

Küresel Borçların Sürdürülebilirliği Üzerine Bir Değerlendirme

Cansel OSKAY¹

Özet

Dünyada 2008 küresel finansal krizin etkileri devam ederken Covid-19 salgın krizi yaşanmış, ardından başlayan Rusya-Ukrayna savaşı enerji krizine ve beraberinde yüksek enflasyon ve ekonomik büyümede yavaşlama sorunlarına yol açmıştır. Bu sorunların yanı sıra, 2008 yılından itibaren gündemde olan küresel borç sorunu Covid-19 salgınıyla birlikte ağırlaşarak artmaya devam etmiştir. Bu nedenle çalışmada, 2008 küresel finansal krizden buyana hem genel olarak küresel borç sorunu üzerinde durulmakta, hem de gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin borçluluk durumları hakkında güncel gelişmeleri de dikkate alarak genel bir değerlendirme yapılmaktadır. Sonuç olarak, küresel borç 2008-2022 döneminde yaklaşık iki kat artış göstermiştir. Gelişmiş ülkelerde borç, on dört yılda yaklaşık 1,5 kat artarken gelişmekte olan ülkelerde 4 kattan fazla artış göstermiştir. Gelişmekte olan ülkelerin olası dış finansman sıkıntısı yaşamaları sonucunda borçların sürdürülebilirliği sorunu ortaya çıkabilecektir.

Anahtar Kelimeler: Küresel borçlar, Borçların sürdürülebilirliği, Borç krizi

JEL Sınıflandırması: F34, G01, H63

An Evaluation of the Sustainability of Global Debt

Abstract

While the effects of the 2008 global financial crisis continued in the world, the Covid-19 pandemic crisis was experienced, and the Russia-Ukraine war that started after that led to the energy crisis, accompanied by high inflation and slowdown in economic growth. In addition, the global debt problem, which has been on the agenda since 2008, has continued to increase with the pandemic. For this reason, the study focuses on the global debt problem in general since the 2008 financial crisis and makes a general assessment by considering the current developments in indebtedness status of developed and developing countries. As a result, global debt has nearly doubled over the 2008-2022 period. While debt in developed countries has increased approximately 1.5 times in fourteen years, it has increased more than 4 times in developing countries. The problem of sustainability of debts may arise because of possible external financing difficulties in developing countries.

Keywords: Global debt, Sustainability of debt, Debt crisis

JEL Classification: F34, G01, H63

1. Giriş

1980'li yıllarda başlayan küreselleşmenin 1990'lı yıllarda hız kazanması ile ülkelerin borçlanma miktarı artmaya başlamıştır. Özellikle 2008 yılında ABD'de ortaya çıkan finansal kriz ile birlikte birçok ülkenin yüksek düzeyde borçlanması, küresel borç sorununu gündeme getirmiştir. Krizin etkilerini azaltmaya yönelik

¹ Doç. Dr., Mersin Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Maliye Bölümü, canseloskay@mersin.edu.tr, orcid.org/0000-0003-3740-6090

Ülkelerin genişletici para ve maliye politikaları uygulamaları sonucunda, ülkelerin borç miktarları hızla artarak küresel borç sorununa neden olmuştur. Ülkelerin uzun süre genişletici para politikası ve düşük faiz uygulaması hem kamu hem özel sektörün daha kolay ve yüksek miktarda borçlanmasını sağlamıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkenin, yüksek borç stoklarını azaltamadan 2020 yılında Covid-19 pandemisine yakalanması, zaten yüksek olan borçların hızla artmasına ve mevcut küresel borç sorununun ağırlaşmasına yol açmıştır. İkinci dünya savaşından sonra yaşanan en büyük küresel ekonomik kriz olan Covid-19 pandemisinin ekonomi üzerinde yarattığı olumsuz etkiler, küresel finansal krizden (2008-2009) ok daha büyük olmuş, sadece gelişmiş olan ülkeleri değil gelişmekte olan ülkeleri de derinden etkilemiştir. Bu nedenle tüm dünyada politika yapıcılar, salgının etkileriyle başa çıkabilmek ve ekonomiyi canlandırmak amacıyla küresel finansal kriz dönemine göre çok daha büyük boyutta genişletici politikalar uygulamışlardır. Gelişmiş lkeler başta olmak üzere bir taraftan merkez bankaları, faiz indirimleri, varlık alımları, kredi destekleri ve likidite desteği gibi genişletici parasal önlemler alırken, diğer taraftan hkmetler salgından en fazla etkilenen hanehalkı ve firmaları destekleyici transfer ödemeleri, vergi ertelemeleri ve sektörel vergi indirimleri gibi genişletici maliye politikaları uygulamışlardır. Dolayısıyla pandemide vergi gelirlerinin azalmasıyla yeterince kamu gelirleri elde edilemezken, kamu harcamalarında önemli miktarda artış gerçekleşmiştir. Bu durum hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde, kamu finansman sorunlarının derinleşmesine, ekonomik ve finansal yapıların bozulmasına neden olmuş ve dolayısıyla kamu sektörü borçlanma gereği artış göstermiştir (Oskay, 2022: 173). lkelerde kamu sektörü borçlanma gereğinin artmasının yanı sıra yaşanan ekonomik daralma, kamu sektörü borç stokunun gayri safi yurtiçi hasıla (GSYH)'ya oranında hızla artışlara yol açmıştır. Bu durum özellikle gelişmekte olan ülkelerde borçların geri ödenememe riskini arttırmıştır. Covid-19 salgın sürecinde ülkelerin sadece kamu sektörü borçları hızlı artış göstermemiştir. Aynı zamanda uygulanan düşük faiz oranı ve krediye kolay erişim sayesinde hanehalkı, finansal ve finansal olmayan sektör borçları da hızlı artış göstermiştir (Aslanoğlu, 2021: 65).

2008 küresel finansal krizle başlayan küresel borç sorunu pandemi krizi ile ağırlaşmış olup, Rusya-Ukrayna savaşının başlaması ile de ciddiyyetini korumaya devam etmiştir (Masterson, 2022). Küresel ekonomide yaratılan gelirin çok üzerinde artış gösteren borçlanma, uluslararası kuruluşların gündeminde en çok tartışılan konulardan biri haline gelmiştir. Küresel pandemi ve Rusya-Ukrayna savaşıyla birlikte özellikle düşük ve orta gelirli ülkelerin borçları ciddi risk oluşturmakta ve sürdürülemez boyutlara gelmektedir. Dünya Ekonomik Forumu (WEF) Küresel Riskler Raporuna göre, dünyayı bekleyen en büyük on riskten biri borç krizidir (World Economic Forum, 2022: 7). Chan ve Dimitrijevic (2023) tarafından yapılan çalışmaya göre, küresel ekonomide yükselen faiz ve enflasyon oranları ile yavaşlayan ekonomik faaliyetler, dünyanın borçluluğunu yükselterek kriz riski oluşturmaktadır. Küresel borçluluk oranının 2030 yılı görünümü açısından üç senaryodan bahsedilen çalışmada; mevcut küresel ekonomik görünümde borçluluk oranının %5 artması beklenmektedir. Kötümser senaryoya

göre, kamu sektörünün popülist politikalar uygulayarak üretken olmayan amaçlarla borçlanması halinde bu oranın %12'ye yükselmesi beklenirken; iyimser senaryoya göre %8 azalış göstermesi, pandemi öncesi seviyelere dönmek için kamu sektörünün kararlı politikalar uygulamalarına bağlanmıştır. Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı (UNCTAD) tarafından hazırlanan raporlarda da küresel borç sorunu ele alınmaktadır. IMF, küresel borcun tehlikeli boyutlara yükseldiğini ve küresel istikrar ve refahı korumak amacıyla ülkelerin birlikte hareket etmeleri gerektiği üzerinde durmaktadır. Özellikle en çok düşük gelirli ülkelerin ve hanehalkının zarar gördüğü belirtilmektedir (Masterson, 2022). Küreselleşen bir dünyada gelişmekte olan ülkelerde bir borç krizinin yaşanması durumundan tüm ülkeler etkilenecektir. Bu nedenle, küresel boyutta bir borç krizinin yaşanması halinde küresel ekonomi, 1980'ler ve 1990'larda yaşanan borç krizlerinden çok daha fazla etkilenecektir.

Bu amaçla çalışma, güncel gelişmeleri de dikkate alarak küresel borç sorunu ve sürdürülebilirliğini incelemeye yöneliktir. Çalışmada 2008-2022 dönemi küresel borç miktarı ve küresel borç miktarının gayri safi yurt içi hasılaya oranındaki gelişimin seyri, Uluslararası Finans Enstitüsü (IFF) veri tabanından alınan veriler yardımıyla değerlendirilmektedir. Küresel borçlanma; kamu borçları, finansal kuruluş borçları, finansal olmayan kuruluş borçları ve hanehalkı borçları toplamı olarak ele alınmaktadır. Daha sonra gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin küresel borçlanmaya olan katkıları ve borçluluk sorunları üzerinde genel olarak durulmaktadır. Son olarak gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan Türkiye'nin toplam borç/GSYH' ya oranları sektörel dağılım açısından incelenmektedir. Sonuç kısmında ise olası gelişmeler ve önerilere yer verilmektedir.

2. 2008-2022 Dönemi Küresel Borçluluk Durumu

2007 yılında ABD'de mortgage kredileri krizi olarak ortaya çıkan finansal kriz, benzer nedenlerle İngiltere'ye bulaşmış ve 2008 yılı ikinci çeyreğinde hızla tüm ülkeleri etkileyerek küresel bir krize dönüşmüştür (Eğilmez, 2011: 53). Amerikan Merkez Bankası (Fed)'nin uyguladığı düşük faiz ve genişletici para politikası, bir taraftan zor durumda olan finansal sektörleri kurtarıırken diğer taraftan ülkelerin borç stoklarının artmasına yol açmıştır. 2010 yılında Avrupa ülkelerinde yaşanan borç krizi ve gelişmekte olan ülke borçlarındaki artışlarla küresel borç sorunu devam etmiştir. 2020 yılında Covid-19 salgınının etkisiyle dünya, sağlık krizi ve ekonomik durgunlukla uğraşırken küresel borçlar da rekor düzeyde artış göstermiştir. Covid-19 salgınının en ağır hissedildiği 2020 yılından sonra da yeni virüs mutasyonları ve yükselen küresel enflasyon ortamında küresel borçluluk sorunu önemini korumaya devam etmiştir.

Dünyadaki tüm tüzel ve gerçek kişilerin borçlarının toplamını ifade eden küresel borç: kamu borçları, finansal kuruluş borçları, finansal olmayan kuruluş borçları ve hanehalkı borçları olarak gruplandırılmaktadır. Bankalar, hanehalkı, finansal olmayan kuruluşlara veya finansal kuruluşlara, kamu kurumlarına kredi olarak veya yurt içi veya yurt dışından kamu veya özel sektör borçlanma senetleri satın alarak borç vermektedirler. Bunun yanı sıra, devletlerin devletlere veya uluslararası kurumlara borçları da olabilmektedir (Aslanoğlu, 2021: 70). Küresel finansal kriz

ile pandemi krizinde küresel borçların kamu sektörü ile diğer sektörler arasındaki dağılımında farklılık görülmektedir. Pandemi krizinde kamu sektörü borçları, ülkelerin salgının yayılımını ve etkilerini azaltmak amaçlı kapsamlı mali önlemler almaları nedeniyle küresel finansal krizdeki gibi artış göstermiştir. Ancak hanehalkı, finansal sektör ve finansal olmayan sektör toplamından oluşan özel sektör borçları, pandemi yılında küresel finansal kriz dönemine göre iki katı daha fazla artış göstermiştir. Bu duruma hükümetlerin ve merkez bankalarının, insan hayatını ve gelir kaynaklarını korumaya yönelik aldıkları önlemlerle özel sektörün daha fazla borçlanmasını desteklemeleri etkili olmuştur. Küresel finansal krizde ise yüksek kaldıraç kullanan özel sektörü desteklemek öncelikli amaç olmuştur (Gaspar vd., 2021).

Tablo 1’de 2008-2022 dönemi küresel borç miktarı verilmiştir. Tablodaki verilere göre, küresel borç on dört yılda yaklaşık iki kat artış göstermiştir. 2008 yılında 173,5 trilyon dolar olan küresel borç, 2009 yılında 12,8 trilyon dolar artış göstererek 186,3 trilyon dolara, 2010 yılında ise 46,9 trilyon dolar artarak 233,2 trilyon dolara yükselmiştir. Covid-19 pandemisinin en ağır hissedildiği 2020 yılında ise 2019 yılına göre 33,8 trilyon dolar artışla 292,8 trilyon dolara yükselmiştir. 2021 yılında artış hızında azalma gösteren küresel borç miktarı 302,8 trilyon dolara yükselmiştir. 2022 yılında ise küresel borç miktarı 3,8 trilyon dolar azalarak 299 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Toplam küresel borç miktarındaki düşüş, 2022 yılında doların değerlenmesinden ve borçlanma maliyetlerindeki artıştan kaynaklanmıştır. Küresel borç miktarı 2022 yılında azalış göstermiş olsa da pandemi öncesi dönemin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir

Tablo 1: Küresel Borç Miktarı (Trilyon ABD Doları)

	Hanehalkı	Finansal Olmayan Kuruluşlar	Kamu	Finansal Kuruluşlar	Toplam	Gelişmiş Ülkeler	Gelişmekte Olan Ülkeler
2008	35,2	45,9	37,9	54,5	173,5	149,6	23,9
2009	37,5	49,2	44,4	55,2	186,3	157,3	28,9
2010	38,8	51,1	49,5	55,0	233,2	159,9	34,4
2018	47,0	72,6	66,2	60,7	246,5	175,9	70,6
2019	49,5	76,5	70,5	62,5	259,0	182,6	76,4
2020	54,1	85,9	84,6	68,2	292,8	205,1	87,8
2021	56,8	88,7	87,5	69,8	302,8	206,3	96,5
2022	57,0	89,7	84,1	68,1	299,0	200,8	98,2

Kaynak: Uluslararası Finans Enstitüsü

Tablo 1’deki küresel borç miktarının sektörel dağılımına bakıldığında, 2008 kriz yılından itibaren en çok artışın kamu sektöründe, en az artışın ise finansal kuruluşlarda olduğu görülmektedir. 2008 yılında en fazla kamu sektörü ile finansal olmayan sektör borçlarının arttığı görülmektedir. 2008 kriz yılında hanehalkına ait borçlardaki artış daha az olurken finansal kuruluş borçlarındaki artış çok düşük

düzye gerçekteşmiştir. 2008 küresel finansal krizin etkilerinin en fazla hissedildiği 2009 yılında, küresel borç miktarı içinde ilk iki sırada, 55,2 trilyon dolar borçlu olan finansal kuruluşların ile 49,2 trilyon dolar borçlu olan finansal olmayan kuruluşlar gelmektedir. Bunları kamu sektörü ve hanehalkı izlemektedir. Ancak 2018 yılından itibaren sektörlerin borç miktarlarında farklılaşmanın başladığı görülmektedir.2018 yılından itibaren ilk sırayı finansal olmayan kuruluşlar alırken ikinci sırada kamu sektörü bulunmaktadır. 2008-2009 kriz döneminde birinci sırada olan finansal kuruluş üçüncü sıraya gerilemiştir. 2020 pandemi yılında ise tüm sektörlerin borçlarında yüksek artış gerçekteşmiş olsa da kamu sektörü borcu rekor düzeyde artış göstermiştir. Pandeminin ekonomik etkilerinin fazla hissedildiği 2020 yılında, hükümetlerin ülke ekonomilerini canlandırmak için büyük miktarda yaptıkları harcamalar küresel borç tutarını rekor düzeyde arttırmıştır. Kamu borçları 2019 yılına göre 13,7 trilyon dolar artışla birinci sırada iken onu 9,4 trilyon dolar artışla finansal olmayan kuruluşlar ve 5,7 trilyon artışla finansal kuruluşlar izlemiştir. Hanehalkı borçları ise 4,6 trilyon artışla en son sırada yer almıştır. Ancak 2020 pandemi yılında ve sonrasında toplam borç içinde en yüksek miktar finansal olmayan kuruluşlara aittir. 2021 yılında da tüm sektörlerde artışlar devam etmiştir. 2021 yıl sonu itibarıyla, hanehalkı borçları 56,8 trilyon dolar, finansal olmayan şirketlere ait borçlar 88,7 trilyon dolar, kamuya ait borçlar 87,5 trilyon dolar ve finansal kuruluşlara ait borçlar ise 69,8 trilyon dolar olarak gerçekteşmiştir. 2022 yılında hanehalkı ve finansal olmayan kuruluşların borç miktarında artış görülmesine rağmen, kamu sektörü borçları 3,4 trilyon dolar, finansal kuruluşların borçları ise 1,7 trilyon dolar azalış göstermiştir. Kamu sektörü ve finansal kuruluşların borçlarında düşüş olmasına rağmen pandemi öncesi dönemin oldukça üzerinde olduğu görülmektedir.

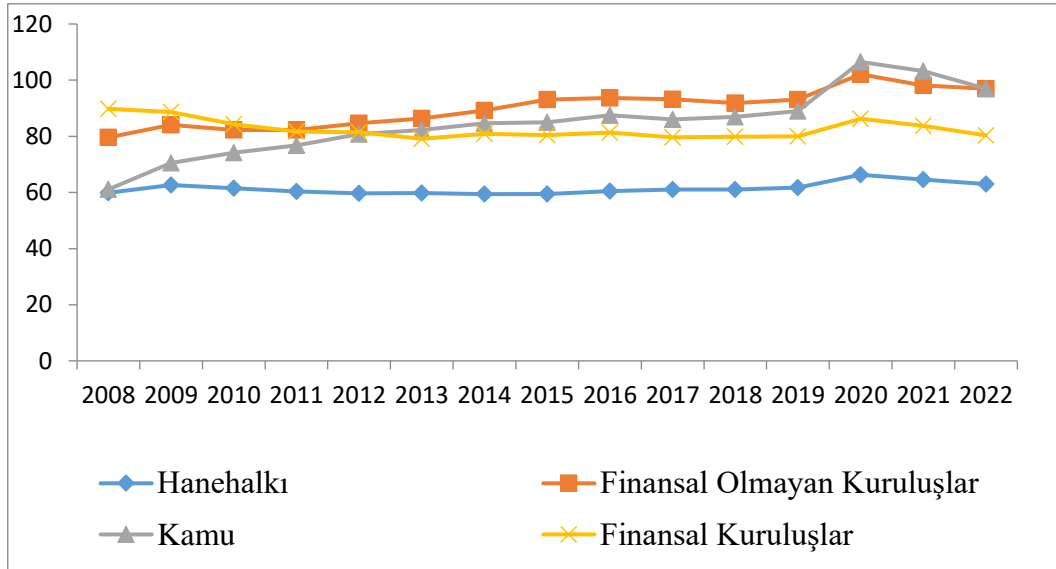
Tablo 2: Küresel Borç /GSYH (%)

	Hanehalkı	Finansal Olmayan Kuruluşlar	Kamu	Finansal Kuruluşlar	Toplam	Gelişmiş Ülkeler	Gelişmekte Olan Ülkeler
2008	59,9	79,6	61,1	89,8	290,4	372,6	152,6
2009	62,6	84,1	70,5	88,6	305,8	386,6	170,3
2010	61,5	82,2	74,2	84,3	302,2	380,9	170,6
2018	61,0	91,8	86,9	79,8	319,5	378,6	220,4
2019	61,7	93,1	89,0	80,0	323,8	381,4	227,5
2020	66,3	102,1	106,5	86,2	360,1	425,3	253,6
2021	64,6	98,1	103,2	83,7	349,6	410,6	248,0
2022	63	97	97	80,3	338,0	390,0	250,0

Kaynak: Uluslararası Finans Enstitüsü

Tablo 2’de küresel borç stokunun küresel GSYH’ ya oranları 2008-2022 dönemi olarak verilmiştir. 2008 yılında küresel borç/GSYH oranı %290,4 iken 2020 pandemi yılında %360,1’e yükselmiştir. Küresel borç/GSYH oranındaki artış hızı

pandemi yılında çok daha fazla olmuştur. 2009 yılında 2008 yılına göre 15,4 puan artan küresel borç/GSYH oranı, 2020 pandemi yılında önceki yıla göre 36,3 puan rekor artış göstermiştir. 2021 yılından itibaren pandeminin etkilerinin hafiflemesi, ekonomilerin toparlanmaya başlaması ve yüksek enflasyonun etkisiyle bu oran düşüş göstermektedir. Küresel borç/GSYH oranı 2022 yılında ekonomik faaliyetlerdeki artış ve yükselen enflasyonun etkisiyle %338 seviyesine gerilemiş olsa da pandemi öncesi döneme göre oldukça yüksek düzeydedir. Küresel borç seyrini etkileyen en önemli gelişmelerin ekonomik büyüme, yüksek enflasyon ve ekonomik şokların kamu sektörü, firmalar ve hanehalkı bütçeleri üzerine yarattığı etkiler olduğu söylenebilir. Covid-19 pandemisi başladığında yaşanan küresel ekonomik durgunluğun GSYH’ da yarattığı ciddi düşüş, küresel borç/GSYH oranına rekor bir artış olarak yansımıştır. 2021 yılından itibaren, ekonomik faaliyetlerin artmaya başlamasıyla artış gösteren GSYH, küresel borç/GSYH oranının azalmasında etkili olmuştur. Aynı şekilde küresel enflasyon oranı, 2020 pandemi yılında küresel üretim azalışıyla beraber düşerken, 2021 yılında birçok ülkede tersine dönerek hem küresel ekonomik faaliyetler hem küresel enflasyon oranı yükselişe geçmiştir. Küresel ekonomide yaşanan gelişmeler tüm sektörlerin bütçelerini etkileyerek borç dinamiklerini de etkilemiştir. Bütçe açıkları, ekonomik durgunluk, hanehalkı ve özel sektöre sağlanan destekler, verilen teşvikler ve kredilerdeki artışlar borçlanmanın artmasına neden olmuştur. Alınan önlemlerin ve verilen desteklerin 2021 yılından itibaren azaltılması ve kaldırılması, mali açıkların azalmasını sağlayarak küresel borçluluğun azaltılmasında etkili olmuştur. Ancak yine de pandemi öncesi seviyelerin üzerinde kalmıştır (Gaspar vd., 2022).



Grafik 1: Küresel Borç /GSYH (%)

Kaynak: Uluslararası Finans Enstitüsü

2023 yılında, küresel finansal sıkılaşma ve faiz artırımına devam edilmesi küresel ekonomik faaliyetlerde yavaşlamaya yol açacağından küresel borç/GSYH oranı tekrar yükselişe geçecektir.

Grafik 1’de küresel borç/GSYH oranı bileşenleri olan hanehalkı, finansal olmayan kuruluşlar, kamu ve finansal kuruluşların GSYH’ya oranlarının 2008-2022 dönem seyirleri görülmektedir. Buna göre hem 2008 küresel finansal kriz hem 2020 pandemi krizi sonrası en fazla artış, kamu sektörü ile finansal olmayan kuruluşların borç/GSYH oranlarında görülmektedir. 2020 yılında Covid-19 salgın nedeniyle tüm sektörlerin borç/GSYH oranlarında artış görülse de oranın en hızlı arttığı sektör kamu olmuştur. 2008 küresel finansal kriz döneminde hızlı düşüş gösteren finansal olmayan kuruluşların borç/GSYH oranı da 2020 pandemi yılında hızlı artış göstermiştir. 2021 yılından itibaren tüm sektörlerin borç/GSYH oranlarında düşme eğilimi görülmekle birlikte kamu sektöründe düşüş daha hızlı gerçekleşmiştir. 2022 yılında da tüm sektörlerde düşüş devam etmiştir. 2008-2022 döneminde en düşük borç/GSYH oranı hanehalkına ait olduğu görülmektedir.

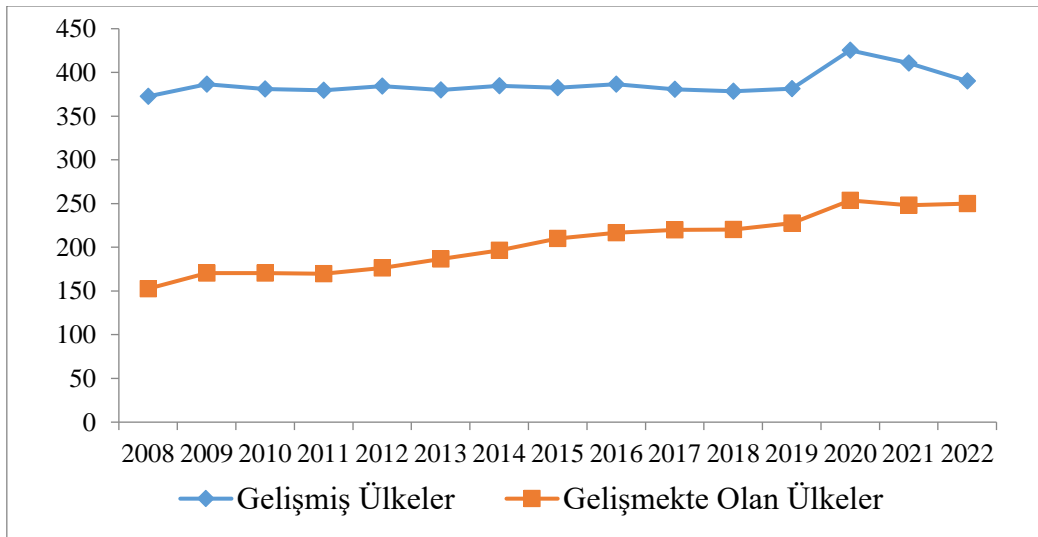
3. 2008-2022 Dönemi Ülkelerin Gelişmişlik Düzeyine Göre Borçluluk Durumu

Dünyada borç dinamikleri ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre önemli ölçüde farklılaşmaktadır. Küresel borçluluğu gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler ayırarak incelediğimizde, küresel borçlanma içinde gelişmiş ülkelerin borçluluk düzeyinin miktar olarak çok daha fazla olduğu görülmektedir. Buna rağmen gelişmiş ülkelerde borç miktarı, 2008-2022 döneminde 1,5 kat artarken gelişmekte olan ülkelerde 4 kattan fazla artış göstermiştir. 2008 krizinde gelişmiş ülkelerin borç miktarı çok hızlı artarken, 2020 pandemi krizinde hem gelişmiş hem gelişmekte olan ülkelerin borçlanması hızlı ve büyük miktarda artış göstermiştir.

2008 küresel finansal kriz yılında, küresel borç stokunun yaklaşık %90’ını, 2020 Covid-19 salgın yılında ise %70’ini gelişmiş ülke borçları oluşturmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin çoğunda finansmana erişimde yaşanan sıkıntılar, gelişmemiş finansal piyasalar ve yüksek ülke riskleri nedeniyle borçlanmalarındaki artış hem daha düşük düzeyde hem de yüksek maliyetle gerçekleşmiştir. Özellikle 2022 yılından itibaren, başta gelişmiş ülke merkez bankalarının yüksek enflasyon nedeniyle sıkı para politikası uygulamaları ve politika faiz oranlarını arttırmaları gelişmekte olan ülkelere ciddi sıkıntılara neden olmuş, birçok zorluk ve riskleri de beraberinde getirmiştir. Gelişmekte olan ülkelere değişken faizli borç yükümlülükleri fazla olan veya yeni borç alan finansal olmayan kuruluşlar, kamu sektörü ve hanehalkı için borçlanma maliyetleri artmış ve borçlarını geri ödeyememe sorunu ortaya çıkmıştır. Özellikle yarıdan fazlası borç sıkıntısı içinde olan ve sıkı finansal koşullarla karşı karşıya kalan düşük gelirli ülkeler için endişeler devam etmektedir. Diğer taraftan artan yabancı sermaye çıkışları sonucunda, döviz kuru yükselerek yerli para biriminin döviz karşısında hızla değer kaybına uğraması, döviz cinsinden borcu yüksek olan bu ülkelere riskleri arttırmaktadır (OECD, 2022). Bir taraftan ekonomik faaliyetlerin yavaşlaması ile büyüme oranının azalması diğer taraftan mevcut yüksek enflasyon koşulları, özellikle yüksek borcu olan hanehalkı ve özel sektörün borç çevirme sorununa yol açarak finansal kriz riski yaratmaktadır. Küresel yüksek enflasyonun kontrol altına alınmasında, başta gelişmiş ülke merkez bankalarının sıkı para politikası uygulaması ve faiz artırımına gitmeleri, küresel stagflasyon beklentilerini arttırmaktadır. Dolayısıyla yüksek borçluluğa sahip özellikle döviz yükümlülüğü ve finansal kırılganlığı yüksek gelişmekte olan birçok

ülke için borç krizi endişeleri de artmaktadır. ABD, Avrupa, Japonya ve Çin ekonomileri en yüksek borçluluğa sahip ülkeler olmalarına rağmen, rezerv para birimine sahip olmaları ve borç kompozisyonlarının farklı olması nedeniyle üstlendikleri riskler de farklılaşmaktadır. Ekonomik güce ve borçlarını çevirebilecek gelire sahip olan ülkeler, her ne kadar yüksek borçlu olsalar da, borçlarını geri ödemekte bir sorun yaşamayacaklardır (Demirel, 2022).

Tablo 1’de 2008-2022 dönemi küresel borç miktarı, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ayrımı yapılarak da verilmektedir. Tablo 1’e göre, 2008 finansal kriz yılında, 173,5 trilyon dolar olan toplam küresel borç miktarının 149,6 trilyon doları gelişmiş ülkelere, 23,9 trilyon doları ise gelişmekte olan ülkelere aittir. 2008 küresel finansal krizin etkilerinin en fazla hissedildiği 2009 yılında, borç miktarı bir önceki yıla göre, gelişmiş ülkelerde 7,7 trilyon dolar, gelişmekte olan ülkelere 5 trilyon dolar artış göstermiştir. 2020 pandemi yılında ise 292,8 trilyon dolar olan toplam küresel borç miktarının, 205,1 trilyon doları gelişmiş ülkelerin borcu iken 87,8 trilyon doları gelişmekte olan ülkelerin borcudur. 2020 yılında bir önceki yıla göre artan borç miktarı, gelişmiş ülkelerde 22,5 trilyon dolar iken gelişmekte olan ülkelere 11,4 trilyon dolar olmuştur. 2020 yılında borç miktarındaki hızla artışta gelişmiş ülkelerin payı, gelişmekte olan ülkelerin borcundaki artıştan yaklaşık iki katı daha fazla olmuştur. 2021 yılındaki bu durum tersine dönerek, gelişmekte olan ülkelerin payındaki artış daha fazla olmuştur. Gelişmiş olan ülkelerin borcu 1,2 trilyon dolar artarken gelişmekte olan ülkelerin borcu ise 8,7 trilyon dolar artış göstermiştir. 2022 yılında 299 trilyon dolar olan küresel borç stokunun 200,8 trilyon doları gelişmiş ülkelere, 98,2 trilyon doları ise gelişmekte olan ülkelere aittir. 2022 yılında gelişmekte olan ülkelerin borcu 5,5 trilyon dolar azalırken, gelişmekte olan ülkelere artış eğilimi devam ederek, on dört yılda dört katından fazla artışla zirveye ulaşmıştır. Gelişmekte olan ülkeler arasında en fazla borcu artan ülkeler; Hindistan, Meksika, Rusya, Singapur ve Vietnam olmuştur (Bloomberg-HT, 2023).



Grafik 2. Ülkelerin Gelişmişlik Düzeyine Göre Küresel Borç/GSYH (%)

Kaynak: Uluslararası Finans Enstitüsü

Grafik 2’de 2008-2022 dönemi gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkelerin toplam borç miktarlarının GSYH’ya oranlarının seyri görülmektedir. Grafik 2’den görüldüğü üzere, gelişmiş ülkelerin borç/GSYH oranı 2008-2009 kriz döneminde artış gösterdikten sonra, 2020 pandemi yılına kadar görece yatay seyretmiştir. 2020 yılında yaşanan salgın krizinin ekonomik krize dönüşmesiyle hem artan borçlanma miktarı hem de ekonomide yaşanan durgunluğun etkisiyle, gelişmiş ülkelerin borç/GSYH oranı hızlı arttıktan sonra azalış eğilimine geçmiştir. 2008 yılında gelişmiş ülkelerin borç/GSYH oranı %372,6 iken 2020 yılında %425,3 seviyesine yükselmiş ve 2022 yılında %390 seviyesine düşmüştür (Bkz. Tablo: 2). Gelişmiş ülkeler arasında en çok düşüş, başta Norveç ve İngiltere olmak üzere Avrupa ülkelerinde olmuştur (Bloomberg-HT, 2023).

Grafik 2’de görülen gelişmekte olan ülkelerin borç/GSYH oranı, 2008 yılından itibaren ılımlı bir düzeyde artış eğilimi gösterirken 2020 yılında hızlı artmıştır. Covid-19 pandemi döneminde sıkı finansman kısıtlamaları ile karşı karşıya kalan gelişmekte olan ülkeler 2020 yılında ekonomik büyümede gerçekleşen daralmanın etkisiyle yükselen borç/GSYH oranlarıyla karşı karşıya kalmışlardır. Gelişmekte olan ülkeler arasında sadece Çin küresel borç artışının %26’sına sahip olmuştur. Çin’de borç miktarı diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha büyük bir artış göstermiştir. Çin hariç gelişmekte olan ülkelerin borcu da kamu borçlanmasındaki artışın etkisiyle hızla yükselmiştir (Gaspar vd., 2021). 2008 yılında %152,6 olan gelişmekte olan ülkelerin borç/GSYH oranı, 2020 yılında %253,6 seviyesine yükselmiştir. 2021 yılında %248 seviyesine gerileme göstermesine rağmen 2022 yılında yükselerek %250 olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılında gelişmiş ülkelerin borç/GSYH oranı azalış gösterirken gelişmekte olan ülkelere borç/GSYH oranı artış eğilimi göstermiştir. (Bkz. Tablo 2). Gelişmekte olan ülkelerin borçluluk oranındaki yükselişte özellikle Singapur ve Çin’in etkisi daha fazla olmuştur (Bloomberg-HT, 2023).

A. S. Doğruel ve F. Doğruel (2023) tarafından yapılan çalışmada, G20 ülkelerinin borçluluk düzeyi kamu ve özel sektör ayrımı yapılarak değerlendirilmiştir. Çalışmaya göre, yüksek gelirli gelişmiş ülkelerde özel sektör borçları daha fazla artış göstermiştir. Gelişmekte olan ülkeler arasında borçluluk açısından en çok dikkati çeken bir ülke olarak Çin’de, özel sektör borçlanması hızlı artış göstererek gelişmiş ülkelerin düzeyine ulaşmıştır. Rusya ve Türkiye’nin özel sektör borçlanması gelişmiş ülkeler arasında ilk sıralarda yer almaktadır. Kamu sektörü borçlanmasındaki artış açısından G20 ülkeleri arasında önemli bir fark olmadığı ama en yüksek artışların Arjantin, Brezilya, Güney Afrika ve Çin’de gerçekleşmiştir. 2020 yılında gelişmekte olan G20 ülkeleri arasında en düşük kamu sektörü borçlanma oranı ise Rusya’ya aittir (Doğruel ve Doğruel, 2023: 1-11).

Gelişmiş ülkelerin düşük faiz oranları, geleneksel olmayan para politikası uygulamaları, rezerv paraya sahip olmaları ve gelişmiş finansal piyasaları sayesinde hem kamu hem özel sektör borçları artmıştır. Gelişmiş ülke borçluluğunda ilk sırada kamu sektörü borçluluğu gelmekle birlikte bunu finansal kuruluşlar ve finansal olmayan reel sektör borçluluğu takip etmektedir. Reel sektör borçluluğunda Kuzey Avrupa ülkeleri daha yüksek orana sahiptirler (Aslanoğlu,

2021: 72). Gelişmekte olan ülkelerin 2008 krizinden itibaren borçlanma imkânının artmasında, dünyada düşük faiz ortamında paranın bol olmasının etkisi büyüktür. Gelişmekte olan ülkelere 2008 krizi sonrası reel sektör borçluluğunda gerçekleşen artış pandemi döneminde daha da hızlanmıştır. Gelişmekte olan ülkeler arasında en borçlu ülke olan Çin, borçluluk ortalamasını en fazla etkileyen ülke olmuştur. Çin'in borç miktarı artışında ilk sırada reel sektör borçları gelirken, ikinci sırada kamu sektörü ve sonra finansal kuruluşların borçları gelmektedir. Gelişmekte olan ülkeler içinde reel sektör borçluluğu yüksek olan ülkeler açısından bu durum risk oluşturmaktadır. Reel sektör borçları yüksek olan ama dış ticaret fazlası veren Çin ve birçok Asya ülkesi için risk düşük olurken, rekor düzeylerde dış ticaret ve cari açık veren Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere risk artış göstermektedir (Aslanoğlu, 2021: 75).

4. 2008-2022 Dönemi Türkiye'nin Borçluluk Durumu

Türkiye'de 2001 finansal kriz döneminde hem özel sektör hem kamu sektörü borçlanmasında miktar ve oransal olarak hızlı ve yüksek düzeyde artış yaşanmıştır. Krizin ardından uygulanan istikrar tedbirleri ile sağlanan yüksek büyüme, mali disiplin ve değer kazanan Türk Lirası gibi gelişmelerin sonucunda borçlanma hızla düşüş eğilimine girmiştir. Ancak Türkiye'nin borç miktarı, 2008 küresel finansal kriz ve 2020 Covid-19 pandemi krizi dönemlerinde yükselme eğilimine girmiştir.

Tablo 3: Sektörler İtibariyle Türkiye'nin Borç/GSYH Oranı (%)

	Hanehalkı	Finansal Olmayan Kuruluşlar	Kamu	Finansal Kuruluşlar	Toplam
2008	12,3	35,3	40,5	33,4	121,5
2009	13,9	34,9	46,6	39,3	134,7
2010	16,0	39,7	42,6	44,2	142,5
2018	15,1	67,8	31,7	27,5	142,1
2019	15,2	65,0	34,6	23,8	138,6
2020	18,0	71,6	45,0	38,7	173,3
2021	15,2	74,3	43,0	30,9	163,4
2022	11,9	58,1	35,5	20,0	125,5

Kaynak: Uluslararası Finans Enstitüsü

Tablo 3'te Türkiye'de hanehalkı, finansal olmayan kuruluşlar, kamu sektörü ve finansal kuruluşların kullandıkları krediler ve ihraç ettikleri borçlanma senetlerinin toplamından oluşan toplam borç miktarının GSYH'ye oranları, 2008-2022 dönemi olarak verilmektedir. Tablo 3'te görüldüğü üzere, küresel finansal krizin başladığı 2008 yılında toplam borçluluk oranı %121,5 iken, 2020 Covid-19 pandemi yılında %173,3 oranına yükselerek yaklaşık 1,5 kat artış göstermiştir. 2021 ve 2022 yıllarında ekonominin toparlanması ile bu oran azalış eğilimine geçerek 2022 yılında %125,5'e gerilemiştir.

2008 küresel finansal kriz yılında toplam borç miktarının GSYH'ye oranındaki artışa en büyük katkıyı %40,5 oran ile kamu sektörü ve ardından %35,3 oran ile finansal olmayan sektör vermiştir. Krizin etkilerinin en fazla hissedildiği 2009

yılında bir önceki yıla göre gerçekleşen 13,2 puan artışta, finansal olmayan sektörün borçluluk oranı düşerken diğer sektörlerin artış gösterdiği ancak, en yüksek artışın kamu sektörüne ait olduğu ve ikinci sırada finansal kuruluşların geldiği görülmektedir. 2008-2009 döneminde toplam borçluluk oranı içerisinde kamu sektörü %46,6 oran ile en yüksek paya sahiptir. Ekonominin toparlandığı, yabancı sermaye girişinin arttığı, dünya piyasasında faiz oranlarının düşük ve likiditenin bol olduğu 2010 yılında görünüm değişmeye başlamış ve kamu sektörünün payı azalırken hanehalkı, finansal olmayan kuruluşlar ve finansal kuruluşların payı artış göstermiştir. 2010 yılında 7,8 puanlık artışla toplam borç/GSYH oranının %142,5'e yükselmesinde, finansal kuruluşların payı daha fazla olmuştur. 2018 yılında 2010 yılına göre toplam borçluluk oranında ciddi bir değişiklik olmamış ancak, finansal kuruluşların borçluluk oranı 16,7 puan gerilerken finansal olmayan kuruluşların borçluluk oranı 28,1 puan rekor düzeyde artış göstermiştir. Kamu sektörü borçluluk oranı aynı dönemde, 10,9 puan hızlı azalış gösterirken, hanehalkı borçluluk oranında 0,9 puanlık daha düşük bir azalış gerçekleşmiştir. 2020 Covid-19 pandemi yılında ise bütün sektörlerde ciddi düzeyde artış görülmekte olup, toplam borçların GSYH'ya oranı 2019 yılına göre 34,7 puan rekor düzeyde artış göstermiştir. 2020 yılındaki bu artışta en büyük pay, bir önceki yıla göre 14,9 puan artış gösteren finansal kuruluşlar ile 10,4 puan artış gösteren kamu sektörüne aittir. 2020 pandemi yılında, hanehalkı borçluluk oranında 2,8 puan ve finansal olmayan sektörde 6,6 puan artış görülmektedir. Borç/GSYH'ya göre sıralama yapıldığında, ilk sırada finansal olmayan sektör gelmekte ve bunu kamu sektörü, finansal kuruluşlar ve hanehalkı izlemektedir. 2021 yılında en yüksek paya sahip olan finansal olmayan sektörün borçluluk oranında yükseliş devam ederken, diğer sektörlerde düşüş gerçekleşmiştir. 2022 yılında %125,5 olan toplam borç/GSYH oranının sektörel dağılımında, kamu sektörü %35,5, finansal kuruluşlar %20, finansal olmayan kuruluşlar %58,1, hanehalkı %11,9 olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında, %18 seviye ile rekor düzeye yükselen hanehalkı borçluluk oranının, 2021 yılında %15,2 ve 2022 yılında %11,9'a kadar düşmüş olması olumlu bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Aynı şekilde kamu sektörünün borç/GSYH oranı birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeye göre düşük düzeydedir. Ancak 2021-2022 döneminde her ne kadar düşüş eğilimi görülse de finansal olmayan kuruluşların toplam borç/GSYH oranı içindeki payının yüksek düzeyde olması ülkeyi riskli hale getirmektedir.

5. Sonuç

2008 küresel finansal krizden sonra rekor düzeyde düşük faiz oranlarının etkisiyle hızla artmaya başlayan küresel borçlar, Covid-19 salgın krizi sürecinde verilen krediler ve genişlemeci ekonomi politikalarıyla hızla artış göstermiş ve küresel borçların sürdürülebilirliği sorununu gündeme getirmiştir. Küresel borç artışında hem gelişmiş hem gelişmekte olan ülkelerde, ağırlıklı olarak hızla artan kamu sektörü borçlarının etkisi büyük olsa da hanehalkı, finansal sektör ve finansal olmayan sektör borçlarındaki artışlar da etkili olmuştur.

Covid-19 salgını, özellikle gelişmekte olan ülkelerde borçluluk sorununu arttırmıştır. Gelişmiş ülkeler düşük faizli, uzun vadeli ve ağırlıklı olarak kendi para

birimleri cinsinden borçlanabilmesi nedeniyle her ne kadar yüksek borç miktarı ve yüksek borçluluk oranına sahip olsalar da gelişmekte olan ülkelerdeki gibi ciddi bir sorun oluşturmamaktadır. Ancak döviz cinsi borç miktarı yüksek olan ve kendi para birimiyle borçlanamayan, dışa bağımlı gelişmekte olan ülkelere fon akımlarının sınırlı olması borçlanma maliyetini yükseltmektedir. Bu ülkelerde hem cari açık artmakta hem borç geri ödemeleri için daha fazla borçlanma ihtiyacı oluşmaktadır. Bu durum ülkelerin borç çevirme ve piyasa riski olasılığını yükselterek, finansal kırılganlıklarını daha da artırmakta ve makroekonomik istikrarsızlığa neden olmaktadır. Dolayısıyla dış şoklara karşı açık hale gelen bu ülkelerin bir dış finansman sorunu yaşamaları ile ekonomik ve finansal istikrarsızlığın artması sonucunda borç krizi yaşanabilecektir. Gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkabilecek bir borç krizi, sistematik bir şekilde tüm ülkelerin derinden etkilenmesine neden olabilecektir. Bu nedenle borç anapara ve faiz ödemelerini zamanında yapılabilmesi anlamına gelen borcun sürdürülebilirliği tüm ülkeler açısından oldukça önemlidir. 2023 yılında küresel tedarik zinciri aksaklıklarının devamlılığı, yüksek enflasyon ve buna paralel yüksek faiz ve sıkılaştırıcı para politikası uygulamalarına devam edilmesi, küresel ekonomik faaliyetleri azaltarak büyümenin yavaşlamasına ve dolayısıyla küresel borçluluk sorununun devam etmesine neden olabilecektir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki borç/GSYH oranındaki artış eğiliminin devam etmesi kaçınılmaz olacak ve borçların sürdürülebilirliği tehlikeye girecektir. Bu nedenlerle ülkelerin etkin kamu borç yönetimi ve rezerv yönetimi yapabilmeleri daha önemli hale gelmektedir. Küreselleşen dünyada ülke bazında yapılan uygulamalar yeterli olmayacaktır. Küresel boyutta borç krizi oluşmaması için, uluslararası finansal kurumlar ve çok uluslu finansal kuruluş ve organizasyonların bir araya gelerek, küresel finansal duruma yönelik önlemler almaları da gerekmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler içerisinde borçluluk oranının seyri açısından farklılaşan Türkiye'nin borç/GSYH oranı düşme eğilimi göstermektedir. Özellikle kamu sektörü borçluluk oranı birçok ülkeye göre düşük seviyededir. Ancak döviz cinsi borçlanmasının yüksek olması, Türk lirasının değer kaybetmesi, yüksek enflasyon, yüksek borçlanma faizleri ve yüksek ülke risk primi, finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasını güçleştirirken kırılganlığını arttırmaktadır. Özellikle düşük faiz ve genişleyen kredi hacminin etkisiyle finansal olmayan reel sektör borçluluk oranının yüksek olması riski daha da artıran bir durumdur. Uygulanan ekonomi politikaların sıkılaştırılması borçluluk oranının azalmasında etkili olabileceği gibi etkin bir borç yönetimi uygulanmasıyla alınan borçların verimli alanlarda kullanılması önemli olacaktır.

Kaynakça

Aslanoğlu, E. (2021), "Artan Küresel Özel Sektör Borçluluğu Üzerine Notlar", S. Uzunoglu, G. Sönmezler ve İ. O. Gündüz (Ed.), *Güncel Ekonomik Sorunlar: Borç Çıkması* içinde (s. 65-78), Literatür Yayıncılık, İstanbul.

Bloomberg-HT (2023), "Küresel Borç 2015'ten Bu Yana İlk Kez Yıllık Bazda Düştü", <https://www.bloomberght.com/kuresel-borc-2015-ten-bu-yana-ilk-kez-yillik-bazda-dustu-2325777> (22.03.2023).

Chan, T., Dimitrijevic, A. (2023), "Global Debt Leverage: Is a Great Reset Coming?", S&P Global, [https://www.spglobal.com/en/research-insights/featured/special-editorial/look-forward/global-debt-leverage-is-a-great-reset-coming#:~:text=Global%20debt%20has%20hit%20a,Higher%20interest%20rates,\(20.03.2023\).](https://www.spglobal.com/en/research-insights/featured/special-editorial/look-forward/global-debt-leverage-is-a-great-reset-coming#:~:text=Global%20debt%20has%20hit%20a,Higher%20interest%20rates,(20.03.2023).)

Demirel, B. (2022), "Küresel Borç Dalgası I", Politikyol, <https://www.politikyol.com/kuresel-borc-dalgasi-i/> (25.03.2023).

Doğruel, A. S., Doğruel, F. (2023), "Küresel Borçlar Üzerine Bir Değerlendirme", *Bahçeşehir Üniversitesi Ekonomik ve Toplumsal Araştırmalar Merkezi (Betam)*, Araştırma Notu, 23/26: 1-13.

Eğilmez, M. (2011), *Küresel Finans Krizi*, Remzi Kitabevi, İstanbul.

Gaspar, V., Medas, P., Perrelli, R. (2021), "Global Debt Reaches a Record \$226 Trillion", IMF Blog, <https://blogs.imf.org/2021/12/15/global-debt-reaches-a-record-226-trillion/> (22.02.2023).

Gaspar, V., Medas, P., Perrelli, R. (2022), "Riding the Global Debt Rollercoaster", IMF Blog, <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/12/12/riding-the-global-debt-rollercoaster> (05. 03. 2023).

Masterson, V. (2022), "What Does "Global Debt" Mean and How High Is It Now?" World Economic Forum, <https://www.weforum.org/agenda/2022/05/what-is-global-debt-why-high/> (22.02.2023).

OECD (2022), "Confronting The Crisis", Economic Outlook, <https://www.oecd.org/economic-outlook/november-2022/> (05.03.2023).

Oskay, C. (2022), "Türkiye'de Kamu Borç Stok Yapısındaki Değişim ve Gelişim: Covid-19 Salgın Dönemi", *Tarsus Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 3(2): 171-189.

Uluslararası Finans Enstitüsü (IFF). The Global Debt Monitor Data, <https://www.iif.com/Research/Download-Data#DebtMonitors> (04.02.2023).

World Economic Forum (2022), Global Risks Report, https://www3.weforum.org/docs/WEF_The_Global_Risks_Report_2022.pdf? (04.02.2023).