

Borç Sürdürülebilirliğine İlişkin Değerlendirme

Mart 2015

Eren Demir | Uzman Yardımcısı

Gamze Can | Uzman Yardımcısı

İÇİNDEKİLER

1. GİRİŞ	1
2. SÜRDÜRÜLEBİLİR BORÇ SEVİYESİNİ TESPİT ETMEDE KULLANILAN ÖLÇÜTLER	2
2.1. Temel Kriterler.....	2
2.2 IMF Analizi	4
2.2.1. Düşük İnceleme Düzeyi	5
2.2.2. Yüksek İnceleme Düzeyi	5
3. TÜRKİYE İÇİN BORÇ SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ	6
3.1. Türkiye İçin IMF Tarafından Yapılan Borç Sürdürülebilirliği Analizi	6
3.2. Stres Testi Sonuçları.....	7
3.3. Türkiye’de Özel Sektörün Dış Borcu, Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Pozisyonu ve Kısa Vadeli Dış Yükümlülükler.....	10
3.3.1 Dış Borç Stoku	10
3.3.2 Özel Sektörün Yurt Dışından Sağladığı Kredi Borcu.....	10
3.3.3 Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Net Döviz Pozisyonu	11
4. ÜLKE KARŞILAŞTIRMASI.....	14
5. GENEL DEĞERLENDİRME	16

1. GİRİŞ

Son dönemde yeniden tartışmaların odağında yer almaya başlayan borç sürdürülebilirliği konusu, ekonomik ve finansal kırılganlıkları nedeniyle genel olarak gelişmekte olan ülkeler ekseninde yoğunlaşsa da 2008 küresel krizinin ardından borçluluk oranları hızlı bir şekilde yükselen gelişmiş ülkeleri de içine alacak şekilde genişlemiştir. Geçmiş tecrübelerle bakıldığında, olumlu finansal ve ekonomik atmosferin hakim olduğu dönemlerde kolay bir şekilde ve yüksek tutarlarda borçlanabilen ülkelerin, küresel ekonomide olumsuz gelişmeler yaşandığında ya da ülkelere yönelik risk algısı herhangi bir içsel nedenden dolayı (jeopolitik, ekonomik, yapısal nedenler gibi) bozulduğunda, finansal yükümlülüklerini yerine getirmekte birtakım zorluklarla karşılaşabildiği görülmüştür. Bu faktörlerin yanı sıra diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin finansal yatırımlara sağladığı getirilerdeki görece değişime bağlı olarak küresel likiditenin yön değiştirmesi paralelinde de ülkeler borçlarını çevirmekte ve ödemelerini gerçekleştirmekte sorun yaşayabilmektedir. Bu durum sadece borçlu ve alacaklı ülkeleri değil küresel finans sisteminin genelini tehdit altında bırakabilmektedir.

Günümüzde serbest piyasa ekonomisine sahip ülkeler borçlarını çeviremeyecek duruma geldiklerinde ya da henüz o noktaya gelmeden, IMF gibi uluslararası finansal kuruluşlardan kredi temin etmektedir. Bu çerçevede ülkeler, söz konusu uluslararası kuruluşların belirlediği çeşitli prensipleri ve hedefleri benimsemek koşuluyla yardım paketlerine ulaşabilmektedir. Böylelikle ülkelerin borçları yeniden yapılandırılmakta ve iflas etme ihtimali geçerliliğini büyük ölçüde yitirmekte; ancak bu durum da ülkelerin ağır bir takım tedbirler almasını gerekli kılmaktadır. Bu nedenle, borçların uzun vadede sürdürülebilirliğinin ölçülmesi önem arz eden ve yakından takip edilmesi gereken bir konu olarak ön plana çıkmaktadır.

Bu çalışmada borç sürdürülebilirliği konusunda yaygın olarak kullanılan çeşitli göstergeler incelenmiş ve Türkiye ile diğer ülkelerin borçluluğuna yönelik göstergelere ilişkin güncel değerlendirmelere yer verilmiştir.

2. SÜRDÜRÜLEBİLİR BORÇ SEVİYESİNİ TESPİT ETMEDE KULLANILAN ÖLÇÜTLER

2.1. Temel Kriterler

“Borç sürdürülebilirliği” kavramı, bir ülkenin yurt içi veya yurt dışı alacaklılara yapacağı ödemelerini gerçekleştirebilecek durumda olmayı sürdürmesi olarak tanımlanmaktadır. Sürdürülebilir borçlanma; milli gelir artışı, reel faiz oranları, faiz dışı bütçe dengesi, enflasyon gibi birçok unsurun doğrudan etkilediği bir kavram olması nedeniyle borçluluğa ilişkin küresel ölçekte geçerli bir eşik değer belirlenmesini zorlaştırmaktadır. Diğer bir deyişle, her ülkenin kendine özgü makroekonomik dengelere sahip olması, ülkelerin borçlarını çevirmede sıkıntı yaşamayacağı borç stoku seviyesi için küresel çapta kullanılacak bir üst limit oluşturulmasını güçleştirmektedir. Bununla birlikte sürdürülebilir borçlanma, borçların gelirlere oranının uzun vadede yatay düzeyde kalması şeklinde de tanımlandığı için, borçların sürdürülebilirliğinin gösterimi için çeşitli göstergelerden veya bu göstergelerin bileşimlerinden istifade edilmektedir. Söz konusu göstergelerden en fazla kabul görenler; borç stokunun GSYH’ye, bütçe gelirlerine ve ihracata oranı olarak sıralanmaktadır.

Tablo.1: Sürdürülebilir Borç Seviyesini Tespit Etmede Kullanılan Bazı Kriterler

Borç Stoku/GSYH	Borç Stoku/ Faiz Dışı Fazla
Borç Stoku/Bütçe Gelirleri	Borç Servisi*/İhracat
Borç Stoku/İhracat	Borç Stokunun Ortalama Vadesi
Borç Stoku/Dış Ticaret Dengesi	Borç Stokuna Ödenen Ortalama Reel Faiz Oranı

Not: Borç stoku, kamunun toplam brüt borcunu göstermektedir.

(*)Borçlanmadan doğan anapara, faiz ve komisyonların ödenmesini ifade etmektedir.

Her ne kadar borç stokunun seviyesine ilişkin genel kabul görmüş bir düzey bulunmasa da günümüzde kamu borç stokunun GSYH’ye oranı, borçların sürdürülebilirliğine ilişkin fikir vermesi açısından sıkça tercih edilen bir göstergedir. Bunun en bilinen örneğini Maastricht kriterleri oluşturmaktadır. Buna göre, Euro Alanı’na üye ülkelerde kamu borç stokunun GSYH’ye oranı için %60 üst sınır olarak belirlenmiştir. Ayrıca, Maastricht kriterlerinden ayrı olarak çeşitli ülke ve ülke grupları tarafından benimsenmiş farklı eşik düzeyler de mevcuttur.

Tablo.2: Dünya’da Kullanılmakta Olan Kamu Borç Stokuna İlişkin Üst Limitler

Bölgesel Birlikler	Kamu Borç Stoku/ GSYH Üst Limiti (%)
Orta Afrika Ekonomik ve Parasal Birliği (CEMAC)	70
Batı Afrika Ekonomik ve Parasal Birliği (WAEMU)	70
Euro Alanı (EA)	60
Orta Amerika Ülkeleri (OA ortak pazarı ülkeleri)	50
Ülkeler	
Endonezya	60
Pakistan	60
Polonya	60
İngiltere	40
Danimarka	40
Ekvador	40
Panama	40
Kenya	40
Namibya	30

Kaynak: IMF

Euro Alanı'nda özellikle 2008 yılında meydana gelen küresel krizin ardından ekonomik aktiviteye destek olmak amacıyla izlenen genişleyici maliye politikalarının da etkisiyle borç stoku/GSYH oranı üye ülkelerin büyük çoğunluğunda artarak %60 düzeyindeki Maastricht kriterinin üzerine çıkmıştır. Bu gelişmeye rağmen bölge ülkelerinden yalnızca %175 ile en yüksek borç stoku/GSYH oranına sahip olan Yunanistan borç geri ödemelerinde sorun yaşamıştır. 2013 sonu itibarıyla bölgenin en büyük ekonomilerinden Almanya, İtalya, Fransa ve İspanya'nın Maastricht kriterini sağlayamadığı görülürken, Estonya %10 ile en düşük orana sahip olan ülkedir.

Tablo.3: 2013 İtibarıyla AB Ülkelerinde Kamu Borç Stoku/GSYH Oranı (%)

Yunanistan	174,9	Macaristan	77,3	Danimarka	45,0
Portekiz	128,0	Almanya	76,9	Litvanya	39,0
İtalya	127,9	Hırvatistan	75,7	İsveç	38,6
İrlanda	123,3	Slovenya	70,4	Letonya	38,2
Belçika	104,5	Malta	69,8	Romanya	37,9
Güney Kıbrıs	102,2	Hollanda	68,6	Lüksemburg	23,6
Fransa	92,2	Finlandiya	56,0	Bulgaristan	18,3
İspanya	92,1	Polonya	55,7	Estonya	10,1
İngiltere	87,2	Slovakya	54,6		
Avusturya	81,2	Çek Cumhuriyeti	45,7	AB(28) Ortalaması	85,4

Kaynak: Eurostat

Yukarıda üzerinde durulan borç stoku kavramı, kamunun iç ve dış yükümlülüklerinden oluşan toplam borç stokunu ifade etmekte olup borç sürdürülebilirliği tartışmaları büyük ölçüde bu kavram üzerinden yapılmaktadır. Ancak, kamunun yanı sıra özel sektörün borçluluğu da ülkelerin borçlanmaya devam edebilmesi açısından büyük önem arz etmektedir. Özel sektörün dış borç stokunun yüksek düzeylere ulaşması, döviz kuru kaynaklı kırılganlıkların artmasına ve bankacılık sektörünün bilançosunun bozulmasına neden olmakta; bu çerçevede bankacılık krizlerine yol açabilmektedir. Bu durum özel sektörün borç yükünün kamu tarafından üstlenilmesi sonucunu doğurarak kamunun toplam borç stokunun da artmasına neden olmaktadır. Ancak, kamu ile özel sektörün borç stokunun birlikte dikkate alınmasıyla elde edilen toplam dış borç stokunun seviyesine ilişkin olarak uluslararası çapta belirlenmiş bir eşik düzey bulunmamaktadır. Geçmişte borçlarını ödeme konusunda sorun yaşayan ülke örnekleri incelendiğinde, dış borç stoku/GSYH oranının oldukça geniş bir aralıkta gerçekleştiği görülmektedir.

Tablo.4: Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerin Borç Krizi Dönemlerinde Dış Borç Stoku/GSYH Oranı

Borç Ödeme Krizinin Ortaya Çıktığı Yıl	Ülkeler	Dış Borç Stoku/GSYH (%)
2001	Arjantin	53,3
1983	Brezilya	50,1
1990	Bulgaristan	57,1
1983	Şili	96,4
1999	Ekvador	89,2
1992	İran	42,5
1982	Meksika	46,7
1998	Rusya	58,5
1978	Türkiye	21,0
1983	Uruguay	63,7
1995	Venezuela	44,1

Kaynak: Reinhart et al. (2003)

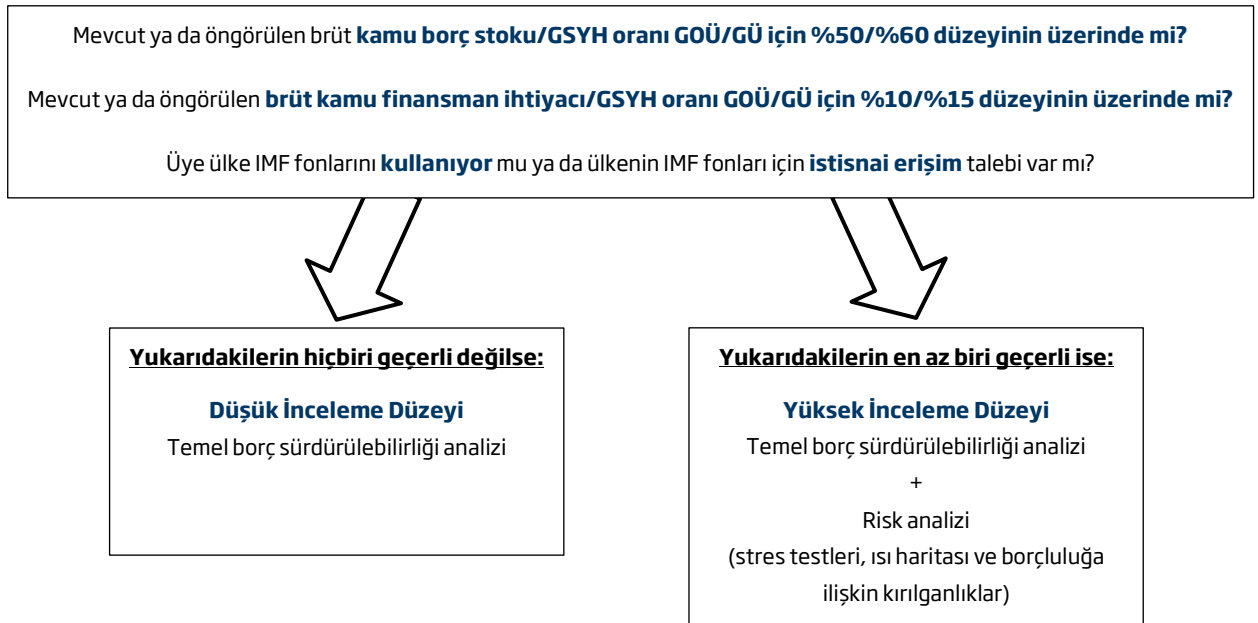
Bu durum, dış borç stokuna ilişkin bir kritik seviye belirlemek için birçok unsuru içinde barındıracak şekilde ülke özelinde yapılacak bir risk analizinin yapılmasını gerektirmektedir. Ancak, uluslararası düzeyde borç sürdürülebilirliği konusunda kritik bir dış borç seviyesine ilişkin yapılan bir çalışma bulunmamaktadır. Borç

sürdürülebilirliği konusu daha ziyade kamu borç stoku perspektifinden ele alınmaktadır. Örneğin, IMF üye ülkeler için kamu borç stokunun sürdürülebilirliğine yönelik bir analiz yapmaktadır. Özel sektörün borç sorunu yaşaması durumunda dolaylı olarak kamu borcunun ne şekilde etkileneceğini de analize dâhil etmesi bakımından değerlendirildiğinde, söz konusu analizin kapsamının ülkenin borç sürdürülebilirliğine yönelik fikir vermesi açısından faydalı olduğu düşünülmektedir.

2.2 IMF Analizi

Borç krizi örnekleri incelendiğinde, borç ödeme sorunu yaşayan ülkelerin önemli bir kısmının düşük ve orta gelir grubuna dâhil olduğu görülmektedir. Bu ülkelerin küresel ekonomi içindeki paylarının görece düşük olması nedeniyle geçmişte borç sürdürülebilirliğine yeterince önem atfedilmediği anlaşılmaktadır. Nitekim, Uluslararası Para Fonu (IMF) ilk defa 1996 yılında yalnızca “yüksek borçluluk oranlarına sahip düşük gelirli ülkeleri” kapsayan bir borç sürdürülebilirliği analizi taslağı oluşturmuştur. Bu taslağa göre, 4. madde konsültasyon çalışmalarında (article IV consultations) kullanılmak üzere, üye ülkelerin makroekonomik politikaları gözden geçirilerek borçların sürdürülebilirliğine ilişkin temel göstergeler ve eşik düzeyler belirlenmiştir. Söz konusu taslağın kapsamı ancak 2003 yılında gelişmekte olan ülkeleri de içine alacak şekilde genişletilmiştir. IMF, gelişmiş ülkeleri ise 2008 yılında meydana gelen küresel krizin ardından bu çalışmalara dâhil etmiştir.

Bu çerçevede, IMF gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) ve gelişmiş ülkeler (GÜ) için belirlediği farklı eşik düzeylere göre ülkeleri düşük inceleme düzeyi ve yüksek inceleme düzeyi olarak iki sınıfa ayırarak değerlendirmektedir. Borçluluk seviyeleri açısından riskliliği az olan ülkeler “düşük inceleme düzeyi”ne göre temel borç sürdürülebilirliği analizine tabi tutulmaktadır. Diğer ülkeler ise “yüksek inceleme düzeyi” altında değerlendirilmekte; bu ülkeler için detaylı bir risk haritası da oluşturulmaktadır. Borçluluğa ilişkin IMF tarafından yapılan analizlerde, brüt kamu borç stoku/GSYH oranı ile brüt kamu finansman ihtiyacı/GSYH oranı dikkate alınmaktadır. Ayrıca, ülkelerin IMF fonlarına olan talepleri de göz önünde bulundurulmaktadır.



2.2.1. Düşük İnceleme Düzeyi

IMF, düşük inceleme düzeyi altında ülkeleri yalnızca temel borç sürdürülebilirliği analizine tabi tutmaktadır. Söz konusu analizle en az 5 yıllık bir tahmin ufku boyunca ülkenin borç yükünün nasıl bir gelişim sergileyeceğinin ölçülmesi amaçlanmaktadır. Geleceğe dönük tahminler; GSYH, faiz dışı fazla, reel faiz oranları ve döviz kuru gibi göstergelerin seyrinde önemli bir sapma olmayacağı varsayımı altında oluşturulan bir baz senaryoya göre yapılmaktadır. Baz senaryo çerçevesinde borç yükünün hesaplanması aşamasında, reel GSYH büyümesi, enflasyon, genel bütçe gelirleri, faiz dışı harcamalar, döviz kuru ile bankaların yeniden sermayelendirilmesi ve özelleştirme gelirleri gibi borç oluşturan/azaltan diğer akımlar da kullanılmaktadır.

2.2.2. Yüksek İnceleme Düzeyi

IMF, yüksek inceleme düzeyi vakaları için temel borç sürdürülebilirliği analizine ek olarak risk analizi çerçevesinde stres testlerinin, ısı haritasının ve borçluluğa ilişkin kırılma noktalarının yer aldığı özet tablolar sunmaktadır. Makroekonomik göstergelerde meydana gelebilecek ani değişiklikler ülkelerin borç dinamiklerini bozabilmektedir. IMF bu nedenle büyüme, faiz dışı fazla, faiz oranı, döviz kuru ve koşullu borçlarda (bankacılık krizleri gibi bir takım özel koşulların gerçekleşmesiyle ortaya çıkan borçlarda) meydana gelebilecek ani bir şokun etkisiyle borçluluk göstergelerine yönelik tahminlerin izleyeceği seyri ortaya koymak amacıyla stres testleri uygulamaktadır. IMF daha sonra ülkelerin bu şoklara karşı dayanıklılığını ölçmek amacıyla bir ısı haritası oluşturmaktadır. Isı haritası oluşturulurken kullanılan eşik değerlere aşağıdaki tabloda yer verilmiştir (Bkz: Tablo.5). Örneğin GSYH büyüme oranına uygulanan bir şok sonrasında, borç stoku/GSYH oranının gelişmekte olan ülkeler için %70'in üzerinde gerçekleşmesi ve bu oranın baz senaryoda da söz konusu seviyenin üzerinde olması ülkenin bu gösterge açısından yüksek derecede risk taşıdığına işaret etmektedir. Eğer söz konusu oran, baz senaryoda eşik değer altında ancak stres testine göre eşik değer üzerindeyse "orta", her iki koşulda da eşik değer altındaysa "düşük" derecede riskli olarak değerlendirilmektedir.

Tablo.5: Isı Haritası Oluşturulurken Dikkate Alınan Borç Yükü Eşik Değerleri ve Stres Testine Göre Risk Analizi

	Brüt Kamu Borç Stoku/GSYH(%)	Brüt Kamu Finansman İhtiyacı/GSYH(%)
Gelişmekte Olan Ülkeler	70	15
Gelişmiş Ülkeler	85	20

	Baz Senaryoda Eşik Değerin Üzerinde Mi?	Stres Testlerine Göre Eşik Değerin Üzerinde Mi?
Yüksek	Evet	Evet
Orta	Hayır	Evet
Düşük	Hayır	Hayır

Kaynak: IMF

Yüksek inceleme düzeyine tabi olan ülkeler için sürdürülebilir borçlanmaya yönelik bir değerlendirme yapılırken borçların vadesi ve kompozisyonu gibi unsurlar da göz önünde bulundurulmaktadır. Kısa vadeli borçların yüksek düzeyde olması, ülkelerin uzun vadeli borçlanma maliyetlerini olumsuz yönde etkileyebileceği gibi yabancı para cinsinden borçlarının yüksek düzeyde bulunması da kur riskinin artmasına neden olmakta ve döviz rezervleri üzerinde baskı yaratmaktadır. Bunlara ek olarak borçların büyük bölümünün yurt dışı yerleşiklerden temin edilmiş olması da riskliliği artıran bir unsurdur. Geçmişteki borç krizi örnekleri, borçları ödeyememe sıkıntısının genel olarak kısa vadeli ve/veya yabancı para cinsi borçlanmanın artmasının akabinde dış finansman ihtiyacının

yükselmesi ve mevcut döviz rezervlerinin söz konusu ihtiyacı karşılayamaması durumunda ortaya çıktığını göstermektedir.

Bu çerçevede, yüksek inceleme düzeyindeki ülkeler için söz konusu göstergeleri temel alan eşik değerler belirlenmiştir (Bkz: Tablo.6). IMF bu eşik değerleri ülkelerin kırılganlıklarını ölçmek amacıyla kullanırken, bu değerler aynı zamanda bir erken uyarı sistemi işlevi de görmektedir. Bu çerçevede, göstergelerden herhangi birinin yüksek derecede riskli olarak değerlendirilmeye başlanması, söz konusu göstergenin ülke açısından kırılganlık yaratabilecek bir unsur olmaya başladığına işaret etmektedir.

Tablo.6: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Risk Değerlendirmesinde Kullanılan Eşik Değerler

	Gelişmekte Olan Ülkeler			Gelişmiş Ülkeler		
	Düşük Risk	Orta Risk	Yüksek Risk	Düşük Risk	Orta Risk	Yüksek Risk
EMBI Risk Primleri (baz puan)	<200	200-600	>600	<400	400-600	>600
Dış Finansman İhtiyacı (% GSYH) ¹	<5	5-15	>15	<17	17-25	>25
Yabancı Para Cinsi Kamu Borcu/Toplam Kamu Borcu(%)	<20	20-60	>60	-	-	-
Kısa Vadeli Kamu Borcunun Payındaki Yıllık % Değişim ²	<0,5	0,5-1,0	>1,0	<1,0	1,0-1,5	>1,5
Yurt Dışı Yerleşiklerin Kamu Borcu İçindeki Payı (%)	<15	15-45	>45	<30	30-45	>45

Kaynak: IMF

1/Cari denge ve kısa vadeli toplam dış borç geri ödemesi dikkate alınmaktadır.

2/Toplam kamu borcu içinde kısa vadeli borçların payının yıllık % değişimini ifade etmektedir.

Bu çerçevede, Tablo.5 ile Tablo.6'daki eşik değerler kullanılarak IMF tarafından bir ısı haritası oluşturulmaktadır. Isı haritası ülkenin borç sürdürülebilirliğine ilişkin genel bir derece vermemesine karşın her bir göstergeye göre riskliliğinin ortaya çıkarılması için kullanılacak bir araç olarak tasarlanmıştır.

IMF'nin açıkladığı verilere göre, 2012 yılı itibarıyla düşük inceleme düzeyi altında değerlendirilen 61 adet ülke bulunmakta olup bu ülkelerin kamu borç stoku/GSYH oranları %2 ile %53 arasında değişmektedir. İlgili ülkelerin brüt kamu finansman ihtiyacı/GSYH oranı ise, -%8 ile %11 arasında bulunmaktadır. Yüksek inceleme düzeyine tabi olan ülke sayısı ise 54 adet olup kamu borç stoku/GSYH oranları %33 ile %237 arasındadır. Bu ülkelerin brüt kamu finansman ihtiyacı/GSYH oranı ise %6 ile %59 arasında değer almaktadır.

3. TÜRKİYE İÇİN BORÇ SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

3.1. Türkiye İçin IMF Tarafından Yapılan Borç Sürdürülebilirliği Analizi

IMF'nin Aralık 2014'te yaptığı borç sürdürülebilirliği analizi incelendiğinde, reel faiz oranlarının üzerinde gerçekleşen GSYH büyümesinin yanı sıra faiz dışı fazladaki gelişmelerin Türkiye'nin borçluluk göstergelerini olumlu yönde etkilediği görülmektedir. Baz senaryoya göre yapılan tahminlerde, Türkiye'nin borçluluk göstergelerinin önümüzdeki dönemde de iyileşmeye devam edeceği öngörülmektedir. 2013 yılında Türk Lirasında yaşanan değer kaybı, brüt kamu borç stoku/GSYH oranının öngörülenin bir miktar üzerinde gerçekleşmesine neden olsa da söz konusu oranın 2019 itibarıyla %29,5 düzeyine inmesi beklenmektedir. Bununla birlikte, 2013 yılında kamunun yıllık brüt finansman ihtiyacı/GSYH oranının %10,4 ile IMF'nin belirlemiş olduğu eşik değer 0,4 puan üzerinde gerçekleşmesi nedeniyle Türkiye yüksek inceleme düzeyinde değerlendirilmiştir. Yapılan analiz sonucunda orta vadede Türkiye'nin brüt finansman ihtiyacı/GSYH oranının %7 civarında seyredeceği tahmin edilmektedir.

Tablo.7: Türkiye'nin Borç Sürdürülebilirliği Analizi

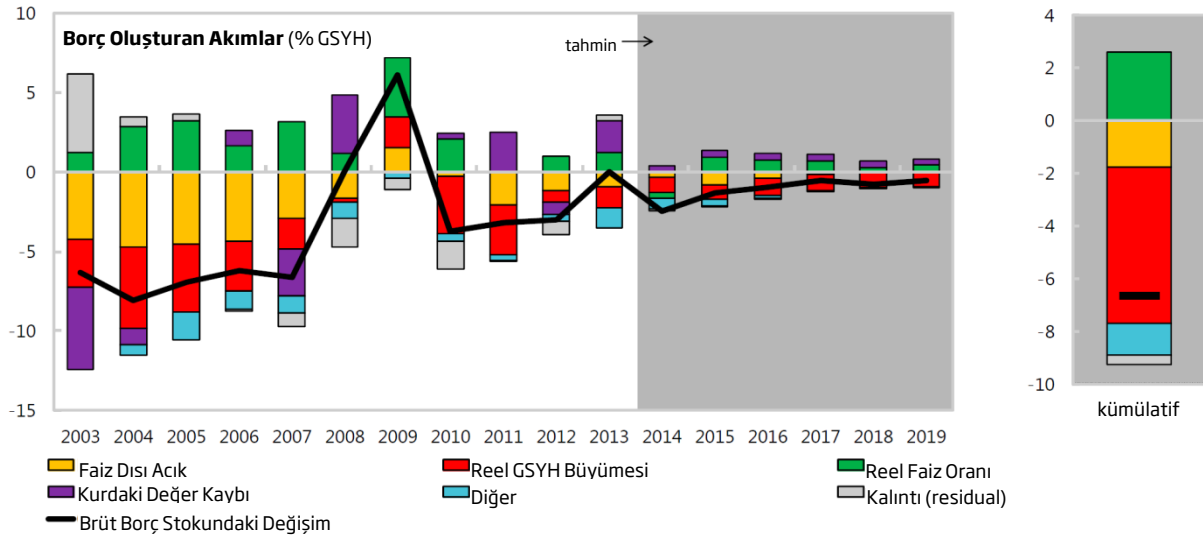
(% GSYH)

Borçluluk Göstergeleri

	Gerçekleşme			Tahmin					
	2003-2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Brüt Kamu Borç Stoku ¹	48,2	36,2	36,2	33,7	32,4	31,4	30,9	30,1	29,5
Kamu Brüt Finansman İhtiyacı ²	18,4	8,4	10,4	9,3	5,3	6,3	7,7	6,1	7,2

Kamu Borç Stokundaki Değişime Katkıları

	Gerçekleşme			Tahmin					
	2003-2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Brüt Borç Stokundaki Değişim	-3,9	-3,0	0,0	-2,5	-1,3	-1,0	-0,6	-0,8	-0,6
Borç Oluşturan Akımlar	-3,9	-2,1	-0,3	-2,3	-0,8	-0,5	-0,1	-0,3	-0,1
Faiz Dışı Denge	-2,6	-1,2	-0,9	-0,3	-0,8	-0,4	-0,2	0,0	0,0
Reel Faiz Oranı	2,1	1,0	1,2	-0,4	0,9	0,7	0,7	0,3	0,0
Reel GSYH Büyümesi	-2,5	-0,8	-1,3	-1,0	-0,9	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0
Kurdaki Değer Kaybı	-0,2	-0,8	2,0	-	-	-	-	-	-
Diğer	-0,7	-0,4	-1,3	-0,6	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0
Kalıntı (residual)	0,1	-0,9	0,4	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0



Kaynak: IMF

1/Kamu borcu genel hükümet borcu olarak tanımlanmıştır.

2/Kamu finansman ihtiyacı; faiz dışı denge, faiz ve amortisman ödemeleri, bankaların yeniden sermayelendirilmesi, özelleştirme gelirleri, ödenmesi gecikmiş borçları vb. kapsamaktadır.

3.2. Stres Testi Sonuçları

Büyümeye Uygulanan Şok: Stres testleri, Türkiye'nin borç göstergelerinin en fazla GSYH'deki ani değişimlere karşı hassas olduğunu ortaya koymuştur. Bu çerçevede, GSYH'nin örneğin iki yıl boyunca reel bazda küçültülmesi sonucunda faiz dışı denge baz senaryoya göre önemli ölçüde bozulmakta ve faiz dışı açığın GSYH'ye oranı yükselmektedir. Faiz dışı dengedeki bozulma da borçlanma maliyetlerinin yükselmesine neden olmaktadır. Böylece, kamu borç stoku/GSYH oranı, büyümeye uygulanan şok neticesinde yükselmektedir. Bu varsayımlar paralelinde oluşturulan tahmin ufku sonunda kamu brüt finansman ihtiyacı/GSYH oranı ise %10 civarında gerçekleşmektedir.

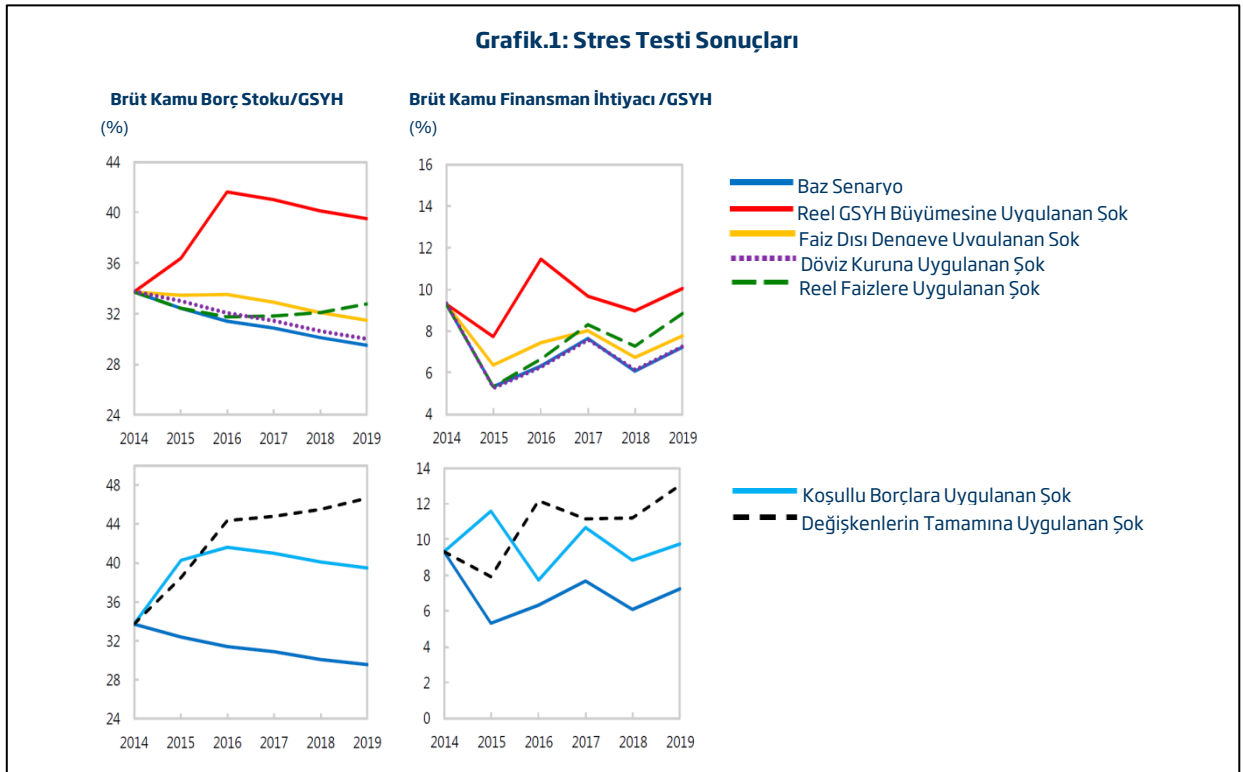
Faiz Dışı Dengeye Uygulanan Şok: Faiz dışı dengenin GSYH'ye oranının iki yıl boyunca azaltılması, kamu brüt borç stoku/GSYH oranının 2 yıl boyunca nispeten yatay seyretmesine neden olmaktadır. İzleyen dönemde aşağı yönlü seyir izleyen oran, tahmin ufku sonunda %32 seviyesinin altında kalmaktadır. Faiz dışı dengedeki söz konusu şokun brüt kamu borç stoku/GSYH oranı ile kamu brüt finansman ihtiyacı /GSYH oranı üzerindeki etkisinin ise sınırlı düzeyde kaldığı görülmektedir.

Reel Faiz Oranlarına Uygulanan Şok: Reel faiz oranlarına uygulanan şok sonrasında risk primleri hızlı bir şekilde yükselirken, baz senaryo atında tahmin ufku sonunda %7,9 olan ve faiz ödemelerinin borç stokuna oranlanmasıyla hesaplanan, kamunun ödediği ortalama faiz oranı %12,2 düzeyine çıkmaktadır. Reel faiz oranlarına uygulanan şok neticesinde kamu borç stoku/GSYH oranı düşük düzeyini sürdürürken, kamu brüt finansman ihtiyacı/GSYH oranı bir miktar yükselmektedir.

Koşullu Borçlara Uygulanan Şok: Tek sefere mahsus olmak kaydıyla finansal sektöre yönelik yapılan bir mali yardımın faiz dışı harcamaları artıracığı öngörülmüştür. Bu durum, ilk etapta kamu borç stoku/GSYH oranının yükselmesine, izleyen dönemde ise tedrici bir şekilde azalmasına neden olmaktadır. Bu senaryo altında, kamu brüt finansman ihtiyacı /GSYH oranı orta vadede %10 civarında seyretmektedir.

Döviz Kuruna Uygulanan Şok: Türkiye'nin yabancı para cinsi kamu borcunun toplam borç stoku içindeki payının düşük düzeyi göz önünde bulundurulduğunda, döviz kuruna uygulanan şokun borçluluk göstergeleri üzerinde kayda değer bir etkiye bulunmadığı görülmektedir.

Değişkenlerin Tamamına Uygulanan Şok: Her bir değişken için ayrı ayrı yapılan analizin toplulaştırılması durumunda 2019 itibarıyla Türkiye'nin kamu borç stoku/GSYH oranı %46,5 düzeyine yükselmektedir. Ancak, bu oranın 2003-2011 dönemi ortalaması olan %48,2'nin altında kaldığı görülmektedir.

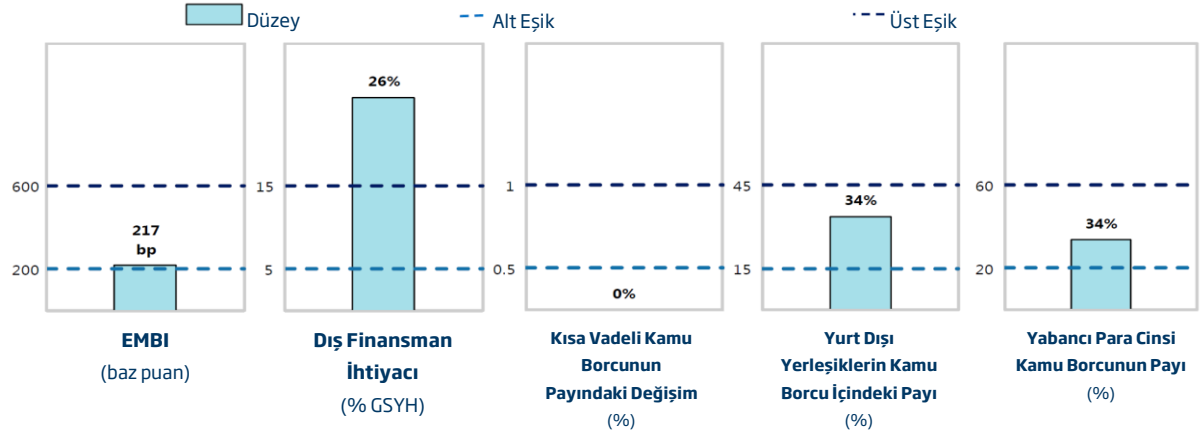


Farklı senaryolar altında borç sürdürülebilirliği analizi yapıldığında, Türkiye'nin borçluluk göstergelerinde önemli bir bozulma meydana gelmediği görülmektedir. Nitekim, söz konusu göstergeler her bir senaryo altında IMF'nin belirlemiş olduğu eşik değerlerin altında kalarak olumlu bir görünüm sergilemektedir. Bu durum Türkiye'nin kamu borçlarının sürdürülebilir olduğu sonucunu ortaya koymaktadır.

Tablo.8: Türkiye'nin Isı Haritası ve Borç Görünümüne İlişkin Kırılganlıklar

Brüt Kamu Borç Stoku¹	Reel GSYH Büyümesine Uygulanan Şok	Faiz Dışı Dengeye Uygulanan Şok	Reel Faiz Oranlarına Uygulanan Şok	Döviz Kuruna Uygulanan Şok	Koşullu Borçlara Uygulanan Şok
Brüt Kamu Finansman İhtiyacı¹	Reel GSYH Büyümesine Uygulanan Şok	Faiz Dışı Dengeye Uygulanan Şok	Reel Faiz Oranlarına Uygulanan Şok	Döviz Kuruna Uygulanan Şok	Koşullu Borçlara Uygulanan Şok
Borç Görünümü²	EMBI Risk Primi	Dış Finansman İhtiyacı	Kısa Vadeli Kamu Borcunun Payındaki Değişim	Yurt Dışı Yerleşiklerin Kamu Borcu İçindeki Payı	Yabancı Para Cinsi Kamu Borcu

Türkiye'nin Borç Görünümüne İlişkin Kırılganlıklar



Kaynak: IMF

1/Tablo.5'ta belirtilen eşik değerlere göre renklendirilmiştir. Hücrenin beyaz olması stres testinin uygulanabilir olmadığını göstermektedir.

2/Tablo.6'da belirtilen eşik değerlere göre renklendirilmiştir. Hücrenin beyaz olması stres testinin uygulanabilir olmadığını göstermektedir.

Borç görünümüne ilişkin kırılganlıklar açısından değerlendirildiğinde, Türkiye açısından en önemli risk unsurunun yüksek dış finansman ihtiyacı olduğu görülmektedir. Nitekim, dış finansman ihtiyacının GSYH'ye oranı %26 ile %15'lik eşik değerini oldukça üzerinde bulunmaktadır. IMF tarafından yapılan projeksiyonlara göre, brüt borçlanma ihtiyacının GSYH'ye oranının özel sektörün borçlanma vadesinin uzaması paralelinde orta vadede %24 civarında seyretmesi beklenmektedir.

Kamu sektörünün kısa vadeli dış borç stokunun düşük düzeyi dikkate alındığında, bu gelişmede büyük ölçüde özel sektörün kısa vadeli dış finansman ihtiyacının ve cari açığın etkili olduğu anlaşılmaktadır. Bu durum ülkemiz ekonomisinin uluslararası yatırımcıların risk iştahındaki değişimlere karşı duyarlı olmasına neden olmaktadır. Nitekim risk algısının bozulduğu dönemlerde borçlanma maliyetleri ile döviz kurlarında büyük boyutlarda dalgalanmalar yaşanmaktadır. Özellikle TL'deki değer kaybının toplam dış borç stokunun sürdürülebilirliği açısından büyük önem taşıdığı görülmektedir.

3.3. Türkiye’de Özel Sektörün Dış Borcu, Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Pozisyonu ve Kısa Vadeli Dış Yükümlülükler

Küresel kriz sonrası dönemde önde gelen merkez bankalarının izlemiş olduğu genişleyici yöndeki para politikaları küresel likiditenin bollaşmasını beraberinde getirmiş, Türkiye’de de özel sektörün yurt dışından ucuz kaynak sağlamanın önünü açmıştır. Dünyada borç sürdürülebilirliği konusunda genel olarak kamu sektörünün değerlendirilmesi ve IMF’nin yapmış olduğu analizde de özel sektörün borçluluğuna yer verilmemiş olması nedeniyle özel sektörün artan borçluluğunun Türkiye’nin borç sürdürülebilirliğine ne ölçüde etki ettiğinin anlaşılabilmesi için ülkenin dış borç stokunun yapısının, döviz pozisyonunun ve dış yükümlülüklerinin incelenmesinin faydalı olacağı düşünülmüştür.

3.3.1 Dış Borç Stoku

Türkiye’nin brüt dış borç stoku 2009 yılındaki 269 milyar USD seviyesinden Eylül 2014 itibarıyla 397 milyar USD’ye yükselmiştir. Bu dönemde, brüt dış borç stokunun GSYH’ye oranı da 6 puan artarak %49,6 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu artışta özel sektörün borç stokundaki artışın önemli ölçüde etkili olduğu görülmektedir. Nitekim, kamunun borç stokunun GSYH’ye oranı söz konusu dönemde yatay bir seyir izlerken, bu oran özel sektörde %27,9’dan %34,4’e çıkmıştır. Bununla birlikte, Türkiye’nin dış borç stokunun vade yapısı incelendiğinde uzun vadeli borç stokunun %67 ile yüksek düzeyde bulunduğu ve bu yapının dış şoklara görece sağlamlık kazandırdığı değerlendirilmektedir.

Tablo.9: Türkiye’nin Brüt Dış Borç Stoku (milyar USD)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014Q1	2014Q2	2014Q3
TOPLAM	268,9	291,9	303,9	339,0	389,5	388,3	402,0	396,8
% GSYH	43,6	39,9	39,3	43,1	47,4	48,1	50,3	49,6
Kısa Vadeli	49,0	77,2	81,6	100,2	130,5	125,8	131,8	131,9
Uzun Vadeli	219,9	214,7	222,3	238,8	259,1	262,5	270,2	264,9
Kamu Sektörü	83,5	89,1	94,2	104,0	115,9	117,1	119,4	118,6
% GSYH	13,5	12,2	12,2	13,2	14,1	14,5	15,0	14,8
Kısa Vadeli	3,6	4,3	7,0	11,0	17,6	17,8	18,2	18,9
Uzun Vadeli	79,9	84,8	87,2	92,9	98,3	99,3	101,3	99,7
TCMB	13,2	11,6	9,3	7,1	5,2	4,9	4,3	2,9
% GSYH	2,1	1,6	1,2	0,9	0,6	0,6	0,5	0,4
Kısa Vadeli	1,8	1,6	1,2	1,0	0,8	0,8	0,7	0,4
Uzun Vadeli	11,4	10,0	8,1	6,1	4,4	4,1	3,6	2,5
Özel Sektör	172,3	191,3	200,3	228,0	268,4	266,3	278,3	275,2
% GSYH	27,9	26,1	25,9	29,0	32,7	33,0	34,8	34,4
Kısa Vadeli	43,6	71,4	73,3	88,2	112,1	107,2	113,0	112,5
Uzun Vadeli	128,7	119,9	127,0	139,8	156,4	159,1	165,3	162,7

Kaynak: TCMB

3.3.2 Özel Sektörün Yurt Dışından Sağladığı Kredi Borcu

Özel sektörün yurt dışından sağladığı uzun vadeli kredi borcu 2009 yılına kıyasla 40 milyar USD artış kaydetmiş ve 2014 yılsonu itibarıyla 167,5 milyar USD’ye yükselmiştir. Söz konusu artış büyük ölçüde finansal sektör kaynaklı gerçekleşmiştir. Finansal kesim dışındaki firmaların yurt dışından sağladığı krediler ise bu dönemde yatay bir seyir izlemiştir.

Tablo.10: Özel Sektörün Yurt Dışından Sağladığı Uzun Vadeli Kredi Borcu (milyar USD)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
TOPLAM	128,6	119,8	126,9	139,7	156,0	167,5
I- Finansal	45,3	41,4	48,1	57,2	73,0	84,9
i- Bankalar	28,2	28,7	34,9	41,8	54,8	66,1
- Krediler	28,2	27,7	31,6	31,3	38,8	44,6
- Tahvil	0,0	1,0	3,3	10,4	16,0	21,5
ii- Bankacılık Dışı Finansal Kuruluşlar	17,1	12,6	13,2	15,4	18,2	18,7
- Krediler	17,0	12,5	13,0	15,1	16,4	15,3
- Yabancı Sermaye Sayılan Krediler	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,4
- Tahvil	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	3,0
II-Finansal Olmayan	83,3	78,4	78,7	82,5	82,9	82,6
- Krediler	77,3	72,0	72,9	74,9	73,4	72,2
- Yabancı Sermaye Sayılan Krediler	5,6	5,6	5,3	5,8	5,9	5,1
- Ticari Krediler	0,5	0,6	0,3	0,4	0,3	0,3
- Tahvil	0,0	0,2	0,2	1,4	3,3	5,0

Kaynak: TCMB

Özel sektörün yurt dışından sağladığı kısa vadeli kredi borcu gelişmeleri incelendiğinde de 2014 sonu itibarıyla söz konusu tutarın 44,4 milyar USD'ye yükseldiği görülmektedir. Bu tutar 2009 yılına kıyasla 37,8 milyar USD'lik artışa işaret etmektedir. Bununla birlikte, söz konusu borcun %94'lük bölümünün finansal sektörün yükümlülüklerinden oluştuğu ve finansal kesim dışındaki firmaların yalnızca 2,8 milyar USD'lik kısa vadeli kredi borcu olduğu dikkat çekmektedir.

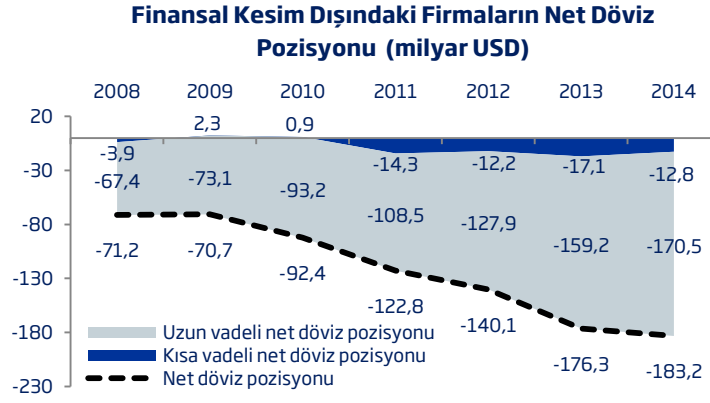
Tablo.11: Özel Sektörün Yurt Dışından Sağladığı Kısa Vadeli Kredi Borcu (milyar USD)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
TOPLAM	6,6	19,0	24,9	30,6	41,5	44,4
I- Finansal	5,9	18,0	23,5	28,1	38,8	41,7
i- Bankalar	5,7	17,0	22,2	26,3	36,4	39,6
- Krediler	5,7	17,0	22,2	26,2	35,0	35,8
- Tahvil	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	3,9
ii- Bankacılık Dışı Finansal Kuruluşlar	0,3	1,0	1,3	1,9	2,4	2,0
- Krediler	0,3	1,0	1,3	1,9	2,4	2,0
- Yabancı Sermaye Sayılan Krediler	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Tahvil	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
II-Finansal Olmayan	0,7	1,0	1,4	2,5	2,6	2,8
- Krediler	0,6	1,0	1,4	2,4	2,6	2,7
- Yabancı Sermaye Sayılan Krediler	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1
- Ticari Krediler	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Tahvil	6,6	19,0	24,9	30,6	41,5	44,4

Kaynak: TCMB

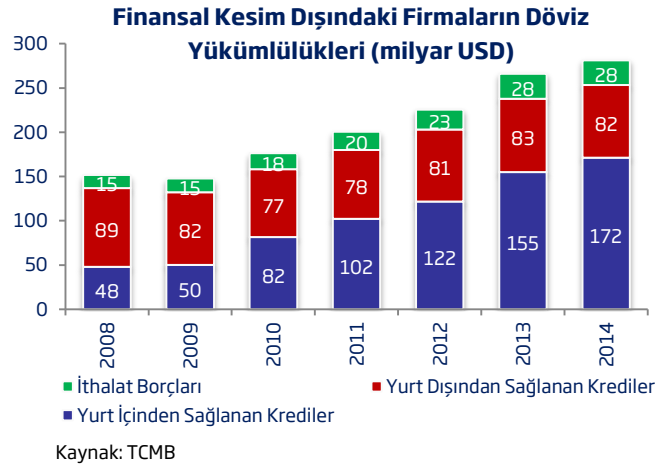
3.3.3 Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Net Döviz Pozisyonu

2014 sonu itibarıyla finansal kesim dışındaki firmaların toplam 183,2 milyar USD tutarında net döviz pozisyon açığı bulunmaktadır. Ancak, bu tutarın yalnızca 12,8 milyar USD'lik kısmının kısa vadeli olduğu görülmektedir. Ayrıca, finansal kesim dışındaki firmaların kısa vadeli net döviz açığının 2013 yılı ortalarında 20,9 milyar USD seviyesinde olduğu dikkate alındığında, firmaların kısa vadeli döviz pozisyon açığını kapama eğiliminde oldukları anlaşılmaktadır.



Kaynak: TCMB

Finansal kesim dışındaki firmaların döviz yükümlülüklerine bakıldığında bu firmaların döviz borçlarının büyük bir bölümünün başta yurt içinde yerleşik bankalar olmak üzere finansal kuruluşlara olduğu görülmektedir. 2014 itibarıyla finansal kesim dışındaki firmaların döviz yükümlülüklerinin yaklaşık %90'ını finansal kuruluşlardan sağlanan fonlar, geriye kalan bölümünü ise ithalat borçları oluşturmuştur.



Kaynak: TCMB

2014 itibarıyla firmaların nakit cinsinden döviz borçlarının %68'inin yurt içi finansal kuruluşlara olduğu anlaşılmaktadır. Hatta yurt dışı borçlar içerisinde yer alan yurt içi bankaların yurt dışı şube ve iştirakleri tarafından firmalara kullanılan krediler de eklendiğinde, bu dönemde firmaların döviz cinsinden yükümlülüklerinden alacaklı olan yurt içi finansal kuruluşların payı %78'e yükselmektedir. Büyük ölçüde teminatlı kredi niteliğindeki bu tür kredilerin geri ödenmesi aşamasında önemli bir risk oluşmayacağı beklenmektedir.

Tüm bunlara ek olarak, döviz kredisi kullanımına ilişkin yasal düzenlemeler çerçevesinde döviz açığı bulunan firmaların genel olarak ihracatçı şirketlerden ve büyük ölçekli kurumsal firmalardan oluştuğu bilinmektedir. Bu durum da döviz kurundaki olası dalgalanmalara karşı firmaların dayanıklılığını artırmaktadır. Nitekim, BDDK'nın aylık bülten verilerine göre Ocak 2015 itibarıyla bankacılık sektörünün toplam YP nakdi kredilerinin sadece %5,7'si mikro ve küçük işletmelere kullanılmıştır. Diğer bir deyişle, döviz kurunda yaşanabilecek dalgalanmaların bazı firmaları olumsuz etkilemesi muhtemel görülmele birlikte, YP borcu olan firmaların çoğunluğunun döviz gelirine sahip olması, bu durumun reel sektör firmalarının bilançolarında ve ödeme güçlerinde sistemik bir soruna neden olmayacağına işaret etmektedir.

Tablo.12: Finansal Kesim Dışındaki Firmaların Döviz Borçlanmalarında Yurt İçi Finansal Kuruluşların Payı

(milyar USD)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Yurt İçi Finansal Kuruluşlar (I)	50,3	81,9	102,3	121,8	155,2	171,5
Yerleşik Bankaların Yurt Dışı Şube ve İştirakleri (II)	35,6	29,2	25,8	25,1	25,1	25,8
Toplam (I+II)	85,9	111,1	128,1	147,0	180,3	197,4
Toplam Nakdi Krediler (III)	132,5	158,4	180,2	203,3	238,0	253,3
% Pay						
I/III	38,0	51,7	56,8	59,9	65,2	67,7
(I+II)/III	64,8	70,1	71,1	72,3	75,8	77,9

Kaynak: TCMB

Türkiye'nin dış stokunun vade yapısı incelendiğinde Aralık 2014 itibarıyla orijinal vadesine bakılmaksızın vadesine bir yıl ve daha kısa süre kalan dış borçların toplamının 166,8 milyar USD olduğu görülmektedir. Merkez bankasının ve merkezi hükümet bu tutarın çok sınırlı bir bölümünü oluştururken, bankaların yükümlülüklerinin 107,5 milyar USD ile toplam kısa vadeli borç stokunun %64,4'üne tekabül ettiği görülmektedir. Bununla birlikte bankacılık sektörünün yüksek sermaye yeterliliği ve sağlam aktif kalitesi sayesinde borçlarını çevirmede bir sıkıntı yaşamayacağı düşünülmektedir. Nitekim, 2013 yılında küresel çapta piyasalardaki oynaklığın arttığı dönemde dahi Türk bankacılık sektörünün uzun dönemli dış borç çevirme oranı %196 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2014 yılsonunda da bu oranın %190 seviyesinde olduğu ve bankacılık sektörünün sıkı düzenleme ve denetlemelere tabi olması çerçevesinde açık pozisyonunun oldukça düşük düzeyde bulunduğu dikkate alındığında, kısa vadeli borçlarını kapatma konusunda bir problemle karşılaşmayacağı anlaşılmaktadır.

Tablo.13: Kalan Vadeye Göre Borçlu Bazında Kısa Vadeli Dış Borç Stoku*

	Aralık 2014	
	Milyar USD	Pay (%)
<i>Merkez Bankası</i>	1,4	0,8
<i>Genel Yönetim</i>	4,9	3,0
<i>Bankalar</i>	107,5	64,4
Krediler	59,8	35,9
Döviz Tevdiat Hesabı	13,1	7,9
Banka Mevduatı	21,1	12,7
Yurt Dışı Şubeler ve İştirakler	11,6	7,0
TL Cinsinden Mevduat	13,4	8,0
Yurt Dışı Şubeler ve İştirakler	6,4	3,8
<i>Diğer Sektörler</i>	53,0	31,8
Ticari Krediler	32,0	19,2
Diğer Krediler	21,0	12,6
Kamu	0,2	0,1
Özel	20,9	12,5
<i>Toplam</i>	166,8	100,0

(*) Orijinal vadesine bakılmaksızın vadesine bir yıl ve daha kısa süre kalan borçlar.

Kaynak: TCMB

Yıllar içerisindeki gelişime bakıldığında, Türkiye ekonomisindeki olumlu gelişmelerin, siyasi belirsizliklerin azalmasının ve bankacılık sektörünün olumlu performansının yurt dışı kaynak kullanımındaki artış eğilimine destek verdiği düşünülmektedir. Dış kaynak temininde herhangi bir zorluk yaşanmazken, sektörün ihtiyatlı olarak borçlanmaya devam ettiği, kısa-uzun vadeli kaynak dengesinin her dönem gözetildiği görülmektedir. Bankacılık sektörü faiz, kur ve likidite riskini yönetilebilir seviyelerde tutmak üzere otoritelerin koyduğu yasal sınırlamaların yanı sıra içsel sınırlamaları da dikkate alarak getiri/maliyet ve risk unsurları çerçevesinde en uygun varlık ve yükümlülük kompozisyonunu oluşturmaktadır. Bu çerçevede, Türkiye'de özel sektörün döviz

yükümlülüklerinin büyük bölümünün yurt içinde yerleşik bankalarda olduğu da göz önünde bulundurulduğunda, sağlam temellere sahip olan bankacılık sektörü dış borçların sürdürülebilirliği açısından Türkiye'ye önemli bir avantaj sağlamaktadır. Bu çerçevede, döviz kurunda yaşanabilecek dalgalanmaların bazı firmaları olumsuz etkilemesi muhtemel görülmekle birlikte, bu durumun reel sektör firmalarının bilançolarında ve ödeme güçlerinde sistemik bir soruna neden olmayacağı değerlendirilmektedir.

4. ÜLKE KARŞILAŞTIRMASI

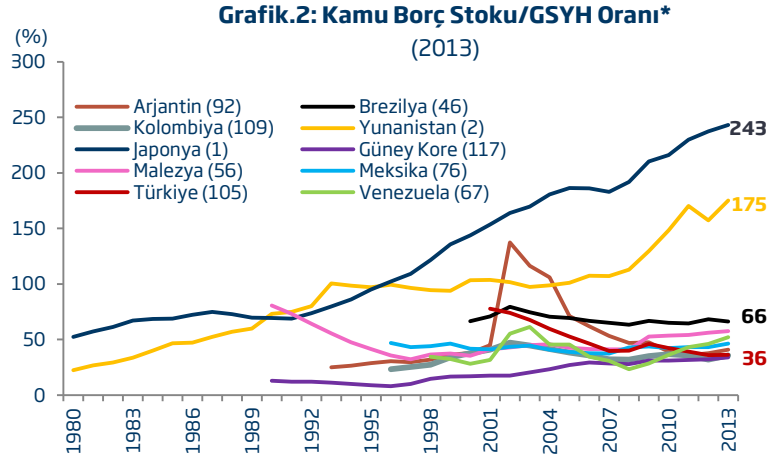
Çalışmanın bu bölümünde temel borç dinamikleri dikkate alınarak ülke karşılaştırması yapılmıştır. Türkiye'nin karşılaştırıldığı ülke grubu oluşturulurken daha önce borçlarını ödeme konusunda sorun yaşamış olan Brezilya, Arjantin, Venezuela, Kolombiya ve Meksika gibi gelişmekte olan ülkelere ağırlık verilmiştir. Borç sürdürülebilirliği uzun bir süredir tartışmalı olan Japonya'nın yanı sıra borç krizini çok yakın bir dönemde tecrübe eden Yunanistan da analize dahil edilmiştir. Son olarak, borçlarını ödeme sorunuyla karşılaşmamış olan ve son dönemde olumlu bir görünüm sunan Malezya ile 1960-70'li yıllarda Türkiye ile benzer bir ekonomik gelişmişlik düzeyine sahip olan Güney Kore de ülke grubuna eklenmiştir.

Latin Amerika ülkelerinden son iki asırlık dönemde Brezilya, Arjantin ve Kolombiya 7, Meksika 8, Venezuela 9 kez dış borcunda temerrüde düşmüştür. Bununla birlikte, son 15 yılda bu ülkeler borç sürdürülebilirliği alanında nispeten olumlu bir görünüm sergilemiştir. Bu gelişmede, Latin Amerika ülkelerinin geçmişte yaşadıkları irili ufaklı krizlerin ve 1997-98 Asya Krizi'nin ardından finans sektörüne yönelik denetim ve düzenleme mekanizmalarının güçlendirilmesi etkili olmuştur. Bu çerçevede, Türkiye de dâhil olmak üzere gelişmekte olan ülkelerin genelinde son yıllarda borç sürdürülebilirliği alanında iyileşme kaydedilmiştir. Bu ülkelerin devlet tahvillerinin risk primleri tarihi düşük seviyelere gerilerken, kredi notu değerlendirmelerinde de olumlu gelişmeler kaydedilmiştir. Diğer taraftan, bu ülkelere Arjantin ile Venezuela'ya yönelik olarak borç sürdürülebilirliği tartışmaları son dönemde yeniden gündeme gelmiştir. Arjantin, teknik olarak Temmuz 2014'te borçlarını ödeyemeyecek noktaya gelmiş, alacaklı şirketlerle uzlaşma sağlanamaması sonucunda temerrüde düşmüştür. İncelenen ülke grubunda en fazla temerrüde düşmüş olan Venezuela son dönemde kamu gelirlerinin önemli bir kısmının petrol gelirlerinden oluşması dolayısıyla petrol fiyatlarındaki hızlı düşüşün ardından dikkatleri üzerine çekmiştir. Petrol fiyatlarının düşük seviyelerini koruması durumunda Venezuela'nın önümüzdeki dönemde borçlarını ödemedeki sorunla karşılaşabileceği öngörülmektedir.

Japonya'da yüksek kamu borç stokuna ilişkin endişeler son dönemde de gündeme gelmektedir. Ancak bu ülkeye özgü bazı unsurların söz konusu endişeleri hafifletmede rol oynadığı görülmektedir. Nitekim, borç stokunun büyük bir kısmının yurt içi yerleşiklere ait ve yerel para birimi cinsinden olması, reel faizlerin oldukça düşük seviyelerde seyretmesi ve tasarruf oranlarının yüksek olması bu faktörler arasında sayılmaktadır.

Yunanistan'da borç sürdürülebilirliği konusu güncelliğini korumaktadır. Kamu borç stokunun GSYH'ye oranı son 10 yılda %97'den %175'e çıkan ülkeye yönelik son kurtarma paketi Aralık 2014'te süresini doldurmuş olup yardım programının devam etmesi için gereken IMF gözden geçirmesi Ocak 2015'te yapılan genel seçimlerden sonraki döneme ertelenmiştir. Artan siyasi riskler de dikkate alındığında, ülke ekonomisinin toparlanmasının uzun zaman alacağı öngörüldükçe borç dengelerinde kısa vadede bir iyileşme yaşanması beklenmemektedir.

Kamu borç stokunun GSYH'ye oranı incelendiğinde, 2013 yılı itibarıyla Japonya'nın %243'lük oranla en kötü performansı sergileyen ülke olduğu görülmektedir. Japonya'yı %175 ile Yunanistan, %66 ile Brezilya izlemektedir. Küresel krizin ardından diğer ülkelerin büyük çoğunluğunda söz konusu oran artarken Türkiye'de bu oranın düşüş göstermesi dikkat çekmektedir.

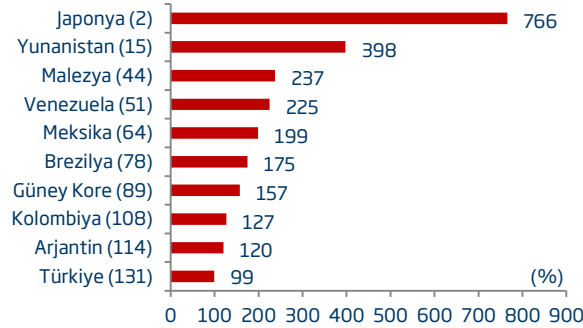


Kaynak: IMF

(*) Parantez içindeki sayılar 2013 yılı verilerine göre ilgili ülkelerin genel hükümet borç stokunun GSYH'ye oranının dünya sıralamasındaki yerini göstermektedir. Veriler 179 ülkeyi kapsamakta olup, bir ülkenin birinci sırada yer alması o ülkenin örneklemedeki en yüksek borçluluk oranına sahip olduğu anlamına gelmektedir.

Kamu borç stokunun, genel hükümet gelirlerine oranına bakıldığında ise, Japonya ile Yunanistan'ın değerlendirmeye dâhil edilen ülkeler arasında en yüksek orana sahip olduğu görülmektedir. Türkiye ise kamu borç stokunun genel hükümet gelirlerine oranında en düşük düzeye sahip olan ülke olarak ön plana çıkmaktadır.

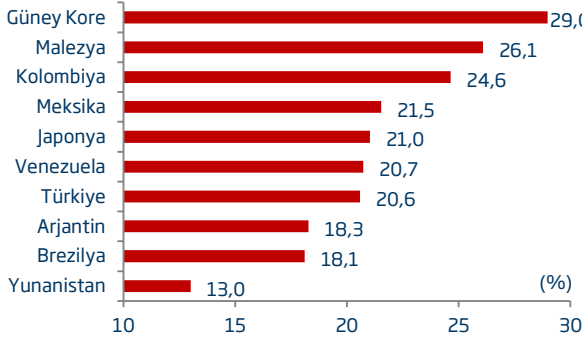
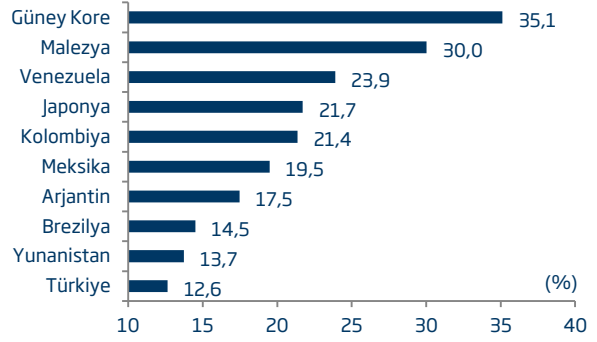
Grafik.3: Kamu Borç Stoku/ Genel Hükümet Gelirleri Oranı*



Kaynak: IMF, UNCTAD

(*) Parantez içindeki sayılar 2013 yılı verilerine göre ilgili ülkelerin genel hükümet borç stokunun GSYH'ye oranının dünya sıralamasındaki yerine işaret etmektedir. Veriler 179 ülkeyi kapsamakta olup, bir ülkenin birinci sırada yer alması o ülkenin örneklemedeki en yüksek orana sahip olduğu anlamına gelmektedir.

Temel borç göstergelerine ek olarak ülkeler dış finansman ihtiyacı açısından da değerlendirilmiştir. Bu çerçevede toplam yatırımların ve tasarrufların GSYH'ye oranı incelendiğinde, Yunanistan olumsuz bir görünüm çizerken, temel borç göstergelerinde oldukça olumlu görünüm sergileyen Türkiye'nin ise özellikle toplam tasarrufların GSYH'ye oranında en zayıf performansa sahip olduğu görülmektedir. Malezya ve Güney Kore gibi genel olarak dış finansman ihtiyacını karşılamada sorun yaşamayan ülkeler ise gerek toplam yatırımların GSYH'ye oranında gerekse toplam tasarrufların GSYH'ye oranında olumlu görünüm sergileyen ülkeler olmuştur.

Grafik.4: Toplam Yatırımlar/ GSYH Oranı (2013, %)**Grafik.5: Toplam Tasarruflar/ GSYH Oranı (2013, %)**

Kaynak: IMF

5. GENEL DEĞERLENDİRME

Her ülkenin kendine özgü makroekonomik dengelere sahip olması ülkelerin borçlarını çevirmede sıkıntı yaşamayacağı borç stoku seviyesi için küresel çapta dikkate alınabilecek bir üst sınır belirlenmesini güçleştirmektedir. Bununla birlikte sürdürülebilir borçlanma, borçların gelirlere oranının uzun vadede yatay düzeyde kalması şeklinde de tanımlandığı için, geçmişte borçların sürdürülebilirliğinin tespit edilmesi amacıyla bir takım göstergelerden istifade edilmiştir. Bu göstergelerden en fazla kabul görenler; borç stokunun GSYH'ye, bütçe gelirlerine ve ihracata oranı olmuştur. Ancak geçmiş kriz örnekleri bu tür ölçütlerin borçların sürdürülebilir olup olmadığını gösterme konusunda yetersiz olduğuna işaret etmektedir. Nitekim, kamu borç stokunun milli gelirin yaklaşık 2,5 katı olan Japonya'nın borç geri ödemelerinde sorun yaşamaması da bu duruma önemli bir örnek teşkil etmektedir. Bu çerçevede, IMF borçların geri ödenmesinde soruna yol açabilecek birçok faktörü barındıran detaylı bir borç sürdürülebilirliği analizi geliştirmiştir.

IMF borç sürdürülebilirliğinin değerlendirmesi amacıyla oluşturduğu analiz çerçevesinde ülkeleri iki sınıfa ayırmaktadır. Borç göstergeleri öngörülen eşik değerinin altında yer alan ülkeler düşük inceleme düzeyi, diğerleri ise yüksek inceleme düzeyi altında incelenmektedir. IMF tarafından yapılan analiz, ülkelerin borç seviyelerinin orta vadede nasıl bir seyir izleyeceğini göstermesinin yanı sıra özellikle yüksek inceleme düzeyi vakaları için oluşturulan ısı haritaları yardımı ile borçluluğa ilişkin kırılganlıkların ortaya konmasını sağlamaktadır. Borçlanma düzeylerine yönelik net bir sınır belirlenmesinin zorluğu göz önünde bulundurulduğunda, ülkelerin borç görünümü hakkında fikir sunması açısından söz konusu analizlerin faydalı olduğu görülmektedir. Analizlerde kullanılan veriler eşit öneme sahip olmasalar da birlikte değerlendirildiklerinde ülkenin borç görünümüne ilişkin bir fikir vermektedirler.

Söz konusu analizin Türkiye'ye ilişkin sonuçları değerlendirildiğinde, halihazırda düşük düzeyde bulunan kamu borç stokundaki iyileşmenin devam edeceği öngörülmekte olup bu durumun ülke açısından olumlu bir gelişme olarak ön plana çıktığı görülmektedir. Diğer taraftan, Türkiye için dış finansman ihtiyacının riskli olarak değerlendirilen düzeyin üzerinde bulunması dikkat çekmektedir. Bu gelişmede, yurt içi tasarruflarının yetersiz oluşu, imalat sanayiinde ara malı ithalatına bağımlılığın yüksek olması, olumlu küresel likidite koşulları nedeniyle döviz cinsinden borçlanma maliyetinin düşük olması rol oynamıştır. Temel borç göstergeleri açısından önemli bir kırılganlığı bulunmayan Türkiye'nin orta vadede bir borç sorunu yaşamayacağı öngörülmektedir. Finansal kesim dışındaki firmaların uzun vadeli finansman ihtiyacı paralelinde artış eğilimi sergileyen açık döviz pozisyonu ise vade yapısı (kısa vadeli açık pozisyonun sadece %7'lik paya sahip olması) itibarıyla yönetilebilir bir görünüm sunmaktadır. Diğer ülkeler ile karşılaştırıldığında da Türkiye borç sürdürülebilirliği açısından olumlu bir görünüm sergilemektedir.



YASAL UYARI

Bu rapor Bankamız uzmanları tarafından güvenilir olduğuna inanılan kamuya açık kaynaklardan elde edilen bilgiler kullanılmak suretiyle, sadece bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde finansal enstrümanların alım veya satımı konusunda tavsiye veya finansal danışmanlık hizmeti sağlanması olarak yorumlanmamalıdır. Bu raporda yer verilen görüş ve değerlendirmeler, hiçbir şekilde Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin kurumsal yaklaşımını yansıtmamakta olup, raporu kaleme alan uzmanların kişisel görüş ve değerlendirmeleridir. Türkiye İş Bankası A.Ş. bu raporda yer alan bilgi, görüş ve değerlendirmelerin doğru, değişmez ve eksiksiz olması konusunda herhangi bir şekilde garanti vermemektedir. Türkiye İş Bankası A.Ş. bu raporda yer alan bilgilerde herhangi bir bildirimde bulunmaksızın değişiklik yapma hakkına sahiptir. Bu rapor ve içindeki bilgilerin kullanılması nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak oluşacak zararlardan Türkiye İş Bankası A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir.

İşbu rapor üzerinde Bankamızın telif hakkı olup, Bankamızın yazılı izni alınmaksızın herhangi bir kişi tarafından, herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya yayımlanamaz. Tüm haklarımız saklıdır.
