

*Araştırma Makalesi • Research Article***Mali Alan Göstergeleri Ve Yükselen Piyasa Ekonomilerine Yönelik Bir Analiz***Fiscal Space Indicators And An Analysis For Developing Economies*Gülçin Tapşın<sup>a,\*</sup><sup>a</sup>Doç. Dr., İstanbul Ticaret Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İktisat Bölümü, İstanbul, Türkiye  
ORCID: 0000-0002-2763-3049**MAKALE BİLGİSİ***Makale Geçmişi:*Başvuru tarihi: 24 Haziran 2019  
Düzeltilme tarihi: 28 Haziran 2019  
Kabul tarihi: 30 Haziran 2019*Anahtar Kelimeler:*Mali Alan  
Mali Alan Göstergeleri  
Mali Denge**ARTICLE INFO***Article history:*Received 24 June 2019  
Received in revised form 28 June 2019  
Accepted 30 June 2019*Keywords:*Fiscal Space  
Fiscal Space Indicators  
Fiscal Balance**ÖZ**

Yükselen piyasa ekonomileri açısından mali alan kavramı, özellikle ekonomik daralma dönemlerinde hayati bir öneme sahiptir. Bütçe açıklarının sürdürülebilirliği, mali alanın büyüklüğüne bağlıdır. Yapılan çalışmalar, geniş bir mali alana sahip olan ülkelerin, ekonomik krizden çıkış dönemlerinde Gayri Safi Yurtiçi Hasıllarındaki düşüşün daha az olduğunu ve konjonktür dalgalanmalarına karşı kırılabilirliklerinin azaldığını ortaya koymaktadır. Mali alanın önemi büyümeyi teşvik edecek kamu harcamalarının devamlılığına imkan tanıma noktasında belirginleşmektedir. Bu çalışmanın amacı, devlet borçları sürdürülebilirliği, bilanço kompozisyonu, koşula bağlı borçlar ve piyasa risk algısı gibi mali alan göstergeleri kapsamında seçili yükselen piyasa ekonomilerinin mali yapısını 2000-2018 yılları arasındaki dönem için analiz etmektir.

**ABSTRACT**

The notion of fiscal space is of vital importance for the emerging market economies especially during recessions. The sustainability of budget deficits depends upon the size of the fiscal space. The studies show that the countries with a wide fiscal space experience less decrease as they are resolving the crisis, and their fragility against conjuncture fluctuations. The importance of fiscal policy becomes more obvious when it enables the continuity of public spending that will encourage the growth. This study aims to analyze the fiscal structure of emerging market economies during 2000-2018 within the scope of fiscal indicators such as government debts sustainability, balance sheet composition, contingent liabilities and market risk perception.

\* Sorumlu yazar/Corresponding author.

e-posta: [gtapsin@ticaret.edu.tr](mailto:gtapsin@ticaret.edu.tr)

## 1. GİRİŞ

1990'lı yıllarda başlayan iyileşme sürecinin ardından yaşanan global finans krizi ile birlikte tüm dünyada mali alan daralmış, krizi takip eden on yıllık süreçte, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin karşı karşıya kaldığı borç yükünün sürdürülebilirliği konusu yoğun olarak tartışılmaya başlamıştır. Kriz öncesi dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan piyasaların yarısından fazlasında mali alanın tüm göstergelerinde yükselme kaydedilmiş olmakla birlikte, kriz sonrasındaki dönemde ülkelerin dörtte üçünde kamu borçları ve mali sürdürülebilirlik durumu bozulmuştur. Dış borç ve özel sektör borç stokları ülkelerin yarısından fazlasında artmış ve piyasa katılımcılarının geleceğe yönelik beklentileri negatife dönmüştür. Bu dönemdeki bozulma, kriz öncesindeki iyileşmeden daha yüksektir (Kose vd., 2017: 10). Para politikasının büyümeyi hızlandıracak harcamaları desteklemek için gerekli adımları attığı ve küresel ekonomik konjonktürün durgunluğa işaret ettiği bir dönemde mali alan kavramı önem kazanmıştır.

Günümüzde, teknolojik transformasyon, AR&GE, altyapı, iklim değişikliği gibi meseleler daha fazla harcama yapmayı gerekli kılmaktadır. Bu yatırımlar için gerekli olan kaynak yaratımında yeterli miktarda mali alanın olmaması, ülkelerin borçlanma maliyetini arttırmaktadır. Harcamaların azaltılması ya da vergilerin yükseltilmesi gibi bir ihtiyaç ortaya çıkması halinde ise, ekonomik büyüme sekteye uğrayabilmektedir (Doherty, Yeaman, 2008). Vergiler, harcamaların finansmanında önemli bir kaynak oluşturmakla birlikte, günümüzde, borçlanma yaygın olarak kullanılan mali araçlardan bir tanesidir. Harcamaların borçlanarak finanse edilmesi ise mali sürdürülebilirlik tartışmalarını beraberinde getirmektedir (Kayalidere 2014).

Mali Alan incelemelerinin faydalarından biri, sürdürülebilir bir borç limitinin ne olması gerektiğine ilişkin tartışma imkanı yaratmasıdır (Odor, 2016:16). Mali alanın sürdürülebilirlikle bağlantısı, bir hükümetin, gelecekte, harcamalarını finanse edebilme, herhangi bir borç yükümlülüğünü yerine getirme ve borç ödeme yeterliliğini sağlama kapasitesiyle ilgilidir (Heller, 2005:3). Bu durum, hükümetlerin harcamalarını finanse etmek için yeterli kaynağı tahsis etmesini gerekli kılar. Mali alandan yararlanılarak elde edilen kaynaklar kullanılarak kamu maliyesi istikrarı sağlanır (Brun vd., 2006:8). Ekonominin daha hızlı büyümesine imkan tanıdığı ve daha esnek bir vergi sistemi ile ilave kaynak oluşturmaya elverişli olabildiği için mali alanı, ekonomiye herhangi bir zarar vermeden oluşturmak mümkündür (Tanzi, 2008: 221).

Bu çalışma da mali alan göstergeleri kapsamında seçili yükselen piyasa ekonomilerinin mali yapısı 2000-2018 yılları arasındaki dönem için analiz edilmiştir. 2. bölümde mali alana ilişkin kavramsal çerçeve, 3. bölümde yükselen piyasa ekonomilerinde mali alan göstergelerindeki gelişim 2000-2018 arası süreç için analiz edilmiştir. 4. bölümde analizden elde edilen bulgular ve politika önerilerine yer verilmiştir.

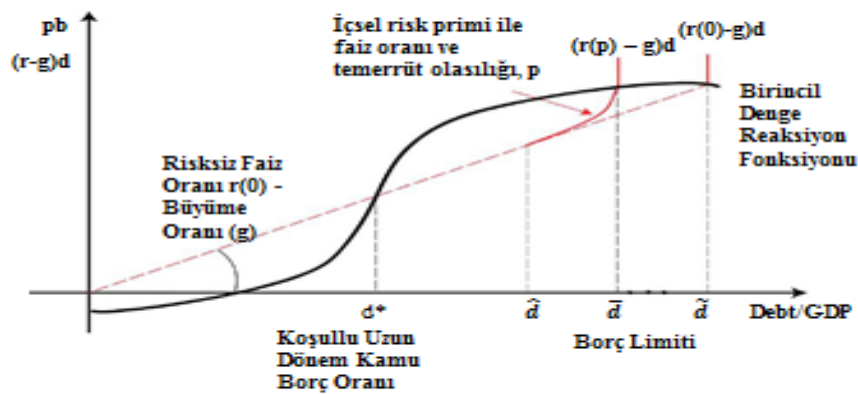
## 2. MALİ ALAN KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Mali alan, bir hükümetin mali durumunun sürdürülebilirliğini sekteye uğratmadan, harcamalarını gerçekleştirebilmek için kaynak sağlamasına imkan tanıyan bütçe odası olarak tanımlanabilir (Heller, 2005:3). Dar anlamda mali alan, vergiler, iç borçlanma ve senyörj gibi iç mali kaynakları içerir (Brun vd., 2006:9). Mali alan yaratımında belirleyicilerden bir tanesi güçlü bir vergi sistemi ve denetimidir (Heller, 2005:3). Daha geniş bir tanıma göre mali alan, dış kaynaklardan (bağışlar, dış borçlanma) ve kamu harcamalarının daha etkin kullanımının yaratacağı yerel kaynaklardan oluşur oluşmaktadır (Brun vd., 2006:9). Bu tanım, mali alan yaratmada dış borçlanmanın yanısıra kamu harcamalarının etkinliğinin de dikkate alınması gerekliliğine işaret eder. Kamu harcamalarının etkin kullanımı mali konsolidasyon hedeflerinin gerçekleştirilmesine somut bir şekilde katkıda bulunabilir bulunabilmektedir (Vandierendonck, 2014: 7, 13). Önceliklerin belirlenmesi ekonomik büyümeyi teşvik

eden harcamalar için alan yaratabilir. Bu kapsamda mali alan, ‘ekonomik büyümeyi arttırıcı kamu harcamalarına kaynak oluşturmak’ olarak da tanımlanabilir (Perotti, 2007: 17-18). Mali alan yaratımında başvurulabilecek nihai bir yöntem, Merkez Bankaları tarafından gerçekleştirilecek olan seignoragedır senyorajdır (Heller, 2005:3). Bütün bunlara ilave olarak kamu-özel işbirlikleri ve özelleştirme yöntemleri de mali alanın boyutlarını etkileyen unsurlar arasında sıralanabilir sıralanabilmektedir (Kayalıdere, 2014).

Ghosh et al. (2013), mali alanı, belirli bir borç limiti ile fiili borç arasındaki boşluk olarak tanımlamaktadır. Mali alanın değerlendirilmesinde borç limiti kritik bir eşiktir. Bu limitin ötesinde gerçekleşen bir borç pozisyonu, makroekonomik risklere neden olabilir olabilmektedir. Ülkelerin tarihsel borç performanslarının belirlediği borç limiti değiştirilemez bir düzey değildir,, ancak olağanüstü bir mali çaba (ülkenin artan borca vereceği tarihsel cevabın ötesindeki birincil ayarlama) olmadan, bu sınırın ötesindeki herhangi bir borç artışının, borcun sınırsız bir şekilde artmasına neden olacağına işaret eder. Hükümetler genellikle borç oranını makul bir seviyede sabitleyebilmek için faiz dışı fazlayı arttırmaktadır. Bu kural savaş ya da finansal krizler gibi büyük şoklar olması halinde bozulabilir, ancak birincil dengedeki artış, yüksek faiz ödemesini dengelemek için yeterli olduğu sürece, kamu borç oranı nihayetinde uzun vadeli değerine geri dönecektir (Ostry vd., 2010:3-7).

Ancak birincil dengenin diğer bir ifadeyle faiz dışı fazlanın, yüksek borç düzeylerinde, Borç/ GSYİH oranındaki değişimlere uyumlanmada daha az istekli olduğu söylenebilir söylenebilmektedir. Bu durum mali yorgunluğun bir sonucudur. Eğer birincil denge borcun artmasıyla birlikte artmazsa, borç birikiminde patlamanın yaşanacağı bir borçluluk düzeyi oluşacaktır. Bu nokta, devletin borçlanmaya ilişkin kritik bir sınır belirlemesi gerektiğine işaret eder etmektedir. Borcun sürdürülebilirliği ile temerrüde düşme riski arasındaki bu eşik değer, birincil fazlayı (faiz dışı fazla) arttırıcı önlemler alınmasını gerekli kılar kılmaktadır (Haley, 2018:5).



Şekil 1: Borç Limitinin Geometrik Gösterimi (Ostry vd., 2010: 8)

Şekil 1’de düz çizgi, birincil dengenin, yükselen kamu borcuna (borç/GSYİH) tepkisini temsil eden birincil denge reaksiyon fonksiyonudur. Kesikli doğru faiz oranı (  $r$  ) ile GSYİH büyüme oranı (  $g$  ) arasındaki farkın, borç (  $d$  ) ile çarpımı tarafından belirlenmiş olan etkin faiz ödeme doğrusunu göstermektedir. Düşük borç düzeyinde faiz oranı risksiz oran düzeyindedir. Çıktı artışının borç oranı veya faiz oranından bağımsız olduğu varsayıldığında etkin faiz ödeme doğrusu, eğimi risksiz faiz oranı-büyüme oranı diferansiyeli tarafından belirlenmiş, düz bir doğru şeklindedir. Düşük borç seviyelerinde faiz oranının, risksiz faiz oranı olduğu varsayılmaktadır. Şekilde gösterilen birincil denge ile faiz ödeme doğrusu arasındaki kesişme  $d^*$ , ekonominin normal olarak yakınsadığı uzun vadeli kamu borç (koşullu olarak istikrarlı uzun vadeli kamu borç oranı) oranını tanımlar. Borç  $\hat{d}$  düzeyini aştığında piyasa, yükselen temerrüt riskini dikkate alarak bir risk primi tahakkuk eder. Dolayısıyla, faiz oranı doğrusu  $(r(\rho) - g)$ , borç limitine yaklaştıkça artan temerrüt riski ( $\rho$ ) ile yükselir.

Kamu borcunun sürdürülebilirliği açısından birincil denge önemli bir faktördür. Borcun artması ancak bu borcun sürdürülebilir olması halinde mümkündür. Bu kapasite hem borcun reel maliyeti, hem de birincil dengedeki değişiklikler ve ekonomik büyüme tarafından belirlenir (Brun vd.,2006). Sürdürülebilirlik açısından faiz oranının üzerinde bir büyüme oranı hedeflenebilir. Uzun vadeli mali sürdürülebilirlik dönemler arası bütçe kısıtı ile daha formal olarak açıklanabilir (Turner, Spinelli, 2012:106) . Dönemler arası bütçe kısıtı borcu gelecekteki faiz dışı fazlaların iskonto edilmiş bugünkü değeri ile sınırlandırır, böylece bugün verilen borcun (nihayet) gelecekteki fazlalardan geri ödenmesi gerekir (Haley, 2018: 2).

$$d_{t+1} - d_t = (r_t - g) d_t - s_{t+1}$$

Dönemlerarası bütçe kısıtına göre; (d), borç/GSYİH; (g), reel büyüme oranını; (s), birincil denge/GSYİH; (r), t döneminde imzalanan ve t+1 döneminde tahakkuk eden reel faiz oranını göstermektedir. Devletlerin aldıkları borcun GSYİH’ya oranındaki değişim esas olarak birincil bakiye ve faiz oranı ile GSYİH büyüme oranı arasındaki fark tarafından belirlenir belirlenmektedir. Faiz oranı büyüme oranından küçük ( $i < g$ ) ise bu durum birincil bütçe açığı olsa bile borç oranlarının düşebileceği anlamına gelir gelmektedir. Tersine ( $i > g$ ) pozitif ise borç/GSYİH oranını dengede tutmak ya da düşürmek için birincil fazlaya ihtiyaç olacaktır. İlk borç seviyesi ne kadar yüksekse, birincil fazlanın da (faiz dışı fazla) o derece yüksek olması gerekecektir. (Checherita-Westphal, 2019).

Faiz oranlarının ekonomideki büyümeyi aşması ve bu farkın zaman içinde artmaya devam etmesi durumunda, gelecekteki vergi gelirlerinin bugünkü değeri giderek azalır. azalmaktadır. Bu bağlamda, GSYİH’ye oranla yüksek bir borç düzeyi risk primindeki artış yoluyla daha yüksek bir faiz oranına işaret eder etmektedir. Bununla birlikte, söz konusu oran arttıkça, ek borç, temerrüt riskinde belirgin bir artışa yol açabilmekte ve sürdürülebilirlik bir sınıra dayanır dayanmaktadır. Bu etki, yüksek borçluluk oranının, beklentiler ve risk premium ile ilişkili olabileceği ihtimalini arttırmaktadır. Bu gibi durumlarda, bir gün geniş olarak sürdürülebilir görülen bir borç yükünün bir sonraki gün aniden sürdürülemez hale gelebilmesi, varsayılan risk değişikliğinin algılanması ile ilişkilidir (Haley, 2018: 2). Borç limitinin belirleyicilerinden bir tanesi dönemler arası bütçe kısıtı yaklaşımı iken bir diğeri mali reaksiyon fonksiyonudur (Ghosh vd., 2013: 138).

Fournier ve Fall (2015) mali alanı gerçek borç seviyeleri ile tahmini limitleri arasındaki mesafe olarak hesaplamışlardır. Geçmiş borç birikiminin etkisi, faiz dışı fazla ile tam olarak dengelenebilir. Bir şokun borç oranını arttırması durumunda ise, birincil denge artan borca cevap verir ve hükümet daha yüksek bir faiz dışı fazla üreterek istikrarlı bir denge sağlayabilir. Buna karşılık, borç seviyesi borç limitine yaklaştığında, hükümet bir faiz oranı

spirali ile karşı karşıya kalır ve borç limitinde faiz sınırsızlaşır. Bu da hükümetin pazar erişimini kaybettiği ve bir noktada mali yorgunluğun yaşanacağı anlamına gelir (Fournier ve Fall, 2015: 13-15).

### 3- MALİ ALAN GÖSTERGELERİ VE YÜKSELEN PİYASA EKONOMİLERİ

Gelişmekte olan ekonomiler (GOE) gelişmiş ekonomilerde para politikasının normalleşmesi ile birlikte sıkılaştıran global finansman koşulları ile karşı karşıyadır. Dış borçları yüksek olan ülkeler ani sermaye hareketleri ve yüksek döviz kuru volatilitesi nedeniyle zarar görmektedirler. Bu durum birçok GOE'de özellikle küresel krizden bu yana finansal istikrar riski yaratmış ve büyümeyi yavaşlatmıştır. Ortalama olarak tüm GOE'lerde, kamu borcu seviyeleri artmış ve kredi notu düşmüştür. Bu durum, mali alan olarak adlandırılan bütçe kaynaklarının sınırlanmasına neden olmuş ve özellikle gelişmekte olan ve yükselen piyasa ekonomilerinde söz konusu kavramın, ana ve alt belirleyicileri kapsamında detaylı analizine zemin hazırlamıştır. Mali alan göstergeleri genel olarak, (1) devlet borçları sürdürülebilirliği, (2) bilanço kompozisyonu, (3) koşula bağlı borçlar ve (4) piyasa risk algısı olmak üzere temelde dört ana kategoriye ayrılabilir (Kose, 2018).

#### 3.1. Devlet borçlarının sürdürülebilirliği;

Devlet borçlarının sürdürülebilirliği yaklaşımı, hükümetin yükümlülüklerini finanse edebilmek için gerekli olan uzun vadeli kapasitesini yansıtır. Bir mali alan göstergesi olarak devlet borçlarının sürdürülebilirliği, merkezi hükümet borçları ve mali denge gibi alt kriterleri içinde barındırır. Devlet borçlarının sürdürülebilirliği sadece borç ve açığa değil aynı zamanda ekonomik büyüme ve borçlanma maliyetine bağlıdır. Bu başlık altında yer alan alt göstergeler bir ülkenin mali dengesini, hedef seviyede devlet borçlarını stabilize eden denge ile karşılaştıran, uzun vadeli faiz ve büyüme oranları varsayımlarına, diğer bir ifadeyle “sürdürülebilirlik açığı” öngörülerine ilişkin hesaplamaları kapsar. Düşük faiz oranları ve güçlü ekonomik büyüme koşulunda, devam eden mali açıkların yarattığı borç yükünün servisi daha kolay olacaktır. Sürdürülebilirlik açığı göstergesi, farklı makroekonomik koşullar altında borç hedeflerine ulaşmak için atılacak adımların basit bir görüntüsünü sunar (Kose, 2018). Devlet borçlarının sürdürülebilirliği göstergesi; genel devlet brüt borçları/GSYİH'nın, birincil denge/GSYİH, konjonktür etkisinden arındırılmış genel denge/ potansiyel GSYİH, mali denge/GSYİH, genel devlet brüt borç/ortalama vergi gelirleri, mali denge/ortalama vergi gelirleri olmak üzere 6 alt başlık ihtiva eder.

Tablo 1'den elde edilen sonuç, Hindistan ve Türkiye dışında tüm yükselen piyasa ekonomilerinde 2008 global finans krizinden sonra borç sürdürülebilirliğinin ilk göstergesi olan devletin brüt borcunun GSYİH içindeki payı yükselmiştir. Tabloda dikkat çeken diğer önemli bir durum, Şili, Nijerya, Rusya ve Güney Afrika'nın brüt borçlarının GSYİH'ye oranında 2008 yılında gözlemlenen önemli orandaki düzeltmenin, kriz sonrası dönemde sürdürülemediğidir. 2018 yılında Arjantin, Brezilya, Mısır ve Hindistan'ın Devlet brüt borçlarının GSYİH'ye oranı %60'ın üzerindedir. Borç sürdürülebilirliğinin ikinci göstergesi olan birincil denge (faiz dışı denge) verisi 2018 yılında Türkiye dahil tüm yükselen piyasa ekonomilerinde negatiftir. Ülke borçları artarken, tüm yükselen piyasalarda faiz dışı fazla 2000 yılından başlamak üzere 2008 ve 2018 yılı boyunca gerilemiştir. Birincil denge (faiz dışı denge) Brezilya ve Türkiye'de yüksek enflasyon döneminde mali pozisyonundaki bozulmanın ana ölçüsü olarak dikkate alınmıştır. Birincil denge mali konsolidasyona ulaşmak için gerekli olan çabaya ilişkin daha net sonuçlar sunar. Bunun nedeni faiz ödemelerinin, enflasyon beklentilerini içermesi ve buna bağlı olarak yüksek enflasyon ortamında faizin çok oynak olma eğiliminde olmasıdır. Bu oynaklık genellikle otonom olduğu için, genel mali

denge, ihtiyaç duyulan mali düzenlemenin boyutuna dair resmi bulanıklaştırmaktadır (Mihaljek ve Tissot: 11-12). Tablo 1’de yükselen piyasalarda genel mali dengenin 2008 yılından itibaren keskin bir şekilde bozulduğu görülmektedir.

**Tablo 1: Devlet Borçlarının Sürdürülebilirliği Göstergeleri I**

	Devlet brüt borçları, % GSYİH			Birincil Denge (Faiz Dışı Fazla), % GSYİH			Mali denge, % GSYİH		
	2000	2008	2018	2000	2008	2018	2000	2008	2018
Arjantin	42,06	53,81	86,29	0,41	1,75	-2,17	-3,33	0,23	-5,15
Brezilya	65,56	61,90	87,88	3,38	3,79	-1,68	-3,32	-1,54	-6,84
Şili	13,22	4,92	25,56	-0,06	3,58	-1,16	-0,70	3,93	-1,52
Çin	22,81	27,00	50,46	-2,10	0,38	-3,77	-2,82	-0,03	-4,81
Mısır	71,69	66,76	92,62	5,88	-2,38	-0,45	1,32	-6,05	-9,47
Hindistan	73,65	74,54	69,79	-4,07	-4,32	-1,85	-8,26	-8,98	-6,68
Meksika	40,31	42,49	53,57	0,34	2,86	1,79	-2,82	-0,71	-2,33
Nijerya	57,60	7,28	28,42	8,12	6,34	-2,85	4,07	5,70	-4,52
Romanya	29,41	13,00	36,60	0,83	-4,01	-1,54	-3,97	-4,61	-2,89
Rusya	55,90	7,45	13,95	7,11	4,74	3,39	3,11	4,55	2,82
Güney Afrika	42,21	26,51	56,71	3,31	1,71	-0,73	-1,54	-0,54	-4,44
Türkiye	51,57	38,15	29,05	3,75	1,48	-2,11	-8,41	-2,66	-3,63

**Kaynak:** <https://www.worldbank.org/en/research/brief/fiscal-space>

Diğer taraftan Tablo 2’de görülen konjonktür etkisinden arındırılmış denge verileri de açıkların çoğunun döngüsel olmaktan ziyade yapısal olduğuna işaret etmektedir. Dolayısıyla, düzeltici politikalara rağmen, bütçe açıklarının döngüsel iyileşme sırasında bile devam etme eğiliminde olması anlaşılabilir bir durumdur. Tablo 2, yükselen piyasalarda çıktı açığının negatif değerlere dönmüş olmasına bağlı olarak azalan ortalama vergi gelirleri içinde, brüt borç oranının yükselmiş olduğunu ve mali dengenin vergi gelirleri içerisindeki payının negatif değerlere döndüğünü göstermektedir. İlgili literatür de, yükselen piyasalarda bozulan mali yapıyı teyid eden sonuçlar ortaya koymaktadır. Ganiko, Melgarejo ve Montoro (2016), yükselen piyasalarda 2000-2015 döneminde mali yorgunluk ve daralan mali alana yönelik ampirik kanıtlar sunmaktadır.

**Tablo 2: Devlet Borçlarının Sürdürülebilirliği Göstergeleri II**

	Konjonktür etkisinden arındırılmış denge, % potansiyel GSYİH			Genel devlet brüt borç, % ortalama vergi gelirleri			Mali denge, % ortalama vergi gelirleri		
	2000	2008	2018	2000	2008	2018	2000	2008	2018
Arjantin	-3,49	-1,52	-4,15	220,85	282,57	453,09	-17,46	1,22	-27,06
Brezilya	-3,04	-2,49	-5,56	291,94	275,65	391,30	-14,78	-6,85	-30,44
Şili	-0,47	3,63	-1,31	73,00	27,18	141,16	-3,85	21,72	-8,41
Çin	-2,68	-0,40	-4,81	171,45	202,95	379,32	-21,23	-0,19	-36,13
Mısır	0,82	-6,75	-9,36	500,64	466,24	646,81	9,22	-42,24	-66,10
Hindistan	-8,43	-9,34	-6,78	480,97	486,76	455,79	-53,97	-58,66	-43,64
Meksika	-3,57	-1,09	-2,40	390,03	411,13	518,28	-27,24	-6,90	-22,51
Nijerya	6,03	5,84	-4,36	646,31	81,64	318,85	45,61	63,97	-50,75
Romanya	-2,37	-7,73	-3,53	156,35	69,13	194,58	-21,10	-24,48	-15,37
Rusya	3,71	1,94	3,13	232,18	30,95	57,95	12,91	18,91	11,72
Güney Afrika	-1,31	-1,50	-4,02	177,57	111,51	238,57	-6,47	-2,25	-18,68
Türkiye	-8,19	-2,63	-3,83	302,30	223,64	170,31	-49,31	-15,60	-21,27

**Kaynak:** <https://www.worldbank.org/en/research/brief/fiscal-space>

### 3.2. Bilanço Kompozisyonu

Fon kaynakları, döviz yapısı ve vade profilinin şekillendirdiği bütçe kompozisyonu göstergesi finansal piyasa koşullarında ani bir değişiklik riskine maruz kalmanın etkilerini açıklar. Devlet borçları, faiz oranları ve döviz kurlarındaki keskin dalgalanmalar veya sermaye girişlerinde ani kesintiler gibi risklere aşırı derecede maruz kaldığında, bu durum, bilanço kompozisyonuna bağlı olarak likidite ve borç alma imkanını zayıflatabilir. Bu kategori, ülke borcunun ortalama vadesinin yanı sıra, yabancı para cinsinden devlet dış borç/Toplam Borç, yerleşik olmayanlar tarafından tutulan devlet borçları/Toplam Borç, imtiyazlı koşullarda tutulan dış borç/Devlet Brüt Borç Stoku ve vadesi 12 ay veya daha kısa olan devlet borcu/GSYİH gibi göstergeleri içerir (Kose, 2018).

2018 yılında yerleşik olmayanlar tarafından tutulan devlet borçlarının toplam borçlar içerisindeki payı Hindistan, Romanya, Rusya dışında tüm yükselen piyasa ekonomilerinde 2008 yılına nispeten yükselmiştir. Devlet borçlarının daha yüksek bir payının yerleşik olmayan yabancıların elinde bulunması, yatırımcıların beklentilerinde olumsuz bir gelişme olması halinde, ciddi sermaye çıkışlarına zemin hazırlamakta ve döviz kuru üzerinde baskı yaratarak likidite krizine neden olabilmektedir. Diğer taraftan borcun vade yapısı da mali alanın önemli belirleyicilerinden bir tanesidir. Borç geri ödeme dönemlerinde, döviz talebi artmakta ve buna bağlı olarak mali alan kısıtlanmaktadır. 2008-2018 arasında bir taraftan toplam borçlar içerisinde yabancıların payı artarken, diğer taraftan ülke borcunun ortalama vadesi, yükselen piyasa ekonomilerinin yarısında yükselmiştir. Söz konusu dönemde Arjantin, Brezilya ve Türkiye dışında tüm ülkelerde borç vadesinde yükselme gözlemlenmiştir. Yükselen piyasa ekonomileri borç servisi maliyetini düşürmek adına, varlık ihracını tercih edebilir. Getiri eğrisi dikleşirken uzun dönemli borçlanma daha maliyetli bir hale gelebilir ve hükümetler vadeleri kısaltmaya veya değişken faiz oranlı borçlara daha fazla ağırlık vermeye yönelebilir. Kısa vadeli borç oranlarının beklenenden daha fazla artması, uzun vadede

sürdürülebilirlik riskini artırır. Bilanço kompozisyonu içerisinde, uzun vadeli borçların yeniden finansman riski açısından daha güvenli olduğu diğer bir ifadeyle borcun sürdürülebilirliğine daha fazla hizmet ettiği varsayılmaktadır (Mihaljek ve Tissot: 20).

**Tablo 3: Bilanço Kompozisyonu Göstergeleri**

	Yerleşik olmayanlar tarafından tutulan devlet borçları, % toplam			İmtiyazlı Dış Borç Stoku, % Devlet Brüt Borç Stoku			Devlet Borcu Ortalama Vadesi, Yıl			Yabancı Para Cinsinden Devlet Dış Borç, %Toplam		
	2000	2008	2018	2000	2008	2018	2000	2008	2018	2000	2008	2018
Arjantin	-	26,49	47,66	1,5	1,11	-	12,02	23,62	16,63	-	-	-
Brezilya	-	11,95	12,96	0,6	0,38	0,99	13,35	15,34	11,91	-	-	5,07
Şili	-	24,46	30,48	-	-	-	8,81	10,57	13,55	-	-	-
Çin	-	2,64	3,54	10,9	3,3	0,4	5,38	5,50	7,36	-	-	-
Mısır	-	22,30	28,06	28	19,3	11,3	-	3,02	12,83	-	-	-
Hindistan	-	6,90	5,68	11	5,18	2,67	-	-	5,53	-	-	-
Meksika	-	26,03	45,60	0,43	0,21	0,46	15,78	14,78	17,11	-	17,85	20,87
Nijerya	-	-	34,31	3,79	12,4	12	11,49	-	15,14	-	-	34,30
Romanya	-	48,59	38,14	3,25	5,79	5,54	-	-	9,86	-	-	40,44
Rusya	-	24,13	21,80	9,85	2,46	0,24	13,60	9,64	11,01	-	-	-
Güney Afrika	-	23,84	41,06	0	0	0	11,74	7,48	10,35	-	-	-
Türkiye	-	30,98	42,25	3,35	2,56	5,39	14,31	12,97	11,96	-	-	-

**Kaynak:** Kaynak: <https://www.worldbank.org/en/research/brief/fiscal-space>

### 3.3. Koşula Bağlı Borç Göstergeleri

Özel sektörün iç ve dış borçlarına devlet garantisi verilmiş olmasından kaynaklanan maliyetlerdir. Bu garantiler, borçlunun başarısız olması durumunda hükümetleri borcu üstlenmeye zorlar. Bu tür uygulamalarda maliyetler, özel sektör yükümlülüklerinin toplam büyüklüğü ve vade veya döviz uyumsuzluklarına paralel olarak artar. Başarısız bankalar bu kapsamdaki maliyet artışlarına örnek teşkil eder. Millileştirme, yeniden sermayelendirme ya da varlık yönetim şirketleri bu sürecin bir parçası olabilir. Yüksek dış borç, özel firmaların varlık fiyatlarının düşmesine neden olduğu durumlarda özel sektör stresine yol açabilir. Döviz kurlarındaki dalgalanmalar ve aşırı borçlanma bu türden problemleri besler. Bu riskleri analiz etmek için, toplam dış borç, özel sektör dış borcu, kısa vadeli dış borç, yabancı para cinsinden dış borç ve özel sektöre açılan yurtiçi krediler gibi göstergeler dikkate alınır.

Yükselen piyasa ekonomilerinin Romanya dışında tamamında toplam dış borç stokunun GSYİH içindeki payı 2008 yılında 2000 yılına oranla gerilemiştir. 2008 yılında borç oranındaki gerileme Nijerya ve Rusya'da belirginleşmektedir. 2018 yılına gelindiğinde dış borç/GSYİH oranı, yükselen piyasa ekonomilerinin neredeyse tamamında 2008 yılı seviyelerinin üzerinde gerçekleşmiştir. Toplam dış borç stokunun GSYİH oranla en yüksek olduğu ülkeler sırasıyla, Şili, Türkiye ve Arjantin'dir. Borcun GSYİH'ya oranının en düşük olduğu ülkeler Çin, Hindistan ve Meksika'dır. Özel sektör dış borç stokunun GSYİH'ya oranına ilişkin veriler sunmaktadır. Buna göre 2018 yılında Arjantin ve Romanya dışında tüm yükselen piyasa ekonomilerinde özel sektörün dış borç stoku/GSYİH



oranı artış göstermiştir. Özel sektöre verilen iç kredilerin GSYİH içindeki payı 12 yükselen piyasa ekonomisinin %50'sinde yukarı yönlüdür. Brezilya, Şili, Çin, Meksika, Rusya ve Türkiye'de iç kredilerin oranının 2000 yılından itibaren artış trendinde olduğu görülmektedir. Kısa vadeli borç stokunun toplam borç içindeki payı, borcun çevrilebilme riskine ilişkin gösterge niteliğindedir. Tablo 4'te Çin'de 2000 yılından itibaren kısa vadeli borçların toplam borç içindeki payının artmakta olduğu görülmektedir. Türkiye özelinde kısa vadeli borç stokunun toplam borç içindeki oranında 2008 yılındaki gerilemenin sürdürülemediği ve kriz sonrası süreçte artış trendi gösterdiği gözlemlenmektedir. Mısır, Hindistan ve Meksika'da da kısa vadeli borç oranında artışlar söz konusudur.

**Tablo 4: Koşula Bağlı Borç Göstergeleri I**

	Toplam Dış Borç Stoku, %GSYİH			Özel Sektör Dış Borç Stoku, %GSYİH			Özel Sektöre verilen İç Krediler, %GSYİH			Kısa Vadeli Dış Borç Stoku, %Toplam		
	2000	2008	2018	2000	2008	2018	2000	2008	2018	2000	2008	2018
Arjantin		34,34	53,64	-	16,48	15,56	37	20,2	23,68	-	26,12	23,68
Brezilya	37,00	15,51	29,01	17,3	8,678	16,91	47	55,23	67,01	12,77	13,94	12,60
Şili	-	36,24	61,86	-	34,33	53,63	112	113,2	138,4	-	21,18	9,79
Çin	11,99	8,26	14,27	3,11	2,214	3,775	112	115	204,1	8,98	49,24	59,50
Mısır	27,91	19,85	38,71	0,55	0,378	0,225	49,4	40,7	25,55	14,04	8,38	10,70
Hindistan	21,22	18,55	18,78	3,37	8,661	9,032	31,2	54,93	53,27	3,42	19,30	20,45
Meksika	21,55	17,81	38,00	7,17	4,025	9,239	25,1	29,92	40,81	12,41	12,23	13,22
Nijerya	47,73	3,98		1,57	2,725	-	8,45	21,26	11,61	3,46	0,00	-
Romanya	30,05	46,40	43,75	9,36	27,41	22,32	7,09	35,91	25,89	6,77	25,71	14,72
Rusya	52,74	23,58	27,43	7,83	11,87	13,18	21,7	54,53	62,2	10,66	17,70	11,37
Güney Afrika	18,64	24,37	47,65	5,53	8,666	17,25	58,9	78,18	71,87	37,56	36,39	20,88
Türkiye	42,77	38,00	57,94	10,2	19,04	27,11	25,8	47,79	92,72	24,75	18,07	25,60

**Kaynak:** <https://www.worldbank.org/en/research/brief/fiscal-space>

Toplam dış borç stokunun rezervler içindeki payı mali pozisyon açısından önemli bir indikatördür. 2008 finans krizi öncesi dönemde yüksek olan söz konusu oran 2008 yılında tüm yükselen piyasa ekonomilerinde düşüş göstermiş ancak kriz sonrası süreçte bu trend muhafaza edilememiştir. Romanya ve Rusya dışında tüm yükselen piyasa ekonomilerinde toplam dış borcun rezervler içindeki payı önemli ölçüde artış göstermiştir.

**Tablo 5: Koşula Bağlı Borç Göstergeleri II**

	Yabancı Para Cinsinden Toplam Dış Borç Stoku, %GSYİH			Toplam dış borç stoku, rezervlerin yüzdesi		
	2000	2008	2018	2000	2008	2018
Arjantin	-	92,8	91,5	-	269,2	419,7
Brezilya	-	-	94,7	734,5	135,7	144,6
Şili	-	96,6	91,8	-	281,8	462,7
Çin	-	-	-	84,8	19,3	60,4
Mısır	-	-	-	212,1	98,8	230,9
Hindistan	-	85,6	-	246,3	88,2	127,8
Meksika	-	90,9	72,9	428,8	207,4	263,5
Nijerya	-	-	-	320,6	24,5	-
Romanya	-	87	90,6	331,6	250,1	249,1
Rusya	-	-	77,5	530,3	98,4	95,4
Güney Afrika	-	65,4	50,1	330,2	205,3	339,7
Türkiye	100	91	94,2	496,7	394,4	477,6

**Kaynak:** <https://www.worldbank.org/en/research/brief/fiscal-space>

### 3.4. Piyasa Algısı Göstergeleri

Piyasa katılımcılarının ülke risk algıları, bir ekonominin yükümlülüklerini yerine getirme yeteneğini etkilemektedir. Bu gösterge yatırımcıların ülke kredi riskleri ve borçlanma maliyetlerine karşı duyarlılıklarını ölçer. Bu kapsamda, mali alanın makroekonomik risk yönetiminin önemli bir aracı olarak işlev gördüğü açıktır. Bu kategori 5 yıllık ülke kredi temerrüt sözleşmeleri (CDS) ve büyük uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenen yabancı para cinsinden uzun vadeli ülke borç derecelendirmesini içermektedir (Kose, 2018).

**Tablo 6: Piyasa Algısı Göstergeleri**

	5 Yıllık Ülke Kredi Risk Primleri (CDS), baz puan			Yabancı Para cinsinden Uzun Vadeli Borç Notları, 1-21 Endeks		
	2000	2008	2018	2018	2008	2018
Arjantin	569,2	1524,4	482,5	-	-	-
Brezilya	540,8	180,7	210,6	7,90	11,42	9,39
Şili	-	99,4	52,5	14,67	16,33	16,85
Çin	-	91,2	62,1	14,33	16,81	17,00
Mısır	-	326,3	312,1	12,00	11,00	6,55
Hindistan	-	-	-	10,33	12,00	12,33
Meksika	194,2	161,6	124,9	11,10	14,00	14,33
Nijerya	-	-	-	-	9,00	7,33
Romanya	-	276,2	93,6	6,04	12,18	12,00
Rusya	996,7	270,3	137,1	4,37	13,80	11,62
Güney Afrika	197,5	230,7	190,2	11,66	14,00	11,00
Türkiye	433,3	305,0	306,1	8,12	9,00	9,76

**Kaynak:** <https://www.worldbank.org/en/research/brief/fiscal-space>

2000-2008 arasında düşen borç oranına bağlı olarak kredi risk primleri (CDS) yükselen piyasa ekonomilerinin birçoğunda düşmüştür. Arjantin, 2008 yılında en yüksek CDS primi ile diğer yükselen piyasa ekonomilerinden belirgin bir şekilde ayrılmıştır. 2018 yılında Arjantin’de, CDS primi düşmekle birlikte, halen yükselen piyasalar içerisinde en yüksek CDS’e sahip ülke olma konumundadır. Türkiye ve Brezilya dışında tüm yükselen piyasalarda CDS önemli ölçüde gerilemiştir. 2018 yılı itibarıyla Arjantin’den sonra, en yüksek CDS primi sırasıyla Mısır ve Türkiye’ye aittir. Yüksek CDS primi yüksek borç stoku ve sürdürülebilirliğe ilişkin risk algısının arttığını ifade etmekle birlikte, literatürde gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde borç stoku ile CDS primleri arasındaki ilişkinin varlığı konusunda bir görüş birliği bulunmamaktadır. Bu kategoride yer alan mali alan belirleyicilerinden bir diğeri ülke kredi notlarıdır. Kredi derecelendirme kuruluşları, ülkelerin kredibilitelerini, ödeme kabiliyeti ve ödeme istekliliğinin yanı sıra ekonomik, kurumsal ve politik faktörlerin bir kombinasyonuna dayandırarak belirlemektedir. Kredi derecelendirme kurumları tarafından belirlenen endeks değerine göre en kötü derece 1, en iyi derece 21’e karşılık gelmektedir. Buna göre, Mısır ve Nijerya en kötü kredi notuna sahip iken, Çin ve Şili en yüksek kredi notuna sahip ülkeleri teşkil etmektedir.

#### 4. SONUÇ

Analizden elde edilen bulgular, yükselen piyasa ekonomilerinde, 2008 finans krizinden sonra, yavaşlayan ekonomik aktivite ve düşen gelire bağlı olarak, mali alanın daraldığını ve kriz öncesi seviyelere geri dönmediğini ortaya koymuştur. Merkez bankalarının para politikası anlamında gerekli düzenlemeleri yaptığı ve global ekonomi açısından aşağı yönlü risklerin artarak finansal istikrarı tehlikeye attığı bir ortamda, yükselen ekonomilerin, ekonomik aktiviteyi teşvik etmek için maliye politikasını kullanmaları gerekebilir. Ancak yükselen ekonomilerin çoğu, mali açıkları azaltma gereğini kabul etse de, henüz birkaçı sorunu kapsamlı bir şekilde ele almaktadır. Birçok yükselen piyasa ekonomisinin, borç sorunlarıyla mücadelede düzenli ve etkin politikalar üretmekten uzak olduğu görülmektedir. Bu noktada yükselen piyasalar açısından zorlayıcı durum, Merkez Bankaları tarafından yürütülen fiyat istikrarı hedeflemesinden uzaklaşmadan, kamu harcamalarını azaltmak ile vergileri arttırmak arasında yapılacak tercihler kapsamında mali alanı genişletecek bir dizi önlem hayata geçirmektedir. Diğer taraftan söz konusu politikaların daraltıcı boyutunun da göz önünde bulundurulması gerekir gerekmektedir. Orta vadede mali alanı genişletecek, denk bütçe, borç, vergi ve harcama programlarına yönelik düzenleme getiren mali kuralların işletilmesi ve buna yönelik kurumsal düzenlemelerin yapılması, finansal istikrar yönünde alınabilecek önlemler olarak ifade edilebilir. Bu yaklaşım, isteğe bağlı maliye politikalarının, mali kuralla aynı sonuçları verdiğini savunan görüş ile, yükselen piyasalarda tecrübe edilen kısa dönemli politikalara yönelim noktasında ayrılmaktadır.

**KAYNAKÇA**

Brun J-F., Chambas G., Combes J-L., Dulbecco P., Gastambide A., Guérineau S., Guillaumont S., Graziosi G. Rota (2006), Fiscal Space in Developing Countries, UNDP, Concept Paper.

Checherita Cristina Westphal (2019), Interest rate-growth differential and government debt Dynamics, ECB Economic Bulletin, Issue 2/2019, [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2019/html/ecb.ebbox201902\\_06~0c96ee6f7c.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2019/html/ecb.ebbox201902_06~0c96ee6f7c.en.html).

Doherty Laura, Yeaman Luke (2008), Fiscal space in the G-20, Australian Government, The Treasury, Economic Roundup Issue 3.

Ganiko Gustavo, Melgarejo Karl, Montoro Carlos (2016), The fiscal space in emerging market economies, Fiscal Council of Peru and Central Reserve Bank of Peru, DT. N° 2016-014.

Fournier, J.M. and F. Fall (2015), "Limits to Government Debt Sustainability", OECD Economics Department Working Papers, No. 1229, OECD Publishing, Paris. DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/5jrxv0fctk7j-en>

Ghosh, A. R., Kim, J. I., Mendoza, E. G., Ostry, J. D., & Qureshi, M. S. (2013). Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies. *The Economic Journal*, 123(566), F4-F30.

Haley James A. (2018), What Is It? Who Has It? When to Use It?, Center for International Governance Innovation, CIGI Papers No. 181

Heller S. Peter (2005) , Understanding Fiscal Space, IMF Policy Discussion Paper, PDP/05/4.

Kayalidere Gül (2014), Mali Alan ve Kamu Maliyesi Perspektifinden Mali Alan Oluşturma Yöntemleri, Gazi Kitabevi, Ankara.

Kose Ayhan M., Kurlat Sergio, Ohnsorge Franziska, Sugawara Naotaka (2017), A Cross-Country Database of Fiscal Space, World Bank, Policy Research Working Paper, 8157.

Kose Ayhan M., Kurlat Sergio, Ohnsorge Franziska, Sugawara Naotaka (2018), Fiscal Space: Concept, Measurement, and Policy Implications, Research & Policy Briefs, From the World Bank Malaysia Hub, <http://documents.worldbank.org/curated/en/771101542638116256/pdf/Fiscal-Space-Concept-Measurement-and-Policy-Implications.pdf>

Mihaljek Dubravko, Tissot Bruno, Fiscal positions in emerging economies: central banks' perspective, BIS Papers, No:20.

Ostry Jonathan D., Ghosh Atish R., Kim Jun I., Qureshi Mahvash S. (2010), Fiscal Space, IMF, IMF Staff Position Note, SPN/10/11.

Turner, David and Francesca Spinelli (2012), "Interest-rate-growth differentials and government debt dynamics", *OECD Journal: Economic Studies*, Vol. 2012/1.