

CDS Primi Nasıl Düşer? Şili Örneği

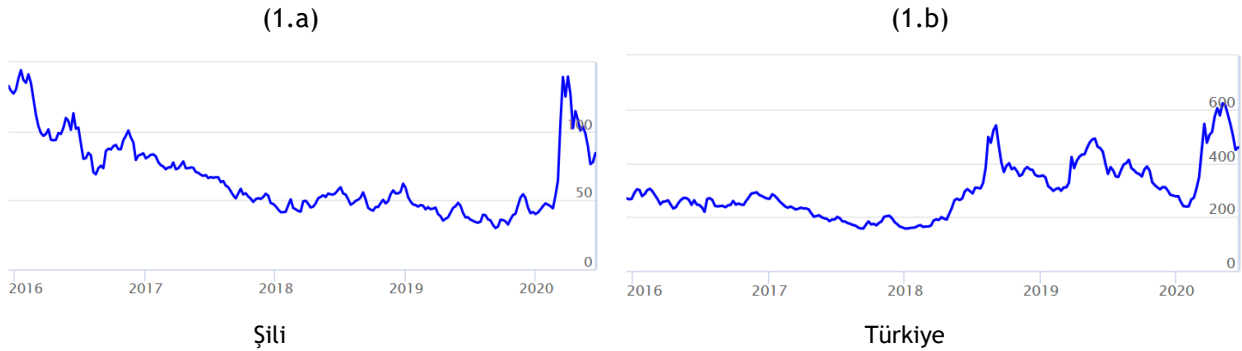
Sumru Öz¹

EAF Araştırma Notu 20-02 [1] Türkiye'nin CDS primindeki dalgalanmalara daha çok küresel faktörlerin yol açtığı, ancak oynaklığın diğer ülkelere göre yüksek olmasının arkasında ülkeye özgü ekonomik ve siyasi sorunların yattığı sonucuna varmıştı. Covid-19 salgını sürecinde 5 yıllık devlet tahvillerine ait CDS primi 600 baz puanının üzerine çıkan Türkiye'nin aksine bu süreçte CDS primini düşük tutmayı başaran gelişmekte olan ülkeler de var. Bu ülkeler arasında yer alan Şili'nin

ekonomik görünümü Türkiye'nin CDS primini, dolayısıyla borçlanma maliyetini düşürmek için neler yapabileceği konusunda yol gösterebilir.

Şili ve Türkiye'nin 5 yıllık devlet tahvillerine ait CDS priminin son beş yıldaki seyrini veren Grafik 1, Şili'nin CDS priminin dönem başında 150 puana yakın olduğunu, 2018'den itibaren ise 50 puan civarında dalgalandığını gösteriyor. Şili'nin CDS primi, Covid-19 salgınının başlarında yaklaşık iki kat artarak 200 puanın altına geriliyor. Türkiye'ye ait CDS primi ise 2016'da 250, 2017'de 200 puan etrafında dalgalandıktan sonra 2018 Mayıs ayından itibaren sürekli artarak yılın ikinci yarısındaki kur şokuyla birlikte 540 puanın üzerine çıkıyor. 2020 başlarında 235 puana kadar gerilemişken Covid-19 salgını ile birlikte Türkiye'nin CDS primi de iki kata yakın artarak 620 puanı aşıyor. Haziran 2020 itibarıyla CDS primi Şili için 80, Türkiye içinse 460 baz puanı civarında seyrediyor [2].

Grafik 1. Şili ve Türkiye'nin CDS primi



Kaynak: World Government Bonds [2]

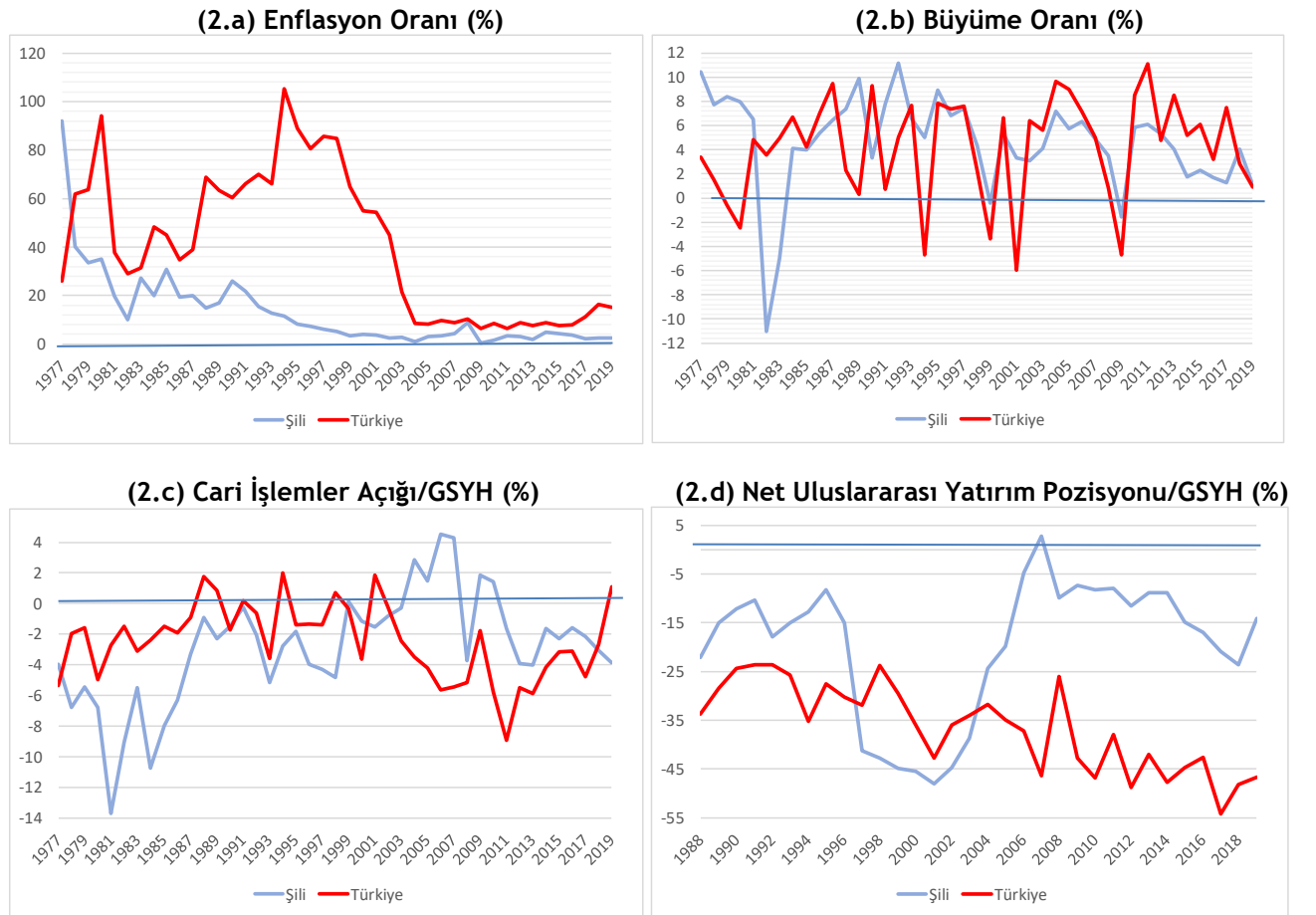
Covid-19 salgınında olduğu gibi küresel faktörler, Türkiye gibi dışa açık ve küçük bir ekonomi olan Şili'yi benzer biçimde etkiliyor, her ikisinin de CDS puanı iki kata yakın artıyor. Ancak kriz öncesinde 50 olan puanın iki kat artmasıyla 200 puanın iki kat artması arasında büyük fark var. İlki Şili'yi gelişmiş ülkeler kategorisinde tutarken ikincisi değerlendirmeye alınan 45 ülke içinde Türkiye'yi en riskli altıncı ülke yapıyor [2]. Öyleyse asıl önemli olan Şili'nin uzun dönem CDS değeri 50 baz puanı civarındayken Türkiye'nin puanının neden 200

¹ Koç Üniversitesi-TÜSİAD EAF

civarında dalgalandığını ortaya çıkarmak. Bu araştırma notu, akademik çalışmalarda [1] öne çıkan enflasyon, büyüme oranı, cari işlemler dengesi ve dış borç gibi ülkelere özgü faktörler açısından iki ülkeyi karşılaştırıyor.

1977 yılından itibaren enflasyon ve büyüme oranları ile cari işlemler açığı ve net uluslararası yatırım pozisyonunun² GSYH'ye oranının karşılaştırıldığı aşağıdaki dört grafikte dönem başında makroekonomik göstergeler açısından Şili ve Türkiye arasında önemli bir fark olmadığı, hatta Şili'nin görünümünün daha bozuk olduğu göze çarpıyor. Grafik 2.a'ya göre dönem başında Türkiye'den daha yüksek bir enflasyon oranına sahip olan Şili³, 1982 yılında enflasyonu yüzde 10'un altına düşürmekle beraber GSYH'sinin yüzde 11 küçüldüğü (Grafik 2.b) büyük bir ekonomik kriz yaşıyor. Grafik 2.c'den anlaşılacağı gibi dönem başında cari işlemler açığı bakımından da Türkiye'den daha kötü bir durumda olan Şili, zaman içinde enflasyonun yüzde 5'in altına indiği, büyümenin daha istikrarlı olduğu, cari işlemler açığının yüzde 4'ü nadiren aştığı, dolayısıyla dönem sonuna doğru Türkiye'den çok daha düşük net uluslararası yatırım pozisyonu açığına sahip bir ekonomi haline gelmiş durumda. Şili'nin CDS primini düşük tutmasını sağlayan bu makroekonomik görünüme nasıl kavuştuğunu anlayabilmek için ekonomi tarihine kısaca bir göz atmak yararlı olabilir.

Grafik 2. CDS Primini belirleyen yerel faktörler karşılaştırması: Şili ve Türkiye



Kaynaklar: Dünya Bankası, IMF, OECD, TCMB ve Şili Merkez Bankası

² Dünya Bankası ve OECD veri tabanlarında Şili ve Türkiye'nin karşılaştırılabilir bir dış borç verisi bulunmadığı için Grafik 2.d'de IMF'nin IFS veri tabanında yer alan net uluslararası yatırım pozisyonu kullanılmıştır.

³ Şili 1973-76 döneminde yıllık enflasyonun yüzde 200-500 arasında dalgalandığı bir hiperenflasyon süreci yaşamıştı.

Şili ve Türkiye'nin karşılaştırmalı ekonomi tarihi

1929 Büyük Bunalımı ardından içe kapanan dünya ekonomisiyle paralel bir şekilde Türkiye gibi Şili de devlet öncülüğünde sanayileşmeye ve ithal ikamesine dayanan bir kalkınma politikası uygulamıştı. 1940-1970 arasında GSYH'si yılda ortalama yüzde 3,7 artan Şili, Türkiye'den daha kötü bir büyüme performansı sergilemekle kalmamış dönem sonuna doğru yurtiçi tasarruflar düşmüş, bütçe açığı artmış ve enflasyon kronik hale gelmişti [4]. Bilindiği gibi seçimle işbaşına gelen Allende'yi 1973 yılında darbeyle devirerek iktidarı ele geçiren askeri yönetim, Şili'nin ekonomi politikasını büyük ölçüde değiştirdi. Dış dünyadan izole ve regülasyonlara tabi olan Şili ekonomisi, 1974-1981 arasında -Türkiye'de 1980 sonrası olduğu gibi- dışa açık bir piyasa ekonomisine dönüştü. Şili tarihinin en büyük ekonomik daralmasının (1975'te yüzde -13) da yaşandığı bu sekiz yıl içinde oynak olmakla beraber ortalama olarak 1973 öncesine kıyasla daha yüksek bir büyüme oranı yakalanırken enflasyon da neredeyse yüzde 1000'den 1981'de yüzde 9'a düşmüştü. Ancak çok sayıda gözlemcinin "Şili'nin liberal ekonomi mucizesi" olarak adlandırmaya başladığı bu dönem 1981 sonlarında ekonominin ağır bir krize girmesiyle noktalandı [3]. 1982 Latin Amerika Borç Krizi'nin bir parçası olan Şili'deki bu büyük kriz, 21 çeyrek sürmesi ve GSYH'nin çeyrekler bazında yüzde 23 oranında küçülmesi ile 1990-2004 arasında 23 ülkede yaşanan tüm krizlere kıyasla en büyük ve en uzun süreli olandı [4].

Türkiye'nin 2001 krizi gibi 1982 Şili krizi de kronikleşmiş enflasyonu düşürmek için döviz kuruna dayalı bir istikrar programı uygulanırken patlak vermişti. Şili'de 1979'da başlatılan sabit döviz kuruna dayalı istikrar programından bir yıl sonra sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların kaldırılması yabancı sermaye girişini tetikledi. 1981 yılında enflasyon yüzde 9'a inmekle beraber cari işlemler açığının GSYH'ye oranı yüzde 15'e yaklaştı (Grafik 2.c). 1982'de patlayan kriz ile birlikte işsizlik oranı yüzde 25'e fırladı, ekonomi ise yıllık bazda yüzde 11 daraldı. Kriz üzerine yapılan çalışmalar sabit döviz kuru, yasa gereği sabit hatta artan reel ücretler ve aşırı dış borçlanmanın bu krizi büyük ölçüde açıkladığı sonucuna varıyor [3].

Grafik 2.b'den de anlaşılacağı gibi, 1982 krizinin atlatılmasından sonra Şili istikrarlı bir ekonomik büyüme performansı sergiliyor. 1970-1984 arasında ortalama yüzde 1,5 büyüyen ekonomi, Şili'nin "altın yılları" olarak adlandırılan 1985-1997 döneminde yılda ortalama yüzde 7,6 büyüdü [4]. Bu süreçte enflasyon da yüzde 20'lerden yüzde 6'ya indi (Grafik 2.a). Şili'nin bu başarısını sağlayan politikaların başında 1985'ten bu yana makroekonomik istikrarı sağlamak için atılan adımların olduğu belirtiliyor [4]. Özellikle 1990 yılında demokrasiye geçildikten hemen sonra Merkez Bankası'nın tamamen bağımsız hale getirilmesi ve 1991'de uygulamaya başladığı enflasyon hedeflemesi rejimi ile enflasyon gelişmiş ülkelerde gözlemlenen düzeylere indi. Asıl önemli olan ise 20 yıldır bu düzeyi korumayı başardı (Grafik 2.a). Makroekonomik istikrarı sağlamak için atılan ikinci adım 1990'ların sonuna doğru uygulamaya konulan dalgalı kur rejimi ile döviz karaborsası ve diğer piyasa düzensizliklerinin ortadan kaldırılması oldu. Üçüncü adım ise 2001 yılında kamu sektörünün GSYH'nin yüzde 1'i düzeyinde bir fazla vermesi kuralının getirilmesi ile atıldı [4]. Grafik 2.d'den de anlaşılacağı gibi 1990'ların ikinci yarısında uluslararası yatırım pozisyonundaki bozulmaya bir tepki olarak atıldığı şeklinde değerlendirebileceğimiz bu son adım, Şili'de kurumların makroekonomik görünümdeki bozulmalara karşı yeni politikaları etkin bir şekilde uygulamaya koyduğunu gösteriyor.

Piyasa odaklı yapısal reformların da eşlik ettiği makroekonomik istikrarın sağlanmasına yönelik Şili'de uygulanan bu politikalar, Türkiye'de 2001 krizi sonrası alınan önlemlerle büyük ölçüde benzeşiyor. Merkez

Bankası'nın bağımsız hale getirilmesi, enflasyon hedeflemesi ve dalgalı kur rejimi, Türkiye'de de yapısal reformlarla birlikte uygulandığı 2002-2007 döneminde hem enflasyonun düşmesini hem de büyümeni hızlanmasını sağlamıştı. Ne var ki 2010 yılında bu politikalara 'Mali Kural'ın eklenmesi önerisinin iktidar tarafından reddedilmesi, yine 2010 yılından sonra Merkez Bankası ile hükümet tarafından yüzde 5 (2011'de yüzde 5,5) olarak belirlenen enflasyon hedefinin [5] o zamandan beri tutturulamamış olması ve son dönemde Merkez Bankası'nın bağımsızlığını tamamen kaybetmesi sonucunda Şili'nin aksine Türkiye makroekonomik istikrarı yakalayamadı. Dolayısıyla, içinde bulunduğumuz Covid-19 salgını sürecinde 5 yıllık devlet tahvillerine ait CDS primi, Haziran 2020 itibarıyla gelişmiş ülkelerde olduğu gibi 100 puanın altında olan Şili'nin aksine Türkiye'nin CDS primi 460 baz puan civarında seyrediyor.

Sonuçlar

Özetle, düşük ve istikrarlı enflasyon oranı, 20 yıldır GSYH'nin yüzde 4'ünü aşmayan cari işlemler açığı, dolayısıyla düşük dış borcu sayesinde Şili, türbülanslı dönemlerde bile CDS primini gelişmiş ülkeler düzeyinde tutmayı başarmış görünüyor. Üstelik ihracat çeşitliliği Türkiye'ye göre çok düşük bulunan ve ağırlıklı olarak bakır başta olmak üzere fiyatı küresel ekonomik dalgalanmalara duyarlı metal ihraç eden [6] Şili'de CDS priminin küresel türbülanslarda bile gelişmiş ülkeler düzeyinde kalması, primin belirlenmesinde makroekonomik görünümün ne kadar önemli olduğunu gösteriyor. Makroekonomik istikrar, yalnızca CDS priminin düşük tutulmasını sağlamakla kalmıyor, istikrarlı büyümeyi de beraberinde getiriyor. Bu sağlam makroekonomik çerçevenin küresel dalgalanmalar sırasında bir kalkan oluşturması sayesinde Şili, Latin Amerika'nın en hızlı büyüyen ekonomilerinden birisi olmakla kalmamış, 2000 yılında yüzde 30 olan yoksulluk içinde yaşayan nüfusunun oranını 2017'de yüzde 3,7'ye düşürmeyi başarmış durumda [7]. Gerçekten de 1997 Doğu Asya krizi ve 2008 küresel kriziyle kesintiye uğrasa da 1985'ten bu yana Türkiye'ye kıyasla çok daha istikrarlı bir büyüme performansı gösteren Şili, 2019 itibarıyla 15 bin doları aşan bir kişi başına gelire ulaştı. Türkiye'nin kişi başına geliri ise 2013 yılında cari fiyatlarla 12 bin 500 dolara kadar çıktıktan sonra 2019'da 9 bin doların altına düştü. Sonuç olarak Şili deneyimi, Türkiye'nin CDS primini, dolayısıyla borçlanma maliyetini düşürmek için yüzde 5 olarak belirlenen enflasyon hedefini tutturmak başta olmak üzere makroekonomik istikrarı sağlaması gerektiğini gösteriyor.

Kaynaklar

- [1] Öz, S. (2020) CDS Primi ve Belirleyicileri: Küresel ve Ülkelere Özgü Faktörler. EAF Araştırma Notu No. 20-02, https://eaf.ku.edu.tr/wp-content/uploads/2020/05/eaf_an2002.pdf
- [2] World Government Bonds. www.worldgovernmentbonds.com/sovereign-cds/
- [3] Edwards, S. (1983) Economic Policy and the Record of Economic Growth in Chile in the 1970's and 1980's, UCLA Working Paper No: 283. <http://www.econ.ucla.edu/workingpapers/wp283.pdf>
- [4] Schmidt-Hebbel, K. (2006) Chile's Economic Growth. Cuadernos de Economía, Vol. 43 (Mayo) 5-48. https://scielo.conicyt.cl/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0717-68212006000100001
- [5] TCMB (2020) Enflasyon Hedefleri. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/Enflasyonun+Hedefleri>
- [6] IMF (2012) Chile: Selected Issues. IMF Country Report No. 12/266. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12266.pdf>
- [7] The World Bank (2020) The World Bank in Chile: Country Overview. <https://www.worldbank.org/en/country/chile/overview>