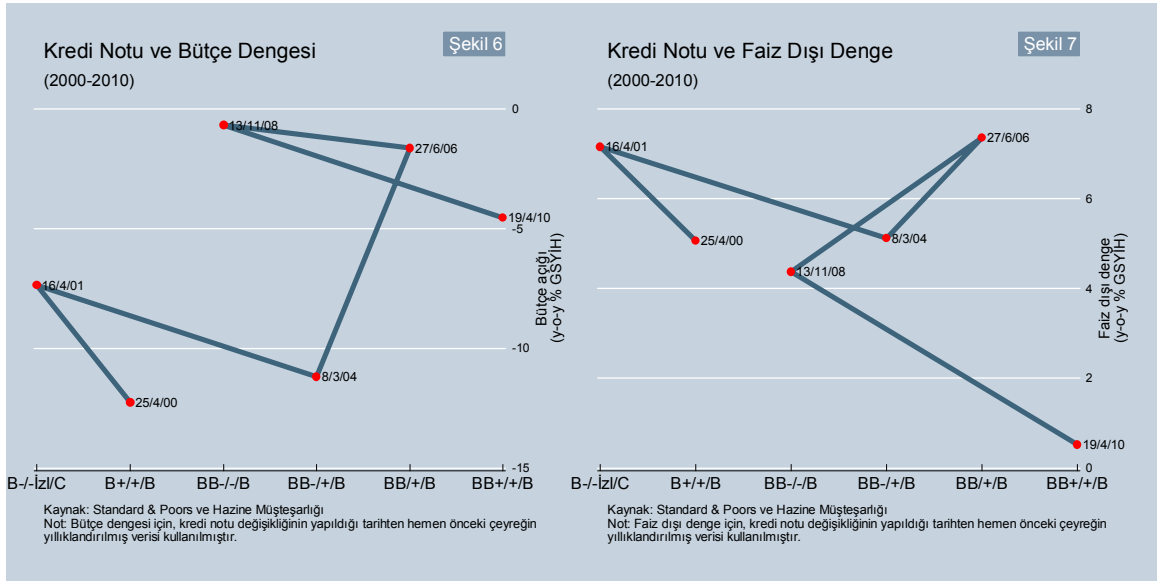
Türkiye'nin kredi notu ile bütçe ve faiz dışı dengeleri arasında anlamlı bir ilişki yoktur (Şekil 6 ve 7)¹². Türkiye'nin kredi notu, Nisan 2001'de Nisan-2000'deki düzeyin aşağısına çekilmiştir. Söz konusu değişiklik bütçe açığının görece olarak azalıp faiz dışı fazlanın artmasına rağmen yapılmıştır. Bu durum, 2001'in kriz yılı olması sebebiyle ilk bakışta normal karşılanabilir; ancak, Nisan 2001'den Mart 2004'e ve Haziran 2006'dan Kasım 2008'e gerçekleşen not değişimleri ve bütçe göstergeleri arasındaki ilişki de beklenenden farklıdır. Sonuç olarak, bütçe ve faiz dışı denge göstergeleri ile kredi notu arasında doğrudan bir ilişki kurmak mümkün görünmemektedir.

⁹ S&P ülke reytingleri metodoloji profili için çalışmanın ekindeki Tablo E.1'e bakınız.

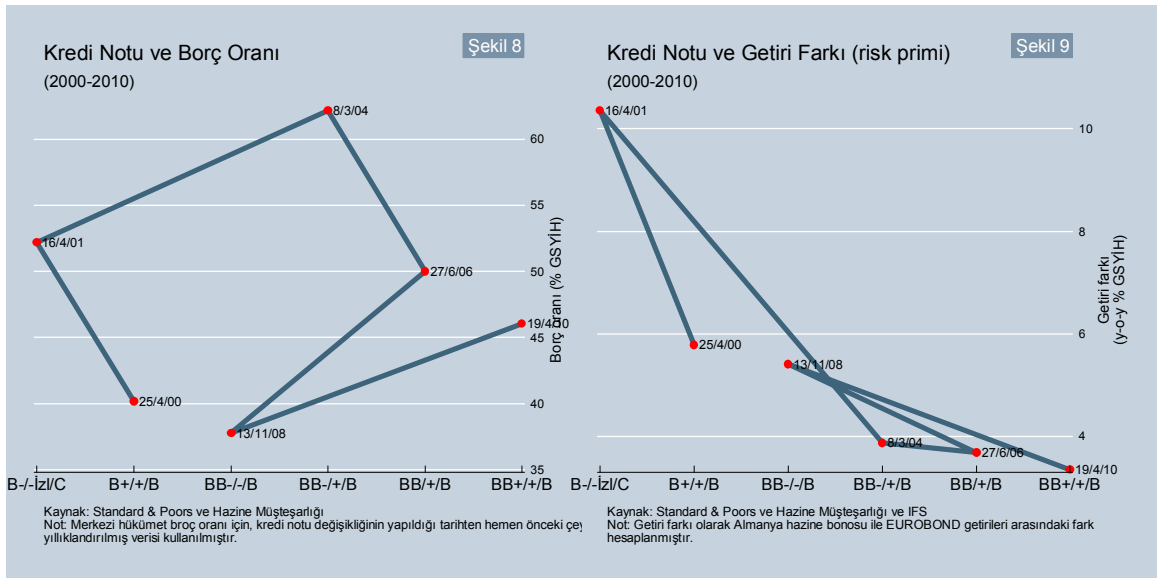
¹⁰ Türkiye'nin kredi notundaki tüm değişiklikler için çalışmanın ekindeki Şekil E.1'E bakınız.

¹¹ Kredi notu tanımlamaları çalışmanın ekinde açıklanmaktadır.

¹² Bu analizde, Türkiye'nin kredi notunda kapsamlı değişikliklerin yaşandığı dönemler incelenmiştir. Bir diğer ifadeyle sadece harf değişiklikleri dikkate alınmış, harfin değiştirilmeyip sadece görünümde (pozitif, durağan veya negatif) yapılan değişiklikler kapsam dışında bırakılmıştır.



Kamu borcunun milli gelire oranı ve risk primi ile Türkiye'nin kredi notu arasındaki ilişki Şekil 8 ve 9'da gösterilmektedir. Borç oranı ile kredi notu arasında anlamlı bir ilişki gözlenmemektedir. Nisan 2001'den Mart 2004'e borç oranı artarken Türkiye'nin kredi notu yükselmiştir. Haziran 2006'dan Kasım 2008'e ise borç oranı düşerken kredi notu kötüleşmiştir. Türkiye'nin risk primi ile kredi notu arasındaki ilişki ise beklendiği gibi negatif yönlü olmuştur. 2001 kriziyle beraber artan risk primine kredi notundaki düşüş eşlik etmiştir. Nisan 2001'den Mart 2004'e ise risk primi azalırken kredi notu da yükselmiştir. 2008'in sonlarında küresel finansal krizin Türkiye üzerindeki etkilerinin henüz netleşmediği bir ortamda risk primindeki artışla beraber kredi notu düşmüş; ancak, Nisan 2010'a gelindiğinde risk primi azalmış ve kredi notu da yükselmiştir.



Özetle, Türkiye'de, bütçe dengesi, faiz dışı denge ve borç oranı ile kredi notu göstergelerinin hareketi arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Ancak, risk priminin, beklentilerle paralel olarak, kredi notu ile ters yönlü bir hareket içerisinde olduğu

görülmektedir. Bu tespitlerle birlikte Türkiye'nin kredi notunun belirlenmesinde yukarıdakiler dışında başka faktörlerin etkili olduğu görülmektedir.

Kredi notunun belirleyicileri ve Türkiye'nin durumu

KDK'lar, ülke reytinglerinin belirlenmesinde siyasi ve ekonomik istikrarı etkileme potansiyeli olan çok sayıda unsuru dikkate almaktadırlar¹³. Bunlar içerisinde, kamu maliyesi ile ilgili olan göstergeler, hiç şüphesiz, ülkelerin mali yükümlülüklerini zamanında ve eksiksiz bir biçimde yerine getirme kapasitelerinin belirleyicileri arasındadırlar. Ancak, önceki bölümde ulaşılan sonuçlar, Türkiye'nin bütçe ve faiz dışı dengesi ve borç oranı göstergeleri ile kredi notunun birebir ilişkili olmadığını göstermiştir. Bu sadece Türkiye özelinde yaşanan bir durum mudur, yani bir çelişki midir, yoksa KDK'lar, ülkelerin mali yapılarını incelerken diğer başka unsurlara daha mı fazla ağırlık vermektedirler? Bu soruya sağlıklı bir cevap bulabilmek için, bu bölümde bir önceki bölümde dikkate alınmayan bazı değişkenleri uluslararası karşılaştırmalı bir perspektifte ele alacağız.

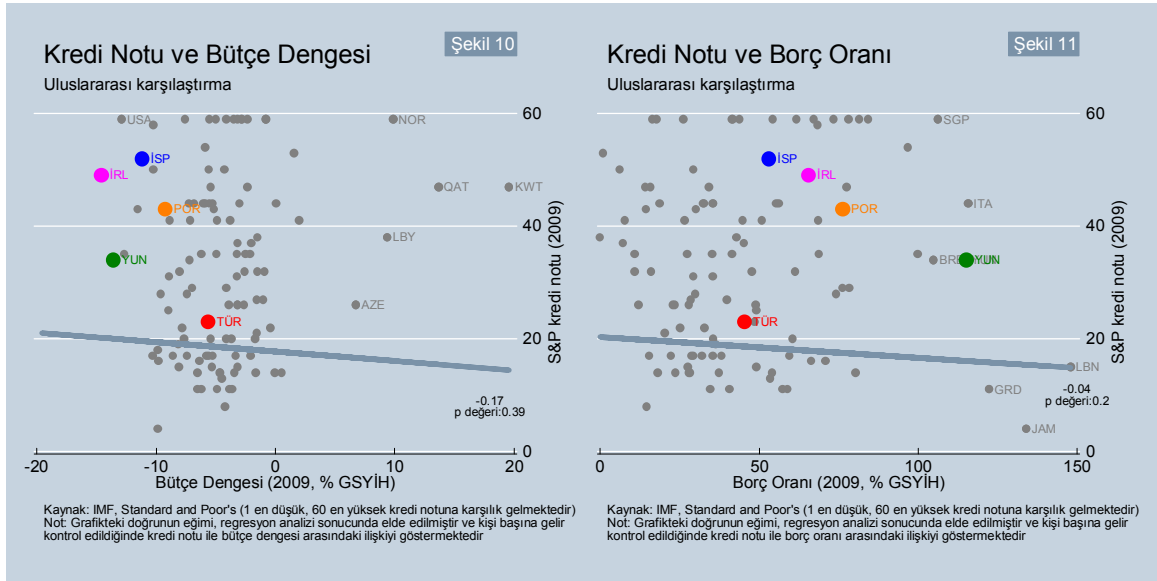
Bütçe açığı ve kamu borcu

Bütçe açığı ve kamu borcunun milli gelir içerisindeki payı, ülkelerin mali yeterliliklerini ölçerken dikkate alınan göstergeler arasındadır. Ancak, bu göstergeler, diğer bazı faktörlerden bağımsız olarak, tek başlarına ülkelerin kredi notları etkileme gücüne sahip değildir. Esasında, kamunun, bütçe açığının kapatılması ya da borcun faizinin geri ödenmesinde milli gelirin tamamı üzerinde herhangi bir inisiyatifi de yoktur. Türkiye'de bu göstergelerle kredi notunun öngörülebilir biçimde hareket etmediği Şekil 8 ve 9'da gösterilmişti. Türkiye için yapılan tespit, analiz çerçevesi diğer başka ülkelere genişletildiğinde geçerliliğini korumaktadır. Şekil 9 ve 10'da görüldüğü gibi, ülkelerin kişi başına düşen milli gelirleri kontrol edildiğinde¹⁴ ilgili değişkenler arasında doğrusal bir ilişki bulunmamaktadır. İstatistiksel olarak anlamlı¹⁵ olmasa da kredi notunun, bütçe dengesi ile ilişkisini gösteren katsayı, beklenilenin aksine pozitif değil negatiftir. Borç oranı katsayısı ise neredeyse sıfırdır.

¹³ S&P'nin ülke reytinglerini belirlerken dikkate aldığı faktörler çalışmanın ekinde sıralanmıştır.

¹⁴ Bağımsız değişkenin ülkelerin kredi notu, bağımlı değişkenlerin ise kişi başına düşen milli gelir ve kamu borç oranı ya da bütçe açığı olduğu iki regresyon sonucunda elde edilen katsayılar ilgili grafikteki doğruların eğimlerini vermektedir. Kişi başına düşen geliri kontrol ederek, gelir farklılığını yaratan tüm unsurları, istatistiksel olarak, hesaba katmış oluyoruz. Çalışmanın devamında yer alan tüm grafiklerde kredi notunun bağımlı, kişi başına düşen gelir ve ilgili göstergenin bağımsız değişken olduğu regresyonlar yapılmış ve doğruların eğimlerinin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı belirtilmiştir.

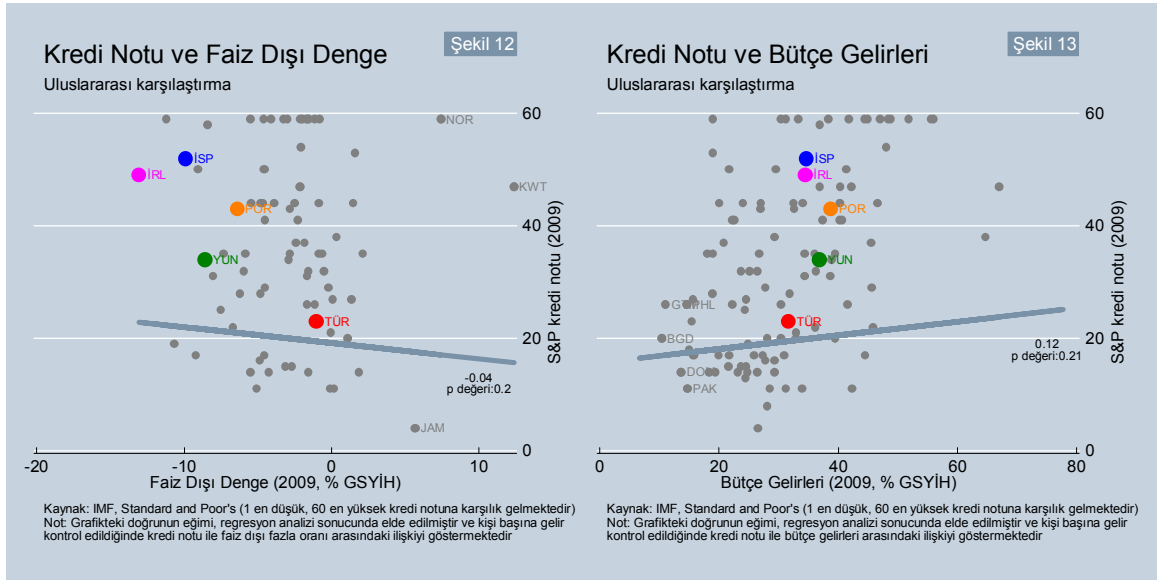
¹⁵ X değişkeninin Y değişkeni üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sebep olmaması, söz konusu değişkenin istatistiksel olarak sıfırdan farksız olduğu anlamına gelmektedir.



Faiz dışı denge ve bütçe gelirleri

Faiz dışı denge, milli gelire oranı, önemli bir mali disiplin göstergesidir. Bir ülkede faiz dışındaki harcamaların, gelirlerden daha yüksek olması kamu maliyesinde bazı zayıflıkların bulunduğu işaretidir. Böyle bir ekonomide kamu borcundaki oransal artış, tersi durumda olan bir ülkeye kıyasla daha yüksek olacaktır. Dolayısıyla, faiz dışı denge düzeyi, ülkelerin mali yükümlülüklerini eksiksiz ve zamanında yerine getirme kapasiteleri hakkında bilgi vermektedir. Ancak, bu tespit, kredi notlarıyla ülkelerin faiz dışı denge düzeyleri arasında doğrusal bir ilişkinin bulunduğu anlamına gelmemelidir. Bir önceki bölümde gösterildiği gibi, Türkiye'nin kredi notu ile faiz dışı denge düzeyi arasında birebir bir ilişki bulunamamıştır. Ülkelerarası bir karşılaştırma yapıldığında, bunun Türkiye'ye özgü bir durum olmadığı da ortaya çıkmaktadır. Şekil 12'den görüleceği gibi ülkelerde kişi başına düşen gelir kontrol edildiğinde, faiz dışı denge, milli gelire oranı ile kredi notu arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

KDK'lar ülke analizlerini yaparken kamunun gelirlerini de takip etmektedirler. Ancak, gelirlerin, büyüklüğü ya da milli gelir içerisindeki payı, mali yeterliliği ölçmek için yeterli değildir. Şekil-13'de kişi başına düşen gelir kontrol edildikten sonra, kamu gelirlerinin milli gelir içerisindeki payı ile kredi notu arasındaki ilişkinin beklendiği gibi pozitif; ancak istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Milli gelir içerisinde kamu gelirlerinin payı yüksek olsa da söz konusu gelirlerin yapısal olarak, mali yükümlülükleri karşılamak yerine cari harcamaların finansmanında kullanılması gibi faktörler bu değişken ile kredi notu arasındaki ilişkiyi zayıflatmaktadır.



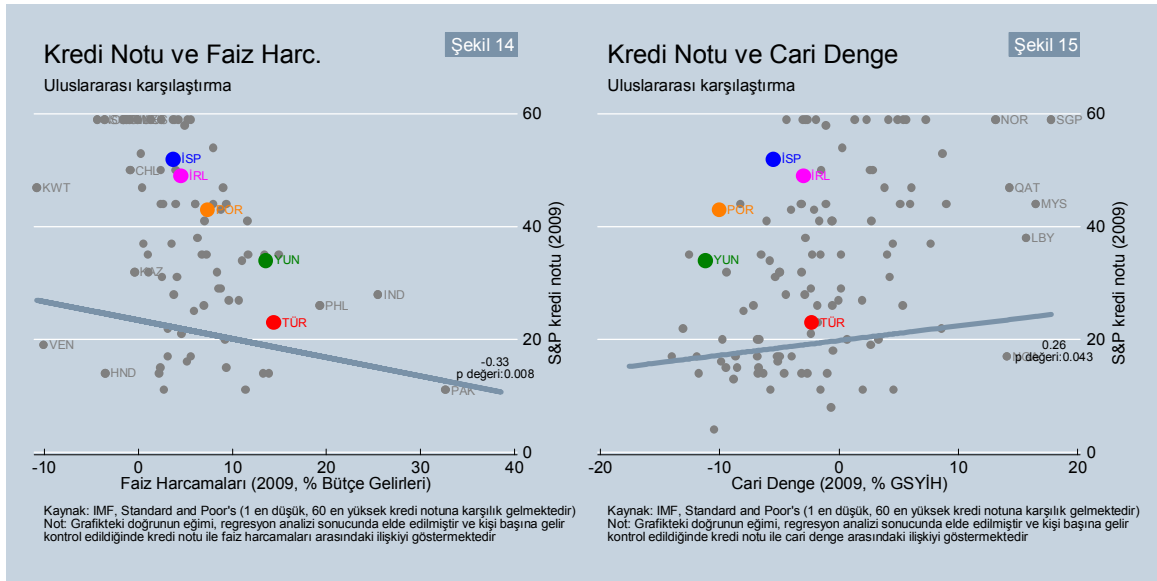
Yukarıdaki analizler neticesinde, KDK'ların, bütçe dengesi, faiz dışı denge ve kamu borcunun milli gelire oranı göstergelerini; tek başlarına, diğer faktörlerden bağımsız olarak dikkate almadıklarını söyleyebiliriz. Bu çerçevede, Türkiye'nin kredi notunun, bu göstergelerdeki durumu ile uyumlu olmadığı yönündeki yaygın olarak dile getirilen tespitlerin de aslında resmin sadece bir parçasına odaklanmaktan kaynaklandığını belirtebiliriz.

Kamu faiz harcamaları ve cari açık

Mali yeterliliğin ölçümünde, kamu gelirlerinin harcanma biçimleri, büyüklüğünden daha önemli bir yer tutmaktadır. Faiz harcamalarının vergi gelirleri içerisindeki payının düşük olduğu ülkeler mali yükümlülüklerini eksiksiz ve zamanında yerine getirme kapasitesi yüksek olanlardır. Buna ek olarak, bu ülkelerde, vergi gelirleri içerisinde faiz dışındaki harcamaların daha küçük bir pay alması, bu ülkelerde kamu hizmetlerinin kalitesinin ve dolayısıyla potansiyel büyüme hızının daha yüksek olması ihtimalini doğurmaktadır. Faiz harcamalarının vergi gelirleri içerisindeki payı ile kredi notu arasında, kişi başına gelir düzeyi kontrol edildiğinde, negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu gözlenmektedir (Şekil 14). Bir diğer ifadeyle, benzer refah düzeyine sahip iki ülkeden, gelirlerinin daha az bir bölümünü faiz harcamalarına ayıranın daha yüksek bir kredi notuna sahip olması beklenebilir. Ülkelerin kredi notlarının belirlenmesinde önemli bir yer tutan bu göstergede Türkiye, kamu borcunun ve bütçe açığının milli gelire oranlarında olduğunun aksine, oldukça dezavantajlı bir konumdadır. Türkiye'nin bütçe gelirleri içerisinde faiz harcamalarına ayırdığı pay, mali krizin faturasını en ağır ödeyen Yunanistan'ın bile üzerindedir.

KDK'ların takip ettikleri bir diğer gösterge cari dengenin milli gelir içerisindeki payıdır. Yüksek cari açık, özellikle gelişmekte olan ülkeler için, önemli bir risk unsurudur. Türkiye'de, cari açığın finansmanından kaynaklı sıkıntılar neticesinde yaşanan 1994 ve

2001 krizlerinde Türk lirası değer kaybetmiş ve üretimde ciddi düşüşler yaşanmıştır. Gerek TL'deki değer kaybı gerekse milli gelir kayıpları, geçmişte kamu maliyesini önemli ölçüde sıkıntıya sokmuştur. Benzer sebeplerden ötürü KDK'lar, ülkelerin kredi notlarını belirlerken, cari açığın büyüklüğünü yakından takip etmektedirler. Şekil 15'de, ülkelerde kişi başına düşen gelir kontrol edildiğinde, kredi notu ve cari dengenin milli gelire oranı arasında pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Bir diğer ifadeyle, benzer refah düzeyine sahip iki ülkeden cari dengesi daha güçlü olanın kredi notu diğerine göre daha yüksek olacaktır. Türkiye'nin cari açığının milli gelir içerisindeki payı, 2009'da sıkıntı içerisindeki EB ülkelerinin tamamından daha düşük bir düzeydedir. Ancak, cari açığın 2010'daki toparlanmayla birlikte hızla kriz öncesi düzeylere ulaştığı da gözden kaçırılmamalıdır.



Reel döviz kuru ve büyüme volatilitesi

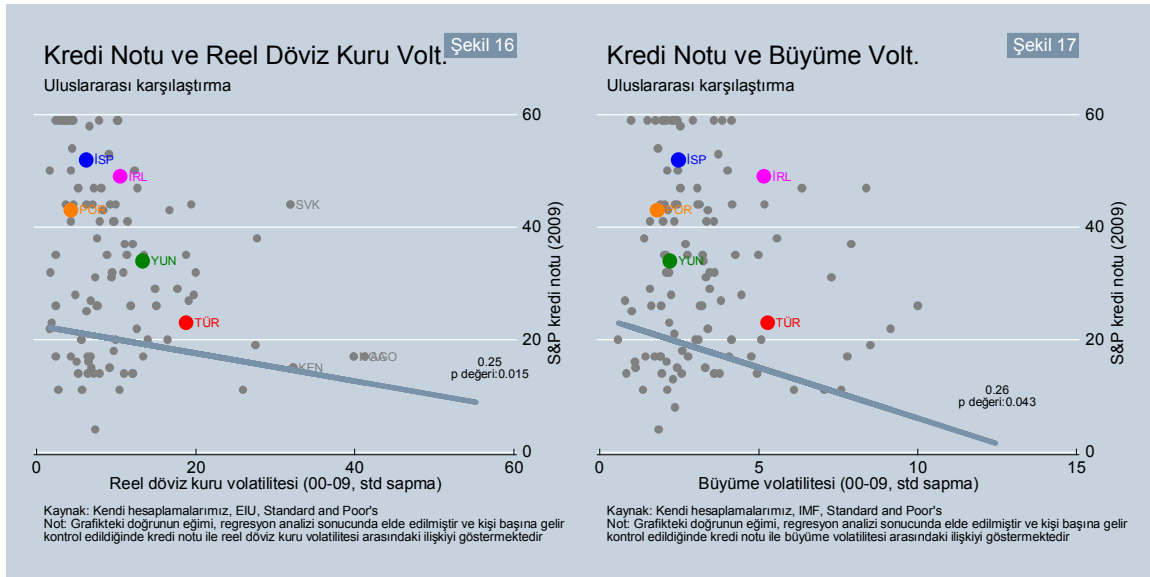
İktisadi istikrar, ülkelerin mali yükümlülüklerini eksiksiz ve zamanında yerine getirme kapasitelerinin bir diğer önemli belirleyicisidir. Özellikle, milli gelir ve reel döviz kurundaki dalgalanmalar, vergi gelirleri ve borç yükünü önemli ölçüde etkilemektedir. Bu değişkenlerdeki öngörülebilirliğin azalması ülkelerin risk primlerine ve dolayısıyla kredi notlarına olumsuz bir biçimde yansımaktadır. Catao ve Sutton (2002)'de reel döviz kurundaki dalgalanmaların borç krizlerini tahmin etme gücünün yüksek olduğu sonucuna ulaşılmaktadır¹⁶. Buna ek olarak, milli gelir ve reel döviz kurundaki dalgalanmaların özellikle yurtdışından döviz cinsinden borçlanan ülkeler üzerinde son derece olumsuz etkiler doğurduğu bilinmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde milli gelirin ve reel döviz kurunun ters yönlü hareketi, yani ekonomik daralmanın yaşandığı dönemlerde yerli paranın reel olarak değer kaybetmesi, negatif ekonomik şokların

¹⁶ Catao, Luis ve Bennett Sutton (2002). Sovereign Defaults: The Role of Volatility. IMF Working Paper 02/149.

bulunduğu bir ortamda, borç yükünün artmasına sebep olmakta ve borç krizlerinin kapısını aralamaktadır (Hausmann, 2003)¹⁷.

Türkiye'nin, Haziran 2010 itibariyle, döviz cinsinden ya da dövize endeksli olan borcunun milli gelire oranı yüzde 12,6, toplam kamu borcu içerisindeki payı ise yüzde 28 düzeyindedir. 2001 krizinden sonra döviz cinsinden ya da dövize endeksli borçlanmanın gerek milli gelir gerekse toplam kamu borcu içerisindeki payı düşmüş olsa da toplam kamu borcunun önemli bir bölümü döviz ya da dövize endeksli olmaya devam etmektedir. Dolayısıyla reel döviz kuru ve milli geliri negatif etkileyecek bir şokun kamu borç yükünü arttıracaklarını söylemek mümkündür. İrlanda, İspanya, Portekiz ve Yunanistan'da benzer bir şokun etkisi daha sınırlı olacaktır; çünkü bu ülkeler Avrupa Para Birliği üyesidirler ve iç ve dış borçlanmalarının neredeyse tamamını Euro cinsinden yapmaktadırlar. Kamu borcunun döviz kompozisyonu, Türkiye ile mali güçlük içerisindeki EB ülkeleri arasındaki kredi notu farkını açıklamaya yardımcı bir diğer faktördür.

Milli gelir büyümesi ve reel döviz kuru volatilitesi¹⁸ ile kredi notu arasındaki ilişki Şekil 16 ve 17'de gösterilmektedir. Reel döviz kuru ve ekonomik büyümedeki dalgalanmalar ile kredi notu arasında negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Refah düzeyi benzer olan iki ülkeden, büyüme ve reel döviz kuru volatilitesi düşük olanın, daha yüksek bir kredi notuna sahip olması beklenmektedir. Türkiye'nin her iki göstergede de mali güçlük içerisindeki EB ülkelerinden ve daha başka birçok ülkeden daha olumsuz bir konumda olduğu görülmektedir.



¹⁷ Ricardo Hausmann (2003). Good Credit Ratios, Bad Credit Ratings: The Role of Debt Structure. Center for International Development Working Paper.

¹⁸ Volatilite standard sapma ile ölçülmektedir.

Geleceğe yönelik eğilimler

Yukarıdaki analizler, bütçe ve faiz dışı denge ve borç oranlarının, tek başlarına, kredi notundaki değişimi açıklamak için yeterli olmadığını göstermiştir. Bu tespit, söz konusu göstergelerin Türkiye'nin kredi notu üzerinde etkisiz olduğu anlamına gelmemektedir. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde yatırımcıların Türkiye'ye duydukları güvenin artırılmasında, kamu maliyesindeki kazanımların sürdürülmesi önemli olacaktır. IMF, Türkiye'nin bütçe ve faiz dışı denge ve borç oranında gelecek için olumlu, bütçe gelirlerinin milli gelir içerisindeki payında ise yatay bir seyir öngörmektedir. Bu tahminler, hükümetin açıkladığı orta vadeli programla uyumludur. Ancak, söz konusu beklentilerin gerçekleşmesi için Temmuz 2011 ve Mart 2014'te yapılacak milletvekili ve mahalli idareler seçimlerinin, bütçe üzerinde olumsuz etki yaratmasının önüne geçilmesi gerekmektedir. Bu çerçevede, mali kural uygulamasından vazgeçilmesinin, kamu mali göstergelerine yönelik tahminlere duyulan güveni azalttığını söylemek mümkündür.

Kredi notunun belirlenmesinde önemli bir değişken olan faiz harcamalarının bütçe gelirleri içerisindeki payı, Türkiye'de, IMF tahminlerine göre, 2015'e kadar azalmaya devam edecektir¹⁹. Bu göstergeye yönelik tahminlerin gerçekleşmesiyle birlikte, Türkiye'nin mali yükümlülüklerini eksiksiz ve zamanında yerine getirme kapasitesinin ve dolayısıyla kredi notunun yükselmesini beklemek gerekir. Ancak, kamu maliyesinde tutarlı bir politika çerçevesinin benimsenmesi bu kapsamda kritik bir faktördür. Buna ilaveten, Türkiye'nin kredi notundaki artış; cari denge, reel döviz kuru ve büyümedeki gelişmelerle de alakalı olacaktır.

KDK'ların yakından izledikleri bir diğer önemli gösterge, cari dengenin milli gelir içerisindeki payıdır. IMF, Türkiye ekonomisinin 2015'e kadar büyüyen bir açık vermeye devam edeceğini tahmin etmektedir. Türkiye'de ekonomik büyümenin olduğu dönemlerde cari açığın arttığı göz önünde bulundurulduğunda, IMF'in cari açık tahmininin, 2010-2015 dönemi için öngörülen yaklaşık yüzde 5'lik büyüme beklentisiyle uyumlu olduğu görülmektedir. Cari açığın yüksek seyretmesi ve bununla bağlantılı olarak ortaya çıkan riskler neticesinde, Türkiye'nin kredi notunun yatırım yapılabilir ülkeler düzeyine ulaşmasının güçleşeceğini belirtebiliriz.

Türkiye'nin kredi notunun önümüzdeki dönemdeki seyrinde reel döviz kuru ve büyümedeki istikrar önemli bir yer tutacaktır. Küresel krizin Avrupa üzerindeki etkisi ve bunun ABD ekonomisine yansımaları konusunda birçok belirsizliğin bulunduğu bir ortamda, reel döviz kuru ve ekonomik büyüme ile ilgili öngöründe bulunmak oldukça güçtür. Türkiye'nin ihracat pazarlarındaki gelişmeler ve iç pazara dayalı büyüme sürecinin ne ölçüde sürdürülebilir olduğu büyümenin temel belirleyicileri arasındadır. Reel döviz kuruna yönelik olarak ise küresel likiditedeki gelişmelerin kritik ve öngörülmesinin güç olduğunu söyleyebiliriz. Ancak, Merkez Bankası'nın, para politikası

¹⁹ (Faiz dışı denge (% GSYİH) – Bütçe dengesi (% GSYİH)) / (Bütçe gelirleri (% GSYİH)) ifadesi faiz harcamalarının bütçe gelirleri içerisindeki payını vermektedir. IMF bu göstergeye yönelik tahmin açıklamamaktadır; ancak hesaplamada kullanılan diğer göstergelerin tahminleri mevcuttur.

tasarımında döviz kuruna daha fazla ağırlık vereceğini beyan etmesinin olumlu bir gelişme olduğunu da belirtmek gerekir.

V. Sonuç

Amerika Birleşik Devletleri'nde 2007'de başlayan finansal kriz, kısa sürede küresel ekonominin parçası olan diğer ekonomilere sıçramıştır. Krizle beraber daralan ekonomik aktivite, bütçe gelirlerinin azalmasını ve dolayısıyla ülkelerin kamu maliyelerinin bozulmasını beraberinde getirmiştir. Ülkelerin sıkıntı içerisindeki finansal ve finansal olmayan özel sektör kuruluşlarına aktardıkları kaynaklar kamu maliyesindeki hasarı arttırmıştır. Finansal sistemleri daha az karmaşık olan gelişmekte olan ülkeler, krizin kamu maliyesi üzerindeki etkilerini daha az hissetmişlerdir. Gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye'de de gerek bütçe açığının gerekse borç oranının milli gelire oranlarında, gelişmiş ülkelere kıyasla daha sınırlı artışlar yaşanmıştır.

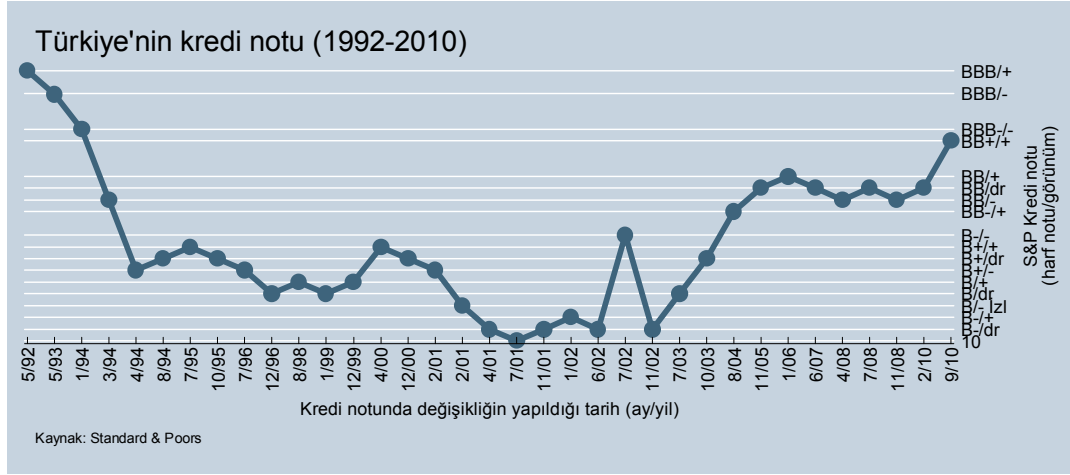
İrlanda, İspanya, Portekiz ve Yunanistan'da krizin kamu maliyesi üzerindeki etkileri oldukça yıkıcı olmuştur. Bu ülkelerin krizden çıkmak için bağımsız para politikası uygulayabilmeleri ve dolayısıyla Avrupa Para Birliği'nden çıkmaları gerektiği yönünde görüşler ortaya atılmaya başlanmıştır. Türkiye'nin ise, son dönemde kamu maliyesinde gösterdiği performans bu ülkeleri geride bırakmıştır. Ancak, buna rağmen Türkiye'nin kredi notu yatırım yapılabilir ülkeler düzeyine yükselmemiştir.

Kamu borcunun ve bütçe açığının milli gelire oranlarında, Türkiye, EB ülkelerine göre avantajlı bir konuma geçmiş olsa da, bu çalışmada kredi notu üzerinde daha etkili olduğu gösterilen diğer bazı unsurlarda halen dezavantajlı konumdadır. Türkiye'de, faiz harcamalarının bütçe gelirleri içerisindeki payı EB ülkeleri de dahil olmak üzere gelişmiş ülkelerdeki seviyelerin halen oldukça üzerindedir. Ekonomik toparlanmayla birlikte yeniden artışa geçen cari açık ve kamu borç dinamikleri açısından oldukça kritik olan ekonomik büyüme ve reel döviz kuru volatilitesi göstergelerinde Türkiye'nin göreceli konumunun oldukça olumsuz bir noktada olduğu tespit edilmiştir. Kamu borcunun önemli bir bölümünün döviz cinsinden ya da dövizle endeksli olduğu göz önünde bulundurulduğunda bu durumun kredi notunun yükselmesi önünde önemli bir engel teşkil ettiğini söylemek mümkündür.

Türkiye'nin kredi notunu, 2001 krizinden sonra uygulamaya konulan ekonomik programın kazanımlarıyla ulaştığı düzeyden daha ileriye götürmek için yeni bir ekonomik programa ihtiyaç bulunmaktadır. Yeni ekonomik programın, bu çalışmada kredi notu üzerinde etkili olduğu gösterilen unsurların dikkate alınarak tasarlanması gerekmektedir. Cari açıktaki artışın önüne geçecek ve büyüme ve reel döviz kurundaki dalgalanmaları sınırlandıracak bir çerçeveye ihtiyaç bulunmaktadır. Faiz harcamalarının bütçe gelirleri içerisindeki payının önemi nedeniyle, vergi gelirlerinin milli gelir içindeki payını yükseltecek kapsamlı bir vergi ve vergi idaresi reformuna ihtiyaç vardır. Bu çerçevede, "özel sektörün rekabet gücü" başta olmak üzere, KDK'ların kriter listesinde de bulunan mikro alanlara odaklanan bir yapısal reform programının hayata geçirilmesi yerinde olacaktır.

EK: TABLO VE GRAFİKLER

Şekil E.1: Türkiye'nin kredi notundaki değişiklikler (1992-2010)



Tablo E.1: S&P ülke reytingleri metodoloji profili

Politik risk	Gelir ve iktisadi yapı	Ekonomik büyüme beklentileri
- Siyasi kurumlarda istikrar ve meşruiyet - Halkın siyasi süreçlere katılımı - İktisat politikası tasarımı ve amaçlarında saydamlık - Kamu güvenliği - Jeopolitik risk	- Refah, çeşitlilik ve piyasa mekanizması - Gelir eşitsizlikleri - Finansal sektör etkinliği - Reel sektörün rekabet gücü - Kamu sektörü etkinliği - Korumacılık ve piyasa mekanizmasına aykırı olan diğer uygulamalar - İşgücü esnekliği	- Tasarruf ve yatırımların büyüklüğü ve yapısı - Büyüme oranı ve eğilimleri
Mali esneklik	Genel yönetim borç yükü	Off-shore yükümlülükler
- Genel yönetim gelirleri, harcamaları ve bütçe dengesi - Gelir yaratma esnekliği ve etkinliği - Harcama etkinliği ve baskılar - Raporlamanın içeriği, zamanlaması ve saydamlığı - Emeklilik yükümlülükleri	- Genel yönetim brüt ve net borcunun milli gelir içerisindeki payı - Faiz harcamalarının kamu gelirleri içerisindeki payı - Borcun döviz ve vade yapısı	- Finansal olmayan kamu işletmelerinin yapısı - Finansal sektörün dayanıklılığı
Parasal esneklik	Dış likidite	Dış borç yükü
- Ekonomik döngülerdeki fiyat davranışları - Para ve kredi genişlemesi - Kur politikası ve para politikası arasındaki uyum - Merkez Bankası bağımsızlığı gibi kurumsal unsurlar - Para politikası araçlarının çeşitliliği ve etkinliği	- Para ve maliye politikalarının dış hesaplar üzerindeki etkisi - Cari hesapların yapısı - Fon akımlarının yapısı - Rezervlerin yeterliliği	- Brüt ve net dış borç - Dış borcun vade ve döviz yapısı ve faiz oranı değişikliklerine duyarlılığı - Borç servisi yükü

Kaynak: <http://www.standardandpoors.com/prot/ratings/articles/en/us/?assetID=1245199875939>

Tablo E. 2: S&P ülke kredi notları (sovereign ratings) ve açıklamaları

AAA	AA	AA
Mali yükümlülüklerini yerine getirmek için kapasitesi fazlasıyla güçlü (en yüksek kredi)	Mali yükümlülükleri yerine getirmek için güçlü bir kapasiteye sahip	Mali yükümlülükleri yerine getirmek için güçlü bir kapasiteye sahip; ancak, olumsuz ekonomik şokların olası etkileri bazı belirsizlikler yaratıyor
BBB	BBB-	BB+
Mali yükümlülükleri yerine getirmek için yeterli kapasiteye sahip; ancak, olumsuz ekonomik şoklara karşı bazı zayıflıkları var	Piyasa aktörleri tarafından en düşük yatırım yapılabilir ülke notu	Piyasa aktörleri tarafından en yüksek spekülasyon yapılabilir ülke notu
BB	B	CCC
Kısa vadede az miktarda kırılabilirlikleri var; ancak, yine de olumsuz ekonomik şoklara karşı önemli ölçüde belirsizlikleri bulunuyor	Olumsuz ekonomik şoklara karşı daha fazla kırılabilir ama mali yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesi var	Kırılabilir ve mali yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceği iktisadi durumun iyi gitmesine bağlı
CC	C	CCC
Oldukça kırılabilir	Mali yükümlülüklerini yerine getirme ihtimali şüpheli	Mali yükümlülüklerini yerine getiremez

Kaynak: http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-facts/en/us#def_1

Not: Tablo özet niteliğindedir. S&P kredi notlarında her harf notu için pozitif, durağan ve negatif olmak üzere üç alt grup oluşturmaktadır. Pozitif kategorisindeki ilgili harf kategorisinden bir üst harf notuna çıkmaya aday ülkeleri, durağanlar aynı harfte kalması muhtemel olanları, negatif olanlar ise bir alt harf grubuna gerilemesi muhtemel olan ülkeleri içermektedir.