



## **TÜRKİYE EKONOMİ KURUMU**

TARTIŞMA METNİ 2012/110

[http ://www.tek.org.tr](http://www.tek.org.tr)

### **MALİ DİSİPLİN VE BÜYÜME: TÜRKİYE DENEYİMİ**

**Fatih Özatay**

Bu çalışma "TÜRKİYE'DE TASARRUFLAR", başlığı ile  
Prof. Dr. Ercan UYGUR editörlüğünde hazırlanan ve 2011 yılında TEK yayını  
olarak basılan kitapta yer almaktadır.

**Kasım, 2012**

# ***MALİ DİSİPLİN VE BÜYÜME: TÜRKİYE DENEYİMİ***

*Fatih Özatay<sup>(\*)</sup>*

## **ÖZET**

2001 krizinden sonra 2007'ye kadar Türkiye ekonomisi uzun dönem ortalamasının çok üzerinde büyüdü. Üstelik bu büyüme hızı benzer ülkelerin büyüme hızlarının da üzerinde gerçekleşti. Aynı dönemde Türkiye mali disipline dayanan bir ekonomik programı uygulamaya koydu. Bu program sonucunda 2000 yılının başında milli gelire oranla neredeyse yüzde 20'ye ulaşan bütçe açığı 2006 yılının sonunda kapanma noktasına geldi. Yine aynı dönemde kamu borcunun milli gelire oranı 41 puan azaldı. Çarpıcı denilebilecek bu mali konsolidasyon sırasında nasıl oldu da Türkiye ekonomisinin büyüme hızı yüzde 7'leri aştı? Bu çalışma, yazarın daha geniş bir çalışmasının sonuçlarına dayanarak bu soruyu yanıtlamayı amaçlamaktadır.

**Anahtar sözcükler:** Maliye politikası; Kamu borcu; Kredi kısıtları; Güven; Toplam talep

**JEL sınıflandırma kodları:** E21; E22; E51; E62; H31; H32

---

<sup>(\*)</sup> Prof. Dr., TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi , İktisat Bölümü Öğretim Üyesi.

## 1. GİRİŞ

2001 krizinden sonra uygulamaya konulan ekonomik programın önemli unsurlarından biri de mali disiplindi. Özellikle 2003-2005 arasında sağlanan bütçe disiplini, uluslararası ölçütler açısından çarpıcı bir düzeydeydi. Buna karşın, kriz sonrasında büyüme hızı uzun dönem ortalamalarının çok üzerinde gerçekleşti. Benzer, hatta daha yüksek mali konsolidasyon çabaları 1994-1995 ve 2000 yıllarında da gözlemlendi. Ama sadece kriz sonrası dönemde kamu borcu, reel faizler ve enflasyon belirgin biçimde düştü ve reel kesim güveni yükseldi. Üstelik sağlanan yüksek büyüme hızı beş seneyi aşan uzun bir süreye yayıldı.

Bu makalenin amacı önemli boyuttaki bir bütçe disiplini altında Türkiye ekonomisinin neden hızla büyüdüğü sorusunu yanıtlamaktır. Bununla ilişkili olarak ilk iki konsolidasyon döneminde neden benzeri bir sonuca ulaşamadığı sorusuna da yanıt aranmaktadır.

Bu çalışma beş bölümden oluşmaktadır.<sup>1</sup> İzleyen ikinci bölümde ekonomi yazınında yer alan konuyla ilgili çalışmaların bulguları kısaca değerlendirilmektedir. Üçüncü bölümde mali konsolidasyon tanımlanmakta, 1990-2006 dönemi için mali konsolidasyon dönemleri belirlenmekte ve bu dönemlerdeki makroekonomik performansa yer verilmektedir. Dördüncü bölümde ise Özatay (2008)'in temel bulguları ışığında yukarıda sorulan sorular yanıtlanmaktadır. Son bölümde bir değerlendirme yapılmaktadır.

## 2. EKONOMİ YAZININA KISA BİR BAKIŞ

Mali konsolidasyon programlarının ekonomik genişlemeye yol açması başka ülkelerde de gözlenmiş bir olgudur. Bu konudaki öncü çalışmayı yapan Giavazzi ve Pagano (1990), bütçe açığının milli gelire oranının Danimarka'da 1983-1986 döneminde 7.2 puan, İrlanda'da ise 5.7 puan düşmesine karşın, özel kesim talebinin hızla arttığını göstermektedirler. İzleyen çalışmalarda daha fazla sayıda ülke için benzer sonuçların geçerli olduğu belirtilmektedir. (Alesina ve Perotti (1996), Giavazzi ve Pagano (1996), Giavazzi vd. (2000) ve Giavazzi vd. (2005)).

Mali konsolidasyonun büyümeye yol açabilmesi için öncelikle kalıcı olacağına güvenilmesi gerekmektedir. Mali disiplin iki yoldan ekonomik büyümeye yol açmaktadır. Birincisi, özellikle kamu borcunun yüksek olduğu ve borcun sürdürülebilirliği üzerinde derin kuşku bulunan ülkelere, mali disiplin yoluyla borcun ileride ödenmesi olasılığı (iflas riski) büyük ölçüde azaltılabilmekte ve ekonomiye duyulan güven artırılabilir. Söz konusu ortamda reel faiz oranları da düşmektedir. Bu, 'kredibilite kanalı' olarak adlandırılmaktadır.

İkinci olarak, mali disiplin, borcun artarak sürmesi halinde eninde sonunda ileri bir tarihte çok daha yüksek ve dengeleri bozucu vergi oranlarına duyulacak ihtiyacı ortadan kaldırmaktadır. Bunun yerine, vergi oranları 'bugün' daha ılımlı miktarlarda artırılmaktadır. Diğer bir ifadeyle, ekonomik birimlerin yaşantılarının geriye kalan kısımlarında elde etmeyi bekledikleri gelirlerin bugünkü değeri yükselmektedir. Kalıcı gelirdeki artış beklentisi bugünkü talebi de artırmaktadır. Bu da 'bekleyiş kanalı'dır. Özellikle bu ikinci kanalın çalışabilmesi için tüketicilerin karşılaştıkları kredi kısıtlarının önemli boyutlarda olmaması gerekmektedir.

Blanchard (1990)'nın kurduğu modelden elde edilen sonuçlara göre tüketiciler ne kadar az kredi kısıtlarıyla karşı karşıyalarsa ve başlangıç borcu ne kadar yüksekse (ileride bozucu vergi ihtimali ne kadar yüksekse), mali konsolidasyonların o kadar çok genişlemeci etkisi olacaktır. Sutherland (1997), genişlemeci etkilerin olabilmesi için başlangıç kamu borcunun yüksek düzeylerde olması gerektiğini göstermektedir. Buna karşın, düşük borç oranlarında mali disiplin alışlageldik biçimde büyüme hızını düşürmektedir. Perotti (1999)'un bulguları da benzerdir. Genişlemeci etkilerin ortaya çıkması için kredi kısıtlarının düşük, başlangıç borç düzeyinin de yüksek düzeylerde olması gerekmektedir.

## 3. MALİ KONSOLIDASYON VE EKONOMİK PERFORMANS

Mali konsolidasyonun ekonomik etkilerinin araştırıldığı bir çalışmada şüphesiz, ilk olarak mali konsolidasyonun tanımlanması gerekmektedir. Mali konsolidasyonu ölçmek için yıldan yıla gerçekleşen bütçe değerlerinden ziyade, ekonomideki dalgalanmalardan arındırılmış ve dolayısıyla

<sup>1</sup> Çalışmada eski milli gelir serileri kullanılmıştır.

gerçek anlamda maliye politikasında değişiklik yapıldığını gösteren verilere ihtiyaç vardır. Bu amaçla genellikle Blanchard (1993)'ün önerdiği yöntem kullanılmaktadır. Buna karşın, özellikle gelişmekte olan ülkelerde bütçe değerlerinin devresel hareketlerden az etkilendiklerini (otomatik dengeleyicilerin çok kuvvetli olmadığını) belirten bazı araştırmacılar da gerçekleşen bütçe değerlerinin kullanılabileceğini düşünmektedirler.<sup>2</sup>

Özatabay (2008), üç alternatif gösterge kullanmaktadır: Blanchard (1993)'ün önerdiği yöntemle düzeltilmiş faiz dışı bütçe dengesi (düzeltilmiş faiz dışı denge), Ortiz vd. (2007)'de kullanıldığı biçimiyle potansiyel büyüme hızlarıyla düzeltilmiş toplam bütçe dengesi (yapısal denge) ve yine Blanchard (1993) yöntemiyle düzeltilmiş işlevsel bütçe dengesi. Bu sonuncusu yazında kullanılmayan bir göstergedir. Oysa yukarıda özetlenen kuramsal yazın kredibilite kanalına özel bir önem vermektedir. Bu kanal efektif biçimde çalışıyorsa reel faizler düşmektedir. Sadece faiz dışı bütçe fazlasının gösterge olarak alınması durumunda uygulanan programın kredibilite etkisi göz ardı edilmiş olacaktır. İşlevsel bütçe fazlası reel faiz harcamalarını da kapsadığından, ampirik çalışmalarda kurama ters düşen bu durum, işlevsel bütçe göstergesi kullanılarak ortadan kaldırılmış olmaktadır.

**Tablo 1. Maliye Politikası Göstergeleri, GSYİH Oranı, %**

	Düzeltilmiş		Yapısal denge C	Mali çaba $A_t - A_{t-1}$	Mali çaba $B_t - B_{t-1}$	Mali çaba $C_t - C_{t-1}$	Kamu borcu
	faiz dışı denge A	Düzeltilmiş işlevsel denge B					
1990	0.5	-1.7	-3.3				36.6
1991	-1.4	-3.7	-5.1	-1.9	-2.0	-1.8	38.8
1992	-0.6	-2.8	-4.4	0.8	1.0	0.7	40.6
1993	-1.3	-4.3	-8.0	-0.7	-1.6	-3.6	40.1
1994	2.3	0.0	-4.2	3.5	4.4	3.8	52.2
1995	3.6	-0.7	-3.8	1.4	-0.7	0.5	42.1
1996	0.0	-4.0	-10.4	-3.6	-3.3	-6.6	43.2
1997	0.0	-4.1	-9.6	0.0	-0.1	0.8	42.0
1998	0.5	-1.8	-13.7	0.5	2.2	-4.0	41.4
1999	-1.8	-6.3	-17.8	-2.3	-4.4	-4.1	52.6
2000	10.7	-5.0	-9.3	12.5	1.3	8.5	54.4
2001	6.2	-7.9	-15.0	-4.6	-3.0	-5.6	104.3
2002	4.5	-8.4	-13.7	-1.7	-0.5	1.3	90.7
2003	5.1	-7.9	-10.6	0.7	0.6	3.1	80.6
2004	5.7	-5.9	-7.6	0.5	1.9	2.9	74.9
2005	7.3	-1.0	-2.6	1.7	5.0	5.1	68.9
2006	6.0	-0.1	-2.4	-1.3	0.8	0.2	63.0

**Not:** Yazarın hesaplamaları. Ayrıntılar için Özatabay (2008)'e bakılabilir.

Her mali disiplin bu tür çalışmalarda dikkate alınmamaktadır. En çok kullanılan mali konsolidasyon tanımlarından birisi Alesina ve Ardagna (1998, s. 496) çalışmasında yer almaktadır. Devresel hareketlere göre düzeltilmiş faiz dışı bütçe dengesinin milli gelire oranla bir önceki yıla göre en az 2 puan, ya da üst üste iki yıl her yıl 1.5 puan iyileştiği dönemler mali konsolidasyon dönemleri olarak tanımlanmaktadır. Giavazzi ve Pagano (1996)'ya göre ise aynı mali göstergedeki birikimli iyileşme ele alınan dönem dört yıl ise 4, üç yıl ise 3, iki yıl ise 2 puan olmalıdır. Bu ad-hoc tanımlarda dikkat edilmesi gereken husus, mali iyileşmenin bir önceki yıla kıyasla tanımlanmasıdır. Diğer bir ifadeyle, üst üste iki yıl ele alınan mali gösterge aynı düzeyde bir bütçe fazlasına işaret ediyorsa, ikinci yıl mali disiplin açısından ek bir çaba gösterilmemiş olmaktadır.

<sup>2</sup> Örneğin, Purfield (2003, pp.48), Ortiz *et al.* (2007, pp. 8-9) ve Türkiye için Dünya Bankası (2006, s. 50-51).

Tablo 1’de söz konusu üç alternatif yöntemle hesaplan bütçe dengesi değerleri 1990-2006 dönemi için verilmektedir. Mali konsolidasyon dönemlerini ayırt etmek için Giavazzi ve Pagano (1996)’nın sınıflandırması biraz değiştirilerek kullanılmıştır: Herhangi bir dönemde üç alternatif göstergeden iki tanesi eğer kullanılan tanıma uygun davranmışsa ve üçüncüsü de bütçede bir bozulmaya işaret etmiyorsa o dönem mali konsolidasyon dönemi olarak belirlenmiştir.

**Tablo 2. Maliye Politikası Performansı, GSYİH Oranı, %**

	Düzeltilmiş		Yapısal denge	Düzeltilmiş gelirler	Faiz dışı harcamalar	Faiz harcamaları	Kamu borcu
	faiz dışı denge	Düzeltilmiş işlevsel denge					
1. 1994-1995							
Öncesinde: 1992-93 (a)	-0.9	-3.6	-6.2	17.2	18.1	4.8	40.3
Esnasında: 1994-95 (b)	2.9	-0.3	-4.0	18.7	15.8	8.5	47.1
Sonrasında: 1996-97 (c)	0.0	-4.0	-10.0	19.3	19.2	11.2	42.6
Fark: (b) - (a)	3.9	3.2	2.2	1.5	-2.4	3.7	6.8
(c) - (a)	1.0	-0.5	-3.8	2.1	1.1	6.4	2.3
2. 2000							
Öncesinde: 1998-99 (a)	-0.6	-4.1	-15.7	23.3	24.0	17.5	47.0
Esnasında: 2000 (b)	10.7	-5.0	-9.3	26.4	15.7	25.5	54.4
Sonrasında: 2001-02 (c)	5.3	-8.2	-14.3	27.9	22.6	20.9	97.5
Fark: (b) - (a)	11.4	-0.9	6.4	3.1	-8.3	7.9	7.4
(c) - (a)	6.0	-4.1	1.4	4.6	-1.4	3.3	50.5
3. 2003-2005							
Öncesinde: 2001-02 (a)	5.3	-8.2	-14.3	27.9	22.6	20.9	97.5
Esnasında: 2003-05 (b)	6.0	-4.9	-6.9	27.0	21.0	12.9	74.8
Sonrasında: 2006 (c)	6.0	-0.1	-2.4	28.5	22.4	8.0	63.0
Fark: (b) - (a)	0.7	3.3	7.4	-0.9	-1.6	-7.9	-22.7
(c) - (a)	0.7	8.1	11.9	0.6	-0.1	-12.9	-34.5

**Not:** Yazarın hesaplamaları. Ayrıntılar için Özatay (2008)’e bakılabilir.

Üç mali konsolidasyon dönemi söz konusudur: 1994-95, 2000, ve 2003-05. Tablo 2’de Alesina ve Ardagna (1988)’e benzer biçimde her konsolidasyon döneminin ‘öncesinde’, ‘esnasında’ ve ‘sonrasında’ mali göstergelerin ortalamaları verilmektedir. Dikkat edilirse, 2003-2005 dönemi kamu borcunun milli gelire oranındaki ve faiz harcamalarındaki düşüş açılarından önceki iki konsolidasyon dönemine kıyasla belirgin bir farklılık göstermektedir. Yine aynı dönemde yapısal ve işlevsel bütçe dengelerindeki iyileşme dikkat çekicidir.

Bu üç dönemdeki makroekonomik performansa ilişkin göstergeler Tablo 3’te yer almaktadır. 2003-05 dönemi kendisinden önce gelen iki konsolidasyon döneminden, (i) büyüme hızındaki yükseklik ve kalıcılık, (ii) enflasyon ve faiz oranlarındaki hızlı düşüş, (iii) ekonomiye duyulan güvendedeki artış (güven endeksinde artış ve EMBI getiri farklarında (spread) düşüş) açılarından farklılaşmaktadır. Benzer biçimde, özel kesimin yatırım ve tüketim davranışları da belirgin farklılıklar göstermektedir.

**Tablo 3. Makroekonomik performans**

	Cp	Ip	Cg	Ig	Y	$\pi$	R	r	RER	Güven	EMBI
	büyüme hızları (%)					(%)	(%)	(%)	endeks	endeksi	endeks
1. 1994-1995											
Öncesinde: 1992-93 (a)	5.9	19.7	4.6	3.9	6.3	68.1	86.6	11.1	116.4	100.2	
Esnasında: 1994-95 (b)	0.2	4.4	1.6	-23.6	1.6	97.7	140.6	21.7	96.2	95.2	
Sonrasında: 1996-97 (c)	8.4	12.0	6.4	26.4	7.5	83.0	129.3	25.4	106.1	103.4	
Fark: (b) - (a)	-5.7	-15.3	-3.0	-27.5	-4.7	29.6	54.0	10.7	-20.3	-5.1	
(c) - (a)	2.6	-7.7	1.7	22.5	1.1	14.9	42.7	14.3	-10.4	3.1	
2. 2000											
Öncesinde: 1998-99 (a)	-1.0	-13.0	7.2	2.6	-0.7	74.8	112.6	21.6	120.8	88.1	511.0
Esnasında: 2000 (b)	6.2	16.0	7.1	19.6	7.3	54.9	36.2	-12.1	136.5	101.0	488.9
Sonrasında: 2001-02 (c)	-3.5	-20.1	-1.6	-6.6	0.2	49.7	81.2	21.0	118.9	89.4	825.0
Fark: (b) - (a)	7.2	29.0	0.0	17.0	8.0	-19.8	-76.4	-33.7	15.7	12.9	-22.1
(c) - (a)	-2.6	-7.0	-8.7	-9.2	0.9	-25.1	-31.4	-0.6	-2.0	1.3	314.0
3. 2003-2005											
Öncesinde: 2001-02 (a)	-3.5	-20.1	-1.6	-6.6	0.2	49.7	81.2	21.0	118.9	89.4	825.0
Esnasında: 2003-05 (b)	8.5	29.8	0.2	3.2	7.4	14.4	29.0	12.8	146.7	104.6	418.4
Sonrasında: 2006 (c)	5.2	17.4	9.6	-0.2	6.1	8.6	18.0	8.7	160.5	102.4	225.6
Fark: (b) - (a)	12.0	49.9	1.7	9.8	7.2	-35.3	-52.2	-8.2	27.8	15.2	-406.6
(c) - (a)	8.8	37.4	11.2	6.4	5.9	-41.1	-63.1	-12.4	41.7	13.0	-599.4

**Notlar:** Cp: Özel tüketim; Ip: Özel yatırım; Cg: Kamu tüketimi; Ig: Kamu yatırımı; Y: GSYİH;  $\pi$ : Tüketici enflasyonu; R: Hazine borçlanma faizi; r: Reel faiz oranı; RER: Reel kur endeksi, 1995=100; artış değerlenme gösterir. Güven endeksi, Merkez Bankası'nın endeksi; EMBI, JP Morgan'ın yükselen piyasalar endeksidir (Türkiye'nin getiri farkı). Ayrıntılar için Özatay (2008)'e bakılabilir. GSYİH ve bileşenleri dışında tüm değerler yıllık ortalamalardır.

Türkiye ekonomisinin büyüme performansının bazı ülke gruplarının performansı ile karşılaştırılması da önemlidir. Böylelikle, Türkiye'deki performansın benzer ülkelerde görülen bir küresel performansla aynı olup olmadığı bilgisi elede edilecektir. Özatay (2008, Tablo 4)'de böyle bir karşılaştırma için IMF'nin Dünya Ekonomik Görünümü (World Economic Outlook) yayınlarındaki sınıflandırmaya göre kullanılan kontrol ülke grupları şunlardır: Merkezi ve Doğu Avrupa ülkeleri, Endonezya, Malezya, Filipinler ve Tayland'dan oluşan Asya-4, Batı Yarımküresi (genellikle Latin Amerika) ve Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Kore'den oluşan BRICK ülkeleri. Sadece son konsolidasyon döneminde Türkiye'nin performansı diğer tüm grupların performansından daha iyidir.

#### 4. BULGULAR; 2003-2005 DÖNEMİ NEDEN FARKLI?

##### 4.1 Mali Derinleşme

2001 krizinin temel nedenlerinin başında bankacılık sektörünün zayıflıkları geliyordu. Geri dönmeyen kredilerdeki artış, döviz cinsinden yükümlülüklerin döviz cinsinden varlıklara kıyasla çok fazla oluşu, kamu bankalarında giderek artan görev zararları ve bazı küçük ve orta ölçekli özel bankaların çok kısa vadeli (gecelik) borçlanarak daha uzun vadeli hazine bonoları tutmaları temel zayıflıkların başında geliyordu (Özatay ve Sak (2002)). 1990'ların sonlarına doğru bankacılık sektörünün varlıklarının önemli bir kısmı kamudan alacaklardan (büyük ölçüde hazine bono ve tahvilleri) oluşuyordu. Buna karşılık, aynı dönemlerde şirketlere ve hane halkına açılan kredilerin milli gelire oranı daha düşüktü. Üstelik, Tablo 4'te görüldüğü gibi, tüketici kredilerinin ağırlığı da çok düşüktü.

2001 krizinden sonraki mali konsolidasyon bu resmi tümünden değiştirdi. 2006'ya gelindiğinde özel kesime açılan kredilerin milli gelire oranı yüzde 29'a yükseldi, kamu kesimininki ise yüzde 24.7'ye düştü. Dahası, hane halkına açılan krediler hızla yükselerek milli gelirin yüzde 10'una çıktı. Buna karşın, 1994-1995 konsolidasyonunda mali derinleşme çok daha sınırlıydı. 2000 konsolidasyonunda ise, Tablo 4'ten anlaşıldığı gibi, 2003-2005 dönemine göre daha az olan mali kaynakların önemli bölümü kamu kesiminin açıklarını finanse ediyordu.

##### 4.2 Mali Konsolidasyon ve İflas Riski

Bir ülkenin kredi (iflas) riskinin önemli göstergelerinden biri de EMBI getiri farklarıdır. EMBI getiri farkı, bir yükselen piyasa ekonomisi hazinesinin yabancı para cinsinden çıkardığı tahvilin

getirisi ile aynı vade ve aynı para birimi cinsinden ABD Hazine'sinin çıkardığı tahvilin getirisi arasındaki farktır. Bu fark ne kadar yüksekse, o ülkenin kredi riski de o kadar yüksek olmaktadır.<sup>3</sup>

**Tablo 4. Mali Derinleşme Göstergeleri, GSYİH Oranı, %**

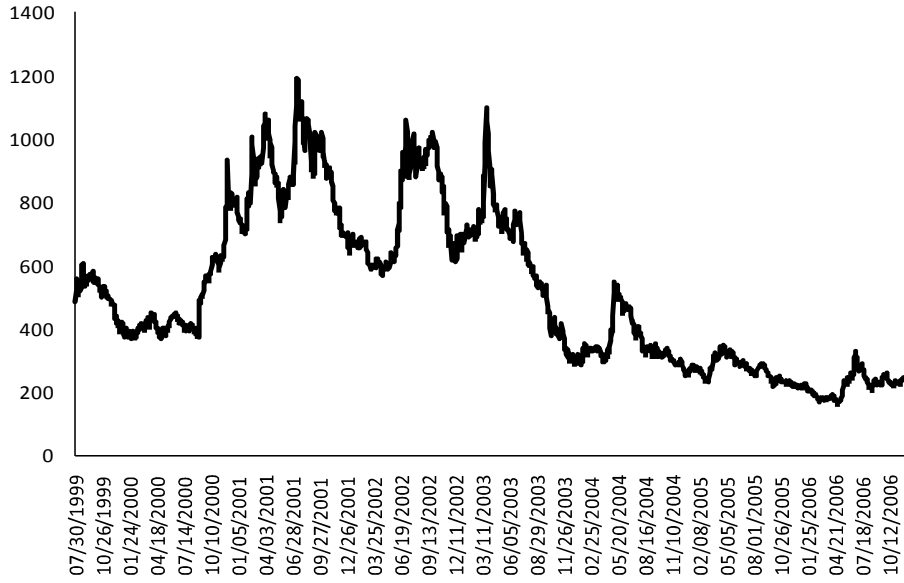
	TA	CR <sub>co</sub>	CR <sub>hh</sub>	CR <sub>p</sub>	CR <sub>g</sub>	CR
1. 1994-1995						
Öncesinde: 1992-93 (a)	40.1	13.8	0.6	14.4	5.4	19.8
Esnasında: 1994-95 (b)	39.7	12.2	1.1	13.3	5.3	18.7
Sonrasında: 1996-97 (c)	45.2	15.9	1.4	17.3	7.8	25.1
Fark: (b) - (a)	-0.4	-1.6	0.5	-1.1	0.0	-1.1
(c) - (a)	5.1	2.1	0.8	2.9	2.4	5.3
2. 2000						
Öncesinde: 1998-99 (a)	61.8	17.1	2.3	19.4	17.4	36.9
Esnasında: 2000 (b)	73.7	15.6	3.5	19.1	25.3	44.4
Sonrasında: 2001-02 (c)	75.2	14.2	2.9	17.1	27.9	45.0
Fark: (b) - (a)	11.9	-1.5	1.2	-0.3	7.9	7.6
(c) - (a)	13.4	-2.9	0.6	-2.3	10.5	8.2
3. 2003-2005						
Öncesinde: 2001-02 (a)	75.2	14.2	2.9	17.1	27.9	45.0
Esnasında: 2003-05 (b)	66.0	13.3	4.9	18.2	26.1	44.3
Sonrasında: 2006 (c)	74.7	19.1	10.0	29.0	24.7	53.8
Fark: (b) - (a)	-9.2	-0.9	1.9	1.0	-1.7	-0.7
(c) - (a)	-0.6	4.9	7.0	11.9	-3.2	8.7

**Notlar:** TA: Toplam varlıklar; CR<sub>co</sub>: Şirketler kesimine krediler; CR<sub>hh</sub>: Hane halkına krediler; CR<sub>p</sub>=CR<sub>co</sub>+CR<sub>hh</sub>. CR<sub>g</sub>: Kamudan alacaklar. CR=CR<sub>p</sub>+CR<sub>g</sub>. Mali değişkenler, enflasyonun etkilerinden Dünya Bankası'nın Financial Structure Dataset'indeki yöntem kullanılarak arındırılmıştır. Ayrıntılar için Özatay (2008)'e bakılabilir.

Şekil 1'de Türkiye için 30 Temmuz 1999 ile 26 Aralık 2006 dönemindeki getiri farklarının hareketi gösterilmektedir. Özatay (2008, Tablo 6) hem uzun dönemde hem de kısa dönemde getiri farkının hareketlerinde etkili olan iç ve dış değişkenleri şöyle belirlemektedir: Üç aylık veriler kullanıldığında, uluslararası mali yatırımcıların riskten kaçınma dereceleri (Chicago Opsiyon Borsası VIX Endeksi), kamu borcunun ve faiz dışı bütçe fazlasının milli gelire oranları. Kamu borcu, riskten kaçınma ve faiz dışı açık arttıkça, iflas riski de artmaktadır. Günlük veriler kullanıldığında ise, yine VIX ve kredi derecelendirme kurumlarının verdikleri notlar. Bu bulgular Özatay, Özmen ve Şahinbeyoğlu (2008)'in yükselen 18 piyasa ekonomisi için tahmin ettikleri panel sonuçları ile de tutarlıdır.

<sup>3</sup> EMBI, JP Morgan tarafından hesaplanmaktadır. Açıklama için JP Morgan (2004)'e bakılabilir.

**Şekil 1. Türkiye'nin Kredi Riski (EMBI farkı, 30 Temmuz 1999-26 Aralık 2006)**



#### 4.3 Mali Konsolidasyon ve Reel Kesim Güven Endeksi

Merkez Bankası, 1987 Aralık ayından bu yana şirketler kesiminde aylık bir eğilim anketi düzenlemektedir ve bu ankete verilen yanıtların bir bölümünü kullanarak reel kesimin ekonomiye duyduğu güveni yansıttığı düşünülen bir endeks yayınlamaktadır. Şekil 2'de yer alan bu endeks, 100'ün üzerinde değer aldığı anda reel kesimin güveni artmaktadır.<sup>4</sup> Özatay (2008, Tablo 7), bu endeksteeki hareketlerin mali konsolidasyon ile ilişkisini sergilemektedir. Buna göre, kamu borcunun milli gelire oranı düştükçe ve kredi riski azaldıkça reel kesim güven endeksi de yüksek değerler almaktadır.

#### 4.4 Mali Konsolidasyon ve Özel Kesim Talebi

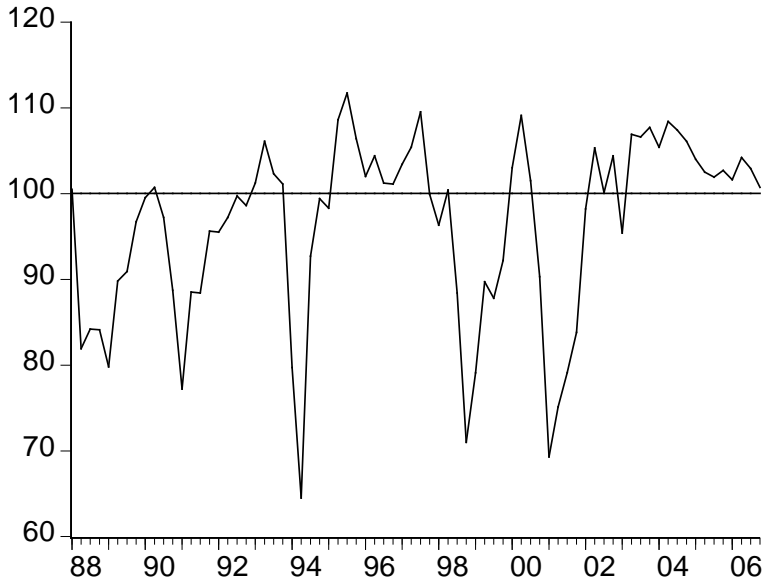
Özatay (2008), 1987.I – 2006.IV dönemi için üçer aylık veriler kullanarak standart bir yatırım fonksiyonu tahmin etmektedir.<sup>5</sup> Uzun dönemde özel yatırımları açıklamada milli gelir ve özel kesime açılan reel kredi miktarı önemli rol oynamaktadır. Özel kesim yatırımındaki değişimi kısa dönemde açıklayan değişkenler şunlardır; uzun dönem denkleminde elde edilen hata düzeltme terimi, reel kesim güven endeksi ve reel kredi miktarındaki değişim (Özatay (2008, Tablo 8)).

<sup>4</sup> Merkez Bankası'nın internet sayfasında bu endeks hakkında yararlı açıklama vardır.

<sup>5</sup> Bu tip bir yatırım fonksiyonu için Agenor (2004, s.53-67)'ye bakılabilir.



**Şekil 2. Reel kesim güven endeksi (Ocak 1988 – Aralık 2006)**



Uygulamalı çalışmalar, sürekli gelir hipotezinin ileri sürdüğünün tersine, özel tüketimdeki değişmelerin gelirdeki öngörülebilir değişmeler yardımıyla tahmin edilebileceğini göstermektedir.<sup>6</sup> Bu sonuç, tüketicilerin bir bölümünün kredi kısıtlaması altında tüketim kararı alması ile açıklanmaktadır. Özatay (2008, Tablo 9), Bachetta ve Gerlach (1997) ile Ludvigson (1999)'daki tüketim denklemini tahmin etmiş ve reel tüketici kredilerindeki değişmelerin, özel tüketimdeki değişmeleri açıklamada önemli olduğunu göstermiştir.

## 5. SONUÇ VE TARTIŞMA

Bütün bu sonuçlar ne anlama gelmektedir? Özatay (2008)'deki bulgulara atıfla yukarıda özetlenen sonuçlar, 2001 krizi sonrasındaki mali konsolidasyonun hem özel kesim tüketiminin hem de özel kesim yatırımlarının büyüme hızını yükseltmekte önemli bir rol oynadığını göstermektedir. Dikkat edilirse, hem yatırımcı hem de tüketici davranışlarında reel kredi miktarı önemli bir rol oynamaktadır. Yukarıda gösterildiği gibi, kriz sonrasındaki mali konsolidasyon bir taraftan kamunun mali sistemdeki ağırlığını azaltarak bankaların özel kesime fon aktarma potansiyelini artırmıştır. Öte yandan bu konsolidasyon, reel kesim güvenini yükselterek bu fonlara olan talebi arttırmıştır.

Diğer konsolidasyon dönemlerinde ise, yukarıda vurgulandığı gibi, mali derinleşmenin yetersizliği reel kredi miktarını düşük düzeylerde tutmuş ve/veya zaten yetersiz olan kaynakların büyük kısmı kamu kesimine gitmiştir. Unutulmaması gereken bir nokta şudur; özellikle 1990'lı yılların sonlarına doğru kamu kesiminin fon ihtiyacının önemli bir kısmı faiz harcamasını finanse etmek için doğmuştur. Öyleyse, o dönemde kamuya aktarılan kaynakların verimli yatırımlara aktarıldığı da belirtilemez.

Bu sonuçlar, konuya ilişkin yukarıda özetlenen kuramsal çalışmalarda mali konsolidasyonların genişlemeci etkileri olması için vurgulanan unsurlarla uyumludur. 2000 yılında kamu borcunun milli gelire oranı yüzde 54 düzeyindeydi. Krizin ertesindeki bankacılık sistemini ayağa kaldırma operasyonu sonucunda bu oran 2001'in sonuna gelindiğinde yüzde 104'e sıçramıştı. (2002 sonundaki değer ise yüzde 91 idi). Diğer bir ifadeyle, kriz sonrasındaki mali konsolidasyon programı çok yüksek bir kamu borcuyla uygulanmaya başlandı.

Yüksek borç oranı, Blanchard (1990), Sutherland (1997) ve Perotti (1999)'da mali konsolidasyonların genişlemeci etkiler doğurmaları için gerekli olduğu belirtilen ilk koşuldur. Mali konsolidasyon programı, bu bozuk yapının artık değişeceğine ve dolayısıyla iflas riskinin giderek azalacağına işaret edecektir. Nitekim, yukarıda belirtildiği gibi, mali disiplin göstergeleri (kamu

<sup>6</sup> Örneğin, Jappelli ve Pagano (1989) ve Deaton (1992).

borcunun milli gelire oranındaki azalma ve faiz dışı bütçe fazlası gibi) hem reel kesim güvenini arttırmada hem de Türkiye'nin iflas riskini azaltmada etkili olmuştur.

Yine aynı kuramsal çalışmalar, kredi kısıtlarının bu tür mali konsolidasyonların genişlemeci etkilerini engellediğini vurgulamaktadır. Türkiye'nin mali sisteminin derinliği gelişmiş ülkeler ile karşılaştırıldığında hala sığ bir düzeydedir. Ancak, önemli olan zamanın belli bir noktasındaki derinlik değil, bu derinliğin zaman boyutundaki değişimidir. Bu değişime dikkate alındığında, 2001 krizi sonrasındaki dönemde hem mali sistemin derinleştiği, hem de fonların hane halkı ve şirketler kesimine giderek artan ölçüde yönlendirildiği görülmektedir. Dolayısıyla, bu dönemde kredi kısıtlarında belirgin bir gevşeme sağlanmıştır. Nitekim yukarıda sonuçları verilen tüketim ve yatırım denklemleri de kredi miktarının özel kesim talebi üzerindeki etkisini göstermektedir.

Kaplan, Özmen ve Yalçın (2006)'nın 5000'e yakın mali olmayan şirket verisi kullanarak yaptıkları çalışmada, reel kesim güveni azaldıkça ve kamu borcunun milli gelire oranı yükseldikçe (makroekonomik istikrarsızlıklar arttıkça), şirketlerin sabit sermaye yatırımları yapmak yerine mali yatırımlara yöneldikleri bulunmuştur. Bu bulgularla Özatay (2008)'in bulguları örtüşmektedir.

## KAYNAKÇA

- Agenor, P-R. (2004), **The Economics of Adjustment and Growth**, Second Edition, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Alesina, A. ve Ardagna, S. (1998), "Tales of Fiscal Adjustments", **Economic Policy**, **27**, 489-545.
- Alesina, A. ve Perotti, R. (1996), "Reducing Budget Deficits", **Swedish Economic Policy Review**, **3**, 13-34.
- Bachetta, P. ve Gerlach, S. (1997), "Consumption and Credit Constraints: International Evidence", **Journal of Monetary Economics**, **40**, 207-38.
- Blanchard, O. (1990), "Comment", in **NBER Macroeconomics Annual** (Eds) O. J. Blanchard ve S. Fischer, MIT Press, Cambridge, MA, ss. 111-6.
- Blanchard, O. J. (1993), "Suggestions For a New Set of Fiscal Indicators", **Organisation for Economic Cooperation and Development Working Paper 79**.
- Deaton, A. (1992), **Understanding Consumption**, Oxford University Press, Oxford.
- Dünya Bankası (2006), **Turkey Public Expenditure Review Report 36764-TR**.
- Giavazzi, F. ve Pagano, M. (1990), "Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary? Tales of Two Small European Countries", in **NBER Macroeconomics Annual** (Eds) O. J. Blanchard ve S. Fischer, MIT Press, Cambridge, MA, ss. 75-122.
- Giavazzi, F. ve Pagano, M. (1996), "Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes: International Evidence and the Swedish Evidence", **Swedish Economic Policy Review**, **3**, 67-103.
- Giavazzi, F., Jappelli, T. ve Pagano, M. (2000), "Searching for Non-linear Effects of Fiscal Policy: Evidence From Industrial and Developing Countries", **European Economic Review**, vol. 44, ss. 1259-89.
- Giavazzi, F., Jappelli, T., Pagano, ve Benedetti, M. (2005), "Searching for Non-monotonic Effects of Fiscal Policy: New Evidence", **Monetary and Economic Studies**, Special Edition, 197-231.
- Jappelli, T. ve Pagano, M. (1989), "Consumption and Capital Market Imperfections: An International Comparison", **American Economic Review**, **79**, 1088-1105.
- JP Morgan (2004), **Emerging Market Bond Index Plus: Rules and Methodology**.
- JP Morgan Securities Inc. (2006), **Emerging Markets Research**, December.

- Kaplan, C., Özmen, E. ve Yalçın, C. (2006), “The Determinants and Implications of Financial Asset Holdings of Non-financial Firms in Turkey: An Empirical Investigation”, **Central Bank of Turkey Working Paper** 06/06.
- Ludvigson, S. (1999), “Consumption and Credit: A Model of Time-varying Liquidity Constraints”, **The Review of Economics and Statistics**, **81**, 434-47.
- Ortiz, A., Ottonello, P., Sturzenegger, F. ve Talvi, E. (2007), “Monetary and Fiscal Policies in a Sudden Stop: is Tighter Brighter?”, **Harvard University JFK School of Government Research Working Paper** Series RWP-7-057.
- Özatay (2008), “Expansionary Fiscal Consolidations: New Evidence From Turkey”, **ERF Working Paper No. 406**.
- Özatay, F. ve Sak, G. (2002), “Banking Sector Fragility and Turkey’s 2000-01 Financial Crisis”, **Brookings Trade Forum 2002** (Eds) S. M. Collin ve D. Rodrik, Washington, D.C., ss. 121-72.
- Özatay, F., Özmen, E. and Şahinbeyoğlu, G. (2008), “Emerging Market Sovereign Spreads, Global Financial Conditions and US Macroeconomic News”, forthcoming in **Economic Modelling**.
- Perotti, R. (1999), “Fiscal Policy in Good Times and Bad”, **The Quarterly Journal of Economics**, **114**, 1399-1436.
- Purfield, C. (2003), Fiscal Adjustment in Transition, **Emerging Markets Finance and Trade**, **39**, 43-62.
- Sutherland, A. (1997), “Fiscal Crises and Aggregate Demand: Can High Public Debt Reverse the Effects of Fiscal Policy?”, **Journal of Public Economics**, **65**, 147-62.