

## Mali Destek Programları Ne Kadar Yararlı?

Müge Adalet<sup>†</sup>  
Sumru Altuğ<sup>‡</sup>

4-5 Haziran 2010'da Güney Kore'de toplanan G-20 ekonomi bakanları küresel krizin başından beri destekledikleri Keynesyen harcama politikalarına olan toplu taahhütlerini bir kenara bıraktılar. Nisan'daki toplantılarında mali destek paketlerini destekleyen grup, gerek krizden çıkışın hız kazanması gerekse Yunanistan'daki mali problemlerin sorun yaratmaya başlaması nedeniyle "mali zorlukları olan ülkeler konsolidasyon hızlarını artırmalıdır" temalı bir açıklama yaptı.

Bu politika notunda kriz sırasında mali destek paketlerinin kullanılmasının doğruluğu ve bu desteğin çekilmesinin zamanlaması üzerine yaşanan tartışmaları özetlemek ve krizin gelişmiş ülkeler ve yükselen pazar ülkelerinin mali durumlarına etkilerini karşılaştırmak istiyoruz.

Küresel kriz sırasında birçok ülkede hem mali hem

<sup>†</sup> Dr., Koç Üniversitesi ve EAF, [madalet@ku.edu.tr](mailto:madalet@ku.edu.tr)

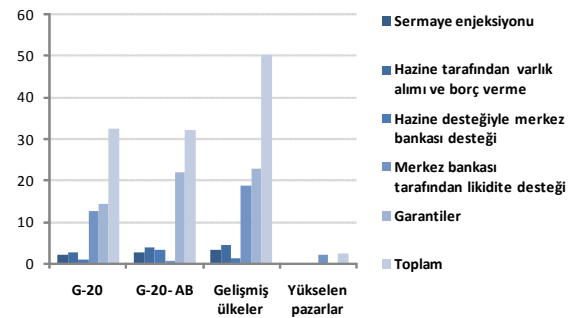
<sup>‡</sup> Prof., Koç Üniversitesi ve EAF Direktörü, [saltug@ku.edu.tr](mailto:saltug@ku.edu.tr)

de para politikaları gevşetilmiş ve birçok destek programları açıklanmıştı. Örneğin, ABD Hazinesi'nin bankalardaki değerini yitirmiş zehirli varlıkların satın alınmasıyla ilgili 750 milyar dolarlık Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı (Troubled Assets Relief Program-TARP), bu tedbirlerden biriydi.

Küresel kriz sırasında gevşek maliye politikaları uygulanmış ve özellikle gelişmiş ülkeler finans sektörüne büyük destek sağlamıştır.

Uluslararası platformda da dünya ekonomisine güven sağlayacak tedbirler ele alınmıştı. 2 Nisan 2009 tarihinde Londra'da gerçekleşen G-20 zirvesinde Uluslararası Para Fonu'nun kaynakları 750 milyar dolara çıkarıldı. Ayrıca, Şubat 2009 yılında yürürlüğe giren ve 787 milyar dolarlık vergi indirimi, işsizlik sigortasının kapsamının genişletilmesi ve eğitim, sağlık ve altyapı alanlarında harcamaları öngören American Recovery and Reinvestment Act (ARRA) gibi canlandırıcı paketler açıklandı.

Şekil 1. Finansal sektöre yardımın 2008 GSYH'ye oranı (Mayıs 2009)



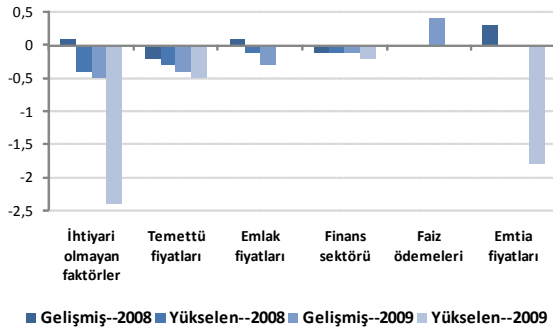
Kaynak: Uluslararası Para Fonu

Finansal sektörde çıkan kriz dolayısıyla, özellikle gelişmiş ülkelerde gerek Hazine gerek merkez bankaları bu sektöre mali destek verdi ve böylece

sorunu özel sektörden kamu sektörüne taşımış oldu. Şekil 1’de yükselen pazarlarda finans sektörüne bu boyutta bir yardım yapılmadığını görüyoruz. Bu da krizden çıkışta bu ülkelerin daha iyi performans göstermesiyle uyumaktadır.

G-20 gelişen ve yükselen pazar ülkeleri arasındaki farklılıkları Şekil 2’de de görüyoruz. İhtiyari olmayan harcamaların dağılımına baktığımızda, 2009’da yükselen pazar ülkelerini en çok emtia fiyatlarının etkilediğini görüyoruz. Kâr payı ve emlak fiyatlarının etkileri her iki grupta da aynı derecede hissedilirken, emtia fiyatları gelişmiş G-20 ülkelerini daha az etkilemiştir. Şekil 2’de dikkati çeken başka bir nokta da, gelişmiş ülkelerde 2008’de başlayan krizin etkilerinin yükselen pazar ülkelerinde ancak 2009’da hissedilmeye başlamış olmasıdır.

Şekil 2. G-20 ülkeleri: İhtiyari olmayan faktörler (GSYH’ye oranı, bir önceki yıla göre değişim)



Kaynak: Uluslararası Para Fonu

Kriz sırasında kamu borcunun artmasının ardında üç ana sebep vardır: varlık ve emtia fiyatlarının düşmesi ve otomatik dengeleyiciler yüzünden bütçe gelirin azalması, doğrudan mali yardımlar ve ihtiyari destek paketleri.

Bu kısa incelemeden yükselen pazar ülkelerinin mali zayıflamasını düşen emtia ve varlık fiyatlarına, gelişmiş ülkelerinkini ise finans sektörüne yapılan yardım, kriz sonucu kaybolan

gelir ve mali destek paketlerine bağlayabileceğimiz sonucunu çıkarıyoruz.

Mali destek paketlerinin ekonominin toparlanmasına yararlı olup olmadığı tartışma konusu olmuştur.

Bu etkenler arasında, isteğe bağlı olduğu için, mali destek paketlerinin kriz sırasındaki etkileri, özellikle ABD’de büyük bir tartışma konusu olmuştur. Hükümet harcamalarındaki değişimin üretime katkısını ölçen mali çarpanın kriz sırasındaki değeri ve nasıl belirlenmesi gerektiği birçok makalede ele alınmıştır. Teorik olarak, mali çarpanın değeri “sızıntılar” az, para politikası gevşek ve destek sonrası ülkenin mali durumu sürdürülebilir olursa yüksek olur.

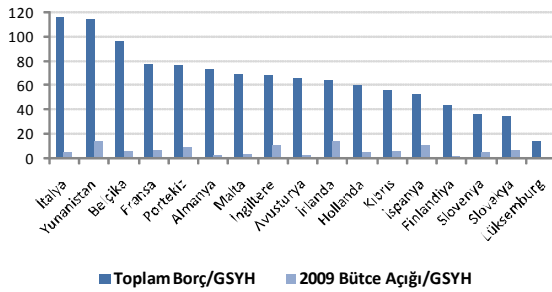
Sızıntıların az olması için mali destek paketlerinde vergi indiriminden önce hükümet harcamalarının kullanılması, marjinal tüketim eğiliminin yüksek olması, desteğin likidite sıkıntısı çeken tüketicilere yönelik olması, tüketicilerin gelecekteki vergi artışını göz ardı etmesi, marjinal ithalat eğiliminin düşük, otomatik dengeleyicilerin küçük ve üretim açığının ise büyük olması gerekmektedir. Sürdürülebilir mali durum, artan borcun uzun vadeli faizlere etkisini azaltır ve gevşek para politikası da mali genişlemeye bağlı olarak faizlerin yükselmesi sonucu özel yatırımın sınırlanmasını engellerse mali çarpan yükselir.

Kriz dönemlerinde belirsizlik sonucu ihtiyati tasarrufun artması mali çarpanın değerini düşürürken, kredi sıkıntısı yaşayan tüketici ve şirket sayısının artması ve son krizdeki genişlemeci para politikaları bu değeri artırmaktadır. Bu iki ters etkinin net sonucunun

bilinmemesi de kriz sırasında Keynesyen maliye politikalarının kullanımının ne kadar doğru ya da yararlı olduğuna ait tartışmalara neden olmuştur.

Birçok ülkede bu tür mali paketler kullanıldığı için bunların yapılmaması halinde krizin ne kadar daha derin ve uzun geçeceğini senaryosunu bilmek mümkün olmasa da borç artışının olumsuz etkileri ve onca mali destek programına rağmen bazı ülkelerde var olan yüksek işsizlik rakamları beraberinde sorular getirmiştir.<sup>§</sup>

Şekil 3. Avrupa ülkelerinde borç ve bütçe açıkları



Kaynak: Eurostat

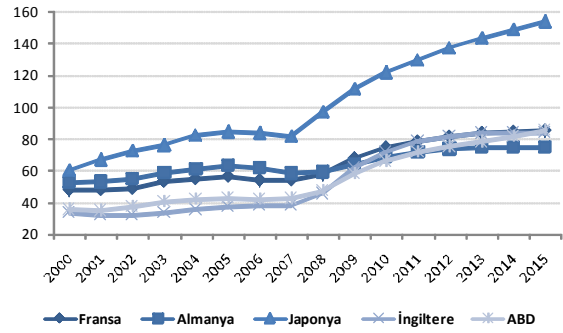
Bugünlerde ise krizden çıkışın başlaması ve özellikle Avrupa'da artan kamu borçları ve bütçe açıkları dolayısıyla tartışma, maliye politikalarının sıkılaştırmasının zamanlamasına kaymış durumda (Şekil 3). IMF'nin "Küresel Ekonomik ve Finansal Krizin Mali Sonuçları" başlıklı notu, gelişmiş ve yükselen pazar ekonomilerinde mali dengenin GSYH'ye oranının 2007'den 2009'a sırasıyla ortalama %8 ve %5 bozulduğunu tahmin ediyor. Gelişmiş ülkelerde kamu borcunun GSYH'ye oranı ise 2008-2009 döneminde %20 artarak son birkaç on yılın en büyük yükselişini göstermiş durumda.

Bazı gelişmiş ülkelerin net borçlarının GSYH'ye oranını veren Şekil 4'te krizle birlikte artmaya başlayan bu verinin, Uluslararası Para Fonu

<sup>§</sup> Cottarelli ve Vinals (2009).

tahminlerine göre önümüzdeki yıllarda daha da yükselebileceğini görüyoruz.

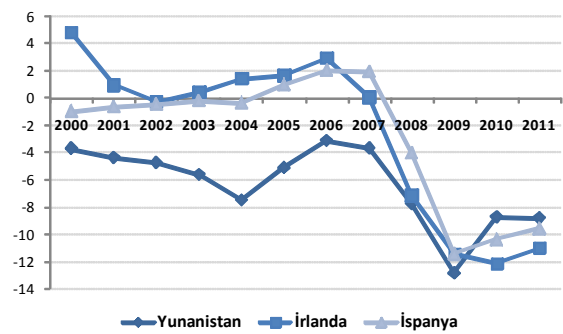
Şekil 4. Net Borç/GSYH



Kaynak: IMF Dünya Ekonomik Görünümü Nisan 2010 veritabanı. 2009 sonrası veriler tahminlerdir.

Her ne kadar orta vadede mali dengelerin düzelmesi beklense de, kriz sırasında izlenen genişlemeci politikalar sıkılaştırılmazsa gelişmiş ülkelerin mali dengeleri 2007'ye oranla daha zayıf olup, borç oranları üzerindeki etkileri de kalıcı olabilir. Kriz öncesinde yaşanan nüfusa bağlı demografik faktörler dolayısıyla uzun vadede zorluklarla karşı karşıya kalması beklenen gelişmiş ülkeler için durum daha da kötüleşebilir.

Şekil 5. Seçilmiş ülkelerde hükümet net borçlanma/borç verme miktarının GSYH'ye oranı



Kaynak: IMF Dünya Ekonomik Görünümü Nisan 2010 veritabanı (2009 sonrası veriler tahminleri gösterir).

Geçmişte bütçe açıklarını azaltırken büyüeyebilen ülkeler, düşen bir kur ya da borçlanma maliyetinde düşüşle ödüllendirilerdi. Ancak, avro bölgesindeki ülkelerin böyle bir seçeneği yok, bu da bu ülkeleri zor zamanların beklediğini

gösteriyor.

Özellikle Yunanistan'da patlak veren borç krizi sonrasında gözler, küresel kriz sonucu net borçlanmalarının GSYH'ye oranı benzer duruma düşen İrlanda ve İspanya'ya da çevrildi. Şekil 5'te Yunanistan'ın problemlerinin kriz öncesine dayandığını, İrlanda ve İspanya'nın ise borç oranının küresel krizden dolayı arttığını görüyoruz.

Bu durum karşısında, Yunanistan, İspanya, Portekiz ve İrlanda pek bir seçeneği olmadığı için mali kısıtlamalar getirdiler bile. İngiltere'de 22 Haziran'da açıklanan "acil bütçe"de KDV artışı, sosyal yardım kısıtlamaları, kamu çalışanlarının maaşlarını dondurma ve bazı diğer vergilerin artırılması gibi sert önlemler aldı.

Bugünlerde ise krizden çıkışın başlaması ve özellikle Avrupa'da artan kamu borçları dolayısıyla tartışma, mali politikalarının sıkılaştırmasının zamanlamasına kaymış durumda.

Bu tür önlemlerin gerekliliğine inananlar, diğer ülkelerin de gelecekte ekonomilerini rahatlatacak sıkı maliye politikalarına yönelmek zorunda olduğunu savunuyorlar. Ancak, emeklilik yaşını yükseltmek gibi orta vadede kamu maliyesini düzelterken ama kısa vadede talebi düşürmeyen politikaları devreye sokmak siyasi açıdan oldukça zor. Bunun için de mali kemer sıkma politikaları tartışılırken yapısal reformlardan çok bütçe disiplini üzerinde duruluyor.

Martin Wolf, 15 Haziran'da Financial Times'da yayınlanan köşe yazısında sıkı maliye politikasını savunanların dört dayanağı olduğunu söylüyor.

Birincisi, yatırımcıların Yunanistan, Portekiz ve İspanya'dan sonra İngiltere ve ABD'ye de sırtlarını dönme olasılığı. İkincisi, kamu borçlanmasının özel sektör yatırımlarını azaltma etkisi, üçüncüsü bütçe açığının enflasyona yol açması ve sonuncusu da mali açıkların talebi artırıcı etkisi olmadığına olan inançları.

Ancak, Wolf daha krizden tam olarak çıkılmadığı için talebin hala düşük olmasının enflasyona yol açma sorununu ortadan kaldırdığını ve kamu harcamalarını azaltmanın özel sektör harcamalarını otomatik olarak artırmayacağını savunuyor. Wolf, zamanından önce uygulamaya sokulan bir kemer sıkma politikasının dünya ekonomisinin dengesini bozabileceği fikrinde yalnız değil.

ABD başkanı Barack Obama G-20 liderlerine geçen hafta yazdığı bir mektupta, bütçe açıklarını kapatmak için güvenilir planlar yapmanın önemine karşın, destek programlarını erken çekmenin de tehlikeli olacağını belirtmiştir. ABD'nin bütçe açığının GSYH'ye oranını, 2013'e kadar yarıya ve 2015'te de %3'e indirmeyi hedeflediğini söyleyen Obama, geçmişte gevşek maliye politikaların erken sıkılaştırılmasının durgunluktan çıkışı yavaşlattığı hatta durdurduğu örnekler olduğuna dikkat çekmiştir.

Büyük Buhran sırasında ABD ekonomisinde toparlanma, altın standardının bırakılması sonrası genişlemeci para politikalarının yanı sıra maliye politikaları uygulanması ile başlamıştır. Ancak, durumun biraz düzeldiğini gören hükümet 1937'de, denk bütçe politikası ile daha yeni iyileşmeye başlayan ekonomiyi sert bir durgunluğa geri itmiştir.

17 Haziran'da New York Times'daki köşe

yazısında bu örneği veren Krugman, yaşlanan nüfusun mali yükü sorununu çözmek için bütçe açığını hemen kapatmak isteyen mali “şahinleri” eleştiriyor. Şu anda böyle bir politika izlemenin uzun vadeli mali durumu düzeltmemekle kalmayıp, kırılgan ve zayıf olan krizden çıkışı da olumsuz etkileyeceğini savunan Krugman, borç faizlerinin düşüklüğünü henüz sıkışmanın gerekli olmadığını belirtisi olarak gösteriyor.

Bizce de acele bir mali sıkışma yerine çıkış stratejisine, yatırımcıların ve piyasaların hükümetin borç ödeme gücüne güvenini sağlayacak şekilde açıklık getirmek daha doğrudur. Bu stratejide dört unsur önemlidir<sup>\*\*</sup>: (1) Mali destek paketleri açıklar üzerinde kalıcı etki bırakmamalı; (2) mali düzenlemeye açıklık getiren orta vadeli planlar açıklanmalı; (3) büyüme getirecek yapısal reformlar yapılmalı ve (4) demografik baskı altında olan ülkeler sağlık ve emeklilik reform stratejileri açıklamalıdır.

## Kaynaklar

Cottarelli, Carlo ve Vinals, Jose (2009), “Gelişmiş Ülkelerde Mali ve Para Politikalarını Normalleştirme Stratejileri”, IMF SPN 09/22

IMF (2009), “Küresel Ekonomik ve Finansal Krizin Mali Sonuçları”, SPN 09/13

IMF Dünya Ekonomik Görünümü, Nisan 2010

Krugman, Paul (2010), “30’lar Duygusu”, NY Times, 18 Haziran

Spilimbierto Antonio, Symansky, Steve ve Schindler, Martin (2009), “Mali Çarpanlar”, IMF SPN 09/11

Wolf, Martin (2010), “Erken Mali Kısıtlamalar Neden Küresel Riskler Taşıyor?”, Financial Times, 12 Haziran

---

<sup>\*\*</sup> IMF Personel Notu 09/13