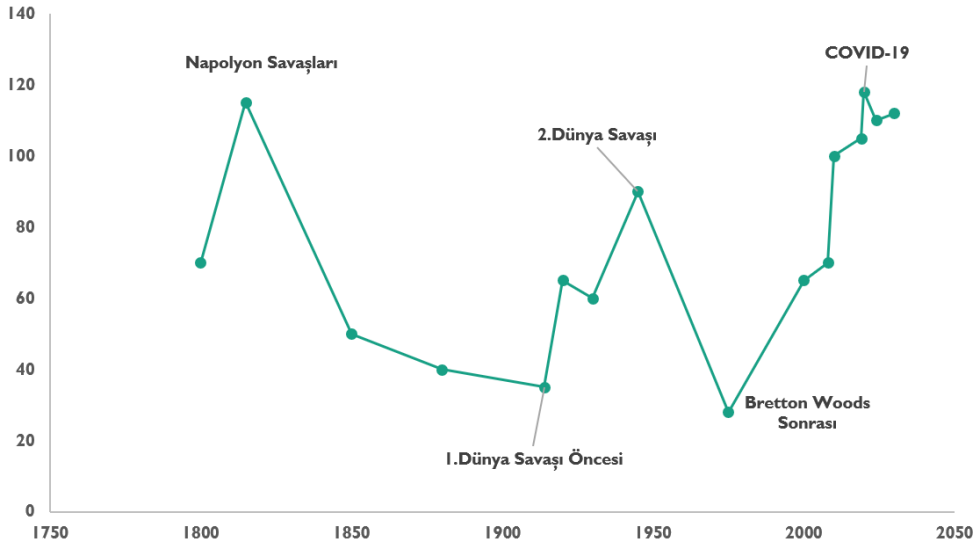


Tarihçi Richard Thompson, 1815'te Napolyon Savaşları sırasında Britanya'nın rakiplerine kıyasla yakaladığı olağanüstü kredi erişimini büyük bir finansal avantaj olarak tanımlamıştı. Kamu borcu, doğru kullanıldığında toplumların servet biriktirmesini, krizlerle savaşmasını ve geleceği inşa etmesini sağlayan en güçlü finansal araçtır.

Fakat sınırsız kredi genişlemesi bedelsiz kalmaz. 18. yüzyılın sonlarında David Hume ve Alexander Hamilton gibi iki farklı düşünürün ortak endişesi, borçlanmanın getirdiği rehavetti. Kredi değerliliği yüksek bir hükümet borcunu çevirebildiği sürece daha fazla borçlanır. Yönetilebilir borç yükü, daha fazla borçlanma ekonomisinin önünü açtıkça mali disiplin yerini kalıcı bütçe açıklarına bırakır.

Bugün küresel ekonomi bu rehavetin en tehlikeli evresinde. Borç krizleri eskiden gelişmekte olan ülkelerin sorunu sayılırdı. Şimdi ise rezerv para basan en zengin G7 ekonomileri sonu gelmeyen bir borç sarmalında. Gelişmiş ülkelerde toplam kamu borcunun GSYH'ye oranı %110 ile tarihi zirvesinde. Merkez bankalarının 2022 sonrası başlattığı faiz artışları, bu devasa borç stokunun faiz faturasını katladı. Zengin ülkeler bugün borç faizine, savunma sanayilerine ayırdıkları bütçenin 1.5 katını harcıyor. Bu yazıda gelişmiş ülkelerin mali krizini iktisat teorileriyle ele alarak, petrol şoklarının tahvil faizlerine etkisini inceleyecek ve çözüm yollarını yönelik öneriler yer alacaktır.

Grafik 1: Dünya Kamu Borcu / GSYH (%)



I. Teorik Çerçeve

Gelişmiş ülkelerin bütçe açıklarını anlamak için makroiktisat teorilerine bakmak şart.

Ricardocu Yanılsama

David Ricardo'nun ortaya attığı ve Robert Barro'nun geliştirdiği Ricardocu Eşdeğerlik Teoremi, harcamaların vergiyle mi yoksa borçla mı finanse edildiğinin toplam talebi değiştirmeyeceğini söyler. Teoriye göre rasyonel bireyler bugünkü borcun yarın daha yüksek vergi getireceğini bilir, devletten gelen transfer ödemelerini harcamayıp biriktirir.

Gerçek dünyada ise hiç kimse bu rasyonellipe sahip değil. ABD'de vergi indirimlerinin borçla uzatılması veya Fransa'da bütçe kesintisi girişimlerinin hükümet değiştirmesi, teorinin pek çalışmadığını gösteriyor. Seçmenler ve politikacılar borcun gelecekteki yükünü dikkate almamayı seçebiliyor.

Monetarist Aritmetik ve Mali Baskılama

Thomas Sargent ve Neil Wallace'ın 1981'de literatüre kazandırdığı Hoş Olmayan Monetarist Aritmetik, maliye ve para politikası arasındaki sert bağı kurar. Eğer hükümet bütçe açıklarını dizginlemeyi reddederse, merkez bankası ne kadar şahin olursa olsun bir noktada pes etmek zorunda kalır.

$$d_t = (r - g)d_{t-1} + ps_t$$

d_t : t dönemindeki Borç / GSYH oranı

d_{t-1} : Bir önceki dönemin Borç / GSYH oranı

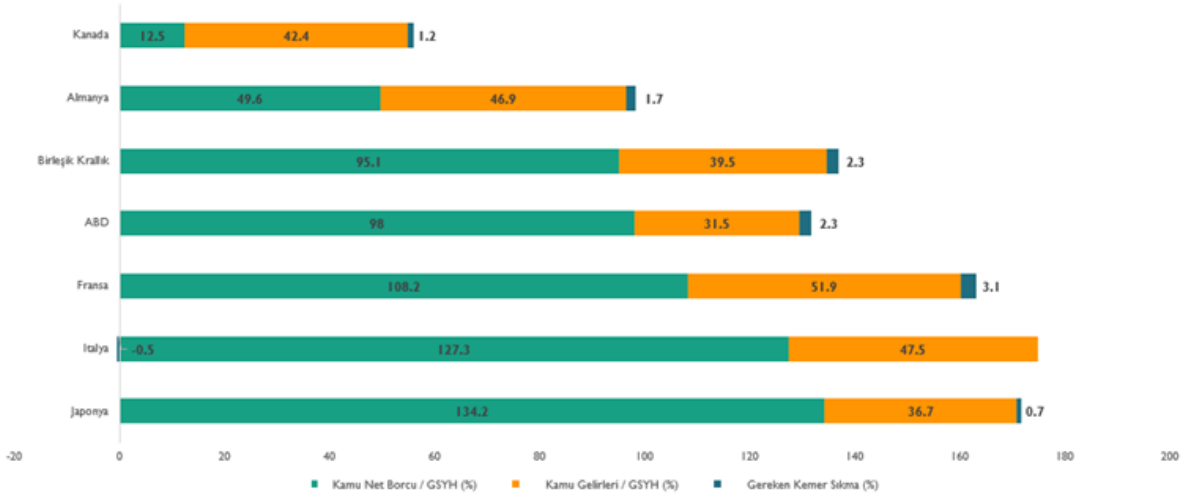
r : Reel faiz oranı

g : Reel ekonomik büyüme oranı

ps_t : Birincil bütçe açığı / GSYH oranı

Reel faiz (r), büyüme oranının (g) üzerine çıktığında ve hükümet birincil fazla ($ps_t < 0$) veremediğinde borç stoku katlanarak büyür. Tahvil piyasaları hükümeti fonlamayı kestiğinde iki yol kalır: Temerrüt veya borcu paraya çevirip enflasyon yaratmak. Nominal borçlar yüksek enflasyonla eritmeye çalışılır. Politikacıların merkez bankalarına faiz indirimi için kurduğu baskı, Mali Baskılama (Fiscal Dominance) düzenine geçtiğimiz açık kanıttır.

Grafik 2: Seçilmiş Ülkelerde Kamu Borç Göstergeleri (GSYH'ye oran, %)



2. Petrol Şoku ve Tahvil Piyasası

Piyasalardaki en kritik kırılma, jeopolitik gerilimler ve arz kısıtlarıyla yükselen petrol fiyatları. Petrolün tahvil piyasasına etkisini üç ana kanaldan okuyabiliriz.

Fisher Kanalı ve Enflasyon Beklentisi

Irving Fisher'ın formüle ettiği denkleme göre nominal faiz (i), reel faiz (r) ile beklenen enflasyonun (π^e) toplamıdır:

$$i = r + \pi^e$$

Petrol en temel girdi maliyetidir. Fiyatı arttığında üretim ve taşımacılık maliyetleri yükselir, maliyet enflasyonu başlar. Tahvil yatırımcısı ham petrol artışını gördüğü an geleceğe dönük enflasyon beklentisini (π^e) yukarı çeker. Parasının alım gücünü korumak için daha yüksek getiri ister. Petrol fiyatındaki her kalıcı artış, Fisher kanalıyla uzun vadeli tahvil faizini yukarı iter.

Merkez Bankaları ve Arz Şokları

Merkez bankaları petrol artışının manşet enflasyonu bozmasını ve ücret-fiyat sarmalı yaratmasını istemez. Bu yüzden faizleri daha uzun süre yüksek tutmak (higher for longer) zorunda kalırlar. Piyasalar faiz indirimlerinin erteleneceğini fiyatlamaya başladığında, kısa ve orta vadeli tahvil faizleri hızla yukarı zıplar.

İkiz Açık ve Borçlanma İhtiyacı

Gelişmiş ülkelerin çoğu net enerji ithalatçısı. Petrol artışı dış ticaret dengesini bozar, cari açığı büyütür. İkiz Açık Hipotezi uyarınca cari açık ile bütçe açığı birbirini besler. Enerji maliyeti artan hanehalkını ve şirketleri desteklemek isteyen hükümetler sübvansiyon verir. Bütçe açığı büyür. Hazineleler daha fazla tahvil arz etmek zorunda kalır. Piyasadaki tahvil miktarı arttıkça fiyat düşer, faiz yükselir.

3. Tahvil Piyasasında Disiplin Arayışı

Ed Yardeni'nin 1990'larda tanımladığı "Tahvil Fedaileri" (Bond Vigilantes), gevşek maliye politikalarını tahvil satıp faizi yukarı zorlayarak cezalandıran piyasa aktörleridir. Uzun bir aradan sonra bu aktörler sahneye döndü. Kısa vadeli tahviller merkez bankası kararlarına bakar. Uzun vadeli (10 ve 30 yıllık) tahviller ise bütçe disiplinine ve emtia şoklarına odaklanırlar. Bugün yaşanan tuhafılık tam olarak budur. Merkez bankaları faiz indirirse bile 10 ve 30 yıllık tahvil faizleri düşmüyor. Yatırımcılar risk için daha yüksek bir vade primi (term premium) talep ediyor.

ABD: Bütçe açığının GSYH'ye oranının %6'yı aşması ve enerji oynaklığı nedeniyle 30 yıllık tahvil faizleri 2007 sonrası en yüksek seviyelerinde.

İngiltere: 30 yıllık tahvil getirileri bütçe riskleriyle 1998'den bu yana görülen en yüksek noktada.

Fransa: Siyasi istikrarsızlık yüzünden uzun vadeli borçlanma maliyeti İtalya seviyelerine tırmandı.

Japonya: Sıfır faiz modeliyle bilinen ülkede bile uzun vadeli faizler bu yıl 1 puanın üzerinde yükseldi.

4. Özel Sektörün Dışlanması ve Yatırım Krizleri

Devletlerin borçlanma ihtiyacındaki kontrolsüz artış, sermaye piyasalarında sert bir dışlama etkisi (Crowding-out Effect) yaratıyor. Piyasadaki toplam tasarruf havuzu sınırlı. Devletler yüksek faiz teklif ederek bu havuzdaki fonların büyük kısmını topladığında, özel sektörün erişebileceği finansman daralıyor.

Sermaye Maliyetinin Yükselmesi

Sermaye yatırımı yapacak bir şirket için borçlanma maliyeti, devlet tahvili faizinin üzerine eklenen bir risk priminden oluşur. Devlet %4.5 ile borçlandığında, özel sektörün tahvil ihraç ederek veya banka kredisıyla borçlanma maliyeti %7-8 seviyesine çıkar. Bu durum şirketlerin Net Bugün Değer hesaplamalarında kullandıkları iskonto oranlarını yükseltir. Birçok yenilikçi yatırım ve ar-ge projesi kağıt üzerinde verimsiz hale geldiği için rafa kaldırılır.

Verimlilik Kaybı

Kamu harcamalarının büyük kısmı altyapı veya verimlilik artırıcı yatırımlara gitmiyor. Transfer ödemeleri, emeklilik maaşları ve faiz ödemelerine harcanıyor. Özel sektörün yapacağı yüksek teknoloji yatırımların yerini kamunun tüketim odaklı harcamalarının alması, uzun vadede potansiyel ekonomik büyümeyi düşürüyor. Büyüme düştükçe borç/GSYH rasyosu daha hızlı bozuluyor.

5.Yapısal Harcama Baskıları

Kamu borcunun kontrolden çıkması sadece krizlere (2008 krizi, pandemi, savaşlar) bağlı değil. Temel sorun yapısal ve demografik. Hükümetler kağıt üzerinde borç sınırı kuralları koydu. ABD'deki bütçe tavanı veya AB'nin İstikrar Paketi (%60 borç, %3 bütçe açığı sınırı) buna örnek. Fakat yöneticiler sıkıştığı an bu kurallardan taviz verebiliyor. Geleceğe dönük bütçe tahminleri de aşırı iyimser yapılıyor. IMF ve ulusal mali kurumlar, 5 yıllık bütçe açığı tahminlerinde ortalama %3.1 oranında yanıldıklarını kabul ediyor. IMF Başkan Yardımcısı Gita Gopinath'ın belirttiği gibi, tarih bize borç gidişatının tahmin edilenden çok daha kötü olacağını gösteriyor.



Gelişmiş ülkeleri 2050'ye kadar bekleyen harcama yükleri şunlar:

1. Yaşlanan Nüfus: Emeklilik ve sağlık harcamaları hızla artıyor.
2. Savunma: Jeopolitik riskler nedeniyle G7 ülkeleri savunma bütçelerini artırmak zorunda.
3. Yeşil Dönüşüm: Karbon nötr hedefleri büyük kamu yatırımları gerektiriyor.

IMF verilerine göre bu kalemler 2050'ye kadar Avrupa'da GSYH'nin %6'sını, İngiltere'de %8'ini kadar ek harcama yaratacak. ABD'nin bu açığı kapatması için hem vergileri %15 artırması hem harcamaları %15 kesmesi gerekiyor. Bu da mevcut siyasi yapıda mümkün değil.

6. Vade Duvarı

Düşük faiz döneminde (2010-2021) alınan ucuz borçların vadesi geliyor. OECD ülkelerindeki kamu borcunun yarısı %2'nin altında faize sahip. Ancak bu borçlar şimdi yüksek piyasa faizleriyle yeniden finanse edilmek zorunda. ABD borcunun GSYH'ye oranla dörtte biri 2025-2027 arasında yeniden ihraç edilecek. Bu işlem bütçedeki net faiz giderini anında 2 puan artıracak. Petrol fiyatlarının enflasyonu yüksek tuttuğu bir ortamda faizler düşmediğinde, bütçe tamamen faiz ödemelerine çalışır hale gelecek. Hükümetlerin yeni borcu eski borcun sadece faizini ödemek için kullanması, iktisatçı Hyman Minsky'nin tanımladığı sürdürülmesi zor bir borç çevrim yapısı aşamasıdır. Sistem ana parayı ödeme yeteneğini tamamen kaybeder.

7. Piyasa Likiditesi ve Sistemik Riskler

Kamu borcunun boyutu artık sadece bütçeleri değil, finansal piyasaların işleyişini de tehdit ediyor. ABD Hazine Tahvili piyasası 27 trilyon doları aşan büyüklüğüyle küresel finansın temeli. Fakat bu piyasada derinlik ve likidite giderek azalıyor.

Birincil Piyasa Yapıcılarının Yetersizliği

Büyük bankaların ve piyasa yapımcıların bilançoları, sürekli artan devasa tahvil arzını emmeye yetmiyor. 2008 sonrası getirilen katı bankacılık düzenlemeleri (Basel III ve SLR kuralları), bankaların bilançolarında tutabileceği tahvil miktarını sınırlandırdı. Arz çok yüksek, alım kapasitesi dar. Bu durum tahvil ihalelerinde talep yetersizliğine ve faizlerde ani sıçramalara neden oluyor.

Teminat Piyasa Riskleri

Kamu tahvilleri türev piyasalarda, repo işlemlerinde ve kurumsal kredi piyasalarında en önemli teminat aracıdır. Uzun vadeli tahvil fiyatlarındaki sert düşüşler, bu kıymetleri teminat gösteren fonların ve bankaların marjin çağrılılarıyla karşılaşmasına yol açar. Teminat zincirindeki bir kopma, finansal sistemde ani likidite kilitlenmelerine neden olabilir.

8. Çözüm Önerileri

Bağımsız Mali Konseyler

Para politikasının bağımsız merkez bankalarına devredilmesi gibi, maliye politikası da bağımsız kurulların denetimine geçmeli.

1. Anayasal Mali Kurallar: Bütçe açıkları basit yasalarla değil anayasal kurallarla sınırlandırılmalı. Birincil bütçe dengesi hedefi zorunlu olmalı. Borç oranını sabitlemek için gereken birincil fazla oranı İngiltere için %0.3 iken, ABD ve Fransa için %2-3'ün üzerinde.

2. Veto Yetkili Bütçe Otoriteleri: Bağımsız Mali Konseyler sadece rapor yazmamalı, bütçeyi onaylama veya veto etme yetkisine sahip olmalı. Aşırı iyimser büyüme tahminlerine dayanan bütçeler reddedilebilmeli.

3. Emtia İstikrar Fonları: Enerji ithalatçısı ülkeler, petrol fiyatlarının düşük olduğu dönemlerde bütçeden aktarılan fonlar kurmalı. Petrol şoku yaşandığında bütçe yükü borçlanmayla değil bu fondan karşılanmalı. Böylece emtia şokunun tahvil faizine etkisi kırılabilir.

Gelişmiş ülkeler kamu borcunu sonsuz bir kaynak gibi görme lüksünü kaybetti. Yükselen petrol fiyatları, artan maliyet enflasyonu ve tahvil piyasasındaki faiz baskısı sistemi zorluyor. Kurallar rasyonel bir zemine oturtulmazsa önümüzdeki dönemde yüksek enflasyon, temerrüt riskleri ve durağanlık başlıklarını daha çok konuşacağız.



Kuveyt Türk Yatırım Araştırma Ekibi

Dr. Kutay Gözgör

Araştırma Direktörü

Muhammet Çakmak

Kıdemli Uzman

Havacılık, Sağlık, Bilişim, GYO

Ubeyde Safvan Erbaş

Yönetmen

Teknik Analist

Eren Bozdoğan

Kıdemli Uzman

Perakende, Sanayi, Savunma

Ali Osman Okut

Uzman Yardımcısı

Çimento

Furkan Ataş

Uzman Yardımcısı

Uğur Kara

Uzman Yardımcısı

İletişim ve Haberleşme için:

arastirma@kuveytturkyatirim.com.tr

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararla da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri'ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım'ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.

