

## Mali Kriz Dönemlerinde Kamu Borç Göstergeleri Üzerinden Mali Sürdürülebilirliğin Görünümü: Gelişen Ülke Ekonomilerde Kamu Borçlanmasının Değerlendirilmesi (2000-2015)

*The View of Financial Sustainability on Public Debt Indicators in the Fiscal Crisis  
Period: Evaluation of the Public Debt in the Developing Country Economies (2000-2015)*

**İlyas ÖZKÖK**

Akdeniz Üniversitesi, İİBF Maliye Bölümü, Arş. Gör., iozkok@akdeniz.edu.tr

**Mustafa YILDIRAN**

Akdeniz Üniversitesi, İİBF Maliye Bölümü, Doç. Dr., mustafayildiran@akdeniz.edu.tr

### MAKALE BİLGİSİ

#### Makale Geçmişi:

Geliş 10 Ocak 2017  
Düzeltilme Geliş 15 Şubat 2017  
Kabul 20 Mart 2017

#### Anahtar Kelimeler:

Kamu Borçlanması, mali  
sürdürülebilirlik, Gelişen Ekonomiler

© 2017 PESA Tüm hakları  
saklıdır

### ÖZET

2008 Küresel Finans Krizinden sonra artan kamu borçlarının mali sürdürülebilirlik tartışmaları artmıştır. Bu çalışma, kamu borçlanmasının mali sürdürülebilirliğini gelişen ekonomilerin verileri üzerinden analiz etmektedir. Çalışmada, 2000-2015 yılları arasında 30 ülkenin 16 yıllık kamu borçlanma gereği, kamu borç stoku, kamu dış borç stoku, kamu harcamaları ve kamu gelirlerinin GSYH'ye oranları göstergeleri üzerinden incelenmektedir. Elde edilen bulgular, kamu borçlanma gereğinin yükseldiğini, kamu borç stokunda yükseliş trendinin başladığını ve özel kesimin kamu dış borç stoku içindeki payının yükseldiğini göstermektedir.

Sonuç olarak, 30 gelişen ülkede krizden sonra kamu borçlanmanın sürdürülebilirlik sorunu görünmese de kamu borçlanma gereğinin artması ve özel kesim dış borçlanmasının dış borç stoku içindeki oranın yükselmesi mali sürdürülebilirlik açısından dikkat edilmesi gereken husustur.

### ARTICLE INFO

#### Article History:

Received 10 January 2017  
Received in revised form 15 February  
2017  
Accepted 20 March 2017

#### Keywords:

Public Debt, Financial Sustainability,  
Emerging Economies

© 2017 PESA All rights reserved

### ABSTRACT

After the 2008 Global Financial Crisis, discussions about the fiscal sustainability of rising public debt have increased. This study analyzes the financial sustainability of public borrowing on data of emerging economies. The study examines the ratios of 30 countries' public borrowing requirement, public debt stock, public external debt stock, public expenditures and public revenues to GDP between 2000 and 2015. Findings demonstrate that the trend in the public debt stock has started to rise, the public borrowing requirement and the share of private sector in public external debt stock has increased.

As a result, although the sustainability problem of public borrowing does not appear after the crisis in 30 developing countries, the increase in the public borrowing requirement and the increase in the ratio of private external debt to external debt stock must be considered in terms of fiscal sustainability.

## GİRİŞ

Dünyada birçok ülke, meydana gelen küresel krizler sonucunda yüksek miktarda kamu borçlanması ile karşılaşmaktadır. Krizin ekonomiye olan etkisi ile mali sektörün desteklenmesi ve olağanüstü mali canlandırma programlarının uygulanması gibi kamu harcamalarının artması ve bunun yanında devlet gelirlerinin azalması, devlet borçlarının birikmesi olarak ekonomiye yansımıştır. Öyle ki dünya ekonomisinde, son kriz ile birlikte ülke borçlarının GSMH'ye oranı İkinci Dünya Savaşı'ndan bu yana en yüksek seviyesine ulaşmıştır (Baldacci vd., 2010: 3).

Dünya genelinde devlet borçlarının aşırı şekilde artması ve bunun ekonomiye yansımaları farklı şekillerde gerçekleşmiştir. Yüksek kamu borcuna sahip olan ülkelerde mali kırılganlığın artması banka krizlerine yol açarken, artan devlet borçları çıktı büyümesi ve üretimini azaltabilir. Bundan dolayı yüksek kamu borcu, ödeme gücü riskini artırırken, konjoktüre karşı araç olarak mali politikanın kullanılmasını sınırlar ve uluslar için borçlanma maliyetini arttırmaktadır (Baldacci vd., 2010: 3-4). Aslında devlet borçları, makroekonomik performansı ve refah seviyesini arttırmak için bir araç olarak kullanılabilir ancak borçların aşırı şekilde birikmesi, mali sürdürülebilirliği tehlikeye atar ve bu durum makroekonomik denge ile ekonomik büyümede birçok olumsuz sonuç doğurabilir. Günümüzün asıl sorusu ise özellikle gelişmiş ülkelerde yenilenmiş borçların sürdürülebilirliği ve mali manevra yapabilmek için yeniden imkânı elde edilmiş olan mali olanakların ne kadar mali ayarlamaya ihtiyaç duyduğudur. Çünkü son krizde ortaya çıkan durgunlukta gerçekleştirilen finansal kurtarma paketleri, düşük gelirleri ve harcamaları canlandırma uygulamaları borçların GSYH'ye oranını en üst seviyeye çıkarırken birincil açığa da neden olmuştur. Öyle ki Yunanistan, İrlanda, İtalya, Portekiz ve İspanya gibi birçok ülkenin borçlanma maliyetleri aniden artmış bu durum ise ülkelerin çeşitli finansal zorluklar ve ödeme güçlerini aşan durumlarla karşılaşmalarına neden olmuştur. Geçmişte bu ülkelerin sahip olduğu tehlikesiz faiz oranları ve sürdürülebilir borç oranları aniden değişmiş ve sürdürülemez bir görünüm sergilemiştir. Sonuçta, hem ödeme gücünün hem de mali olanakların kaybedilme riskine yol açmıştır (Ghosh vd., 2011: 3). Ülke ekonomilerinde özellikle gelişmiş ülkelerin daha fazla dikkat çektiği 2008 Küresel Finans Krizinden sonra ortaya çıkan gelişmeler ve ekonomik değişiklikler, ülkelerin sahip olduğu borç oranları ve mali sürdürülebilirliklerinde ki ayarlamaların önemini arttırmıştır. Bu çalışma, bu konuda 2008 sonrası dönemde gelişen ve az gelişmiş ülkelerin kamu borçlanmasının sürdürülebilirliğine odaklanmıştır. Ayrıca ülkelerdeki kamu borçlanmasının etkileyen faktörler üzerinden borçlanmanın sürdürülebilirliğinin hangi unsurlara bağlı olacağını analiz etmektedir.

### 1. Finansal Krizler ve Mali Sürdürülebilirlik Sorunu

Krugman'a göre *"finansal kriz: sermaye akımlarında bir düşüşün, yerli girişimcilerin borç alma yeteneklerinde bir düşüşe ve bu nedenle sermaye akımının da daha fazla düşmesi ile yerli girişimcilerin bilançosunda olumsuz etki yapabilmelidir"* (Krugman, 1999: 467). Piyasada oluşacak likidite daralması, ekonomi içerisindeki kişi veya kuruluşların daha yüksek faizle borçlanmalarına neden olurken piyasada oluşan güvensizlik ortamı, daha fazla sermayenin çıkması ile sonuçlanacaktır. Mishkin'e göre ise, *"Bir finansal kriz, finansal piyasalara etkili yönlendirilemeyen verimli yatırım olanaklarından dolayı, ters seçim ve ahlaki tehlikenin daha da kötüleştiği finansal piyasalardaki doğrusal olmayan bozulmalardır"* (Mishkin, 1996: 17).

Finansal kriz konusunda genel olarak kabul edilen, krizin ortamı ve göstergelerinin var olmasına rağmen, krizin kesin olarak olacağını söylemek hatta ne zaman ortaya çıkacağını öğrenmek mümkün değildir. Dornbusch'un deyişiyle *"Kriz ancak patladığında görülür."* (Uygur, 2001: 9). Finansal kriz türleri birkaç türden oluşur bunlar: döviz krizi, enflasyon krizi, banka krizi, iç ve dış borç krizleridir. Bu kategoriye ilave olarak borsaların çöküşü de finansal piyasa tabanlı olarak da açıklanır (Lim ve Minne, 2014: 36).

## 1.1.Borç Krizleri

Borç krizi, borçlunun tamamen borcunu ödemek yerine, tek taraflı olarak borcunu ödememeyi seçtiği durumda ortaya çıkar (Lindert ve Morton, 1989: 66). Dış borç krizi ise bir ülkenin kamu ve/veya özel kesime ait dış borçlarını ödeyememesi sonucu ortaya çıkar. Borçlu, dış borçlarını kendi gelirleri ile ödeyemez ise borçların çevrilmesi ya da yeniden kredi bulma yollarından birini tercih edecektir. Bunun sonucunda da ortaya çıkacak dış borcun yeni ödeme planlarına bağlanması ya da yükümlülüklerin ertelenmesi söz konusu olacaktır (Delice, 2003: 61). Ancak borçlu borcunu ödeyemediğinde veya kreditorlerin borçların ödenmeyeceği riskinden dolayı kredi vermemeleri ve üzerine mevcut kredileri geri almaya çalışmaları borç krizlerini ortaya çıkaracaktır (Yılmaz, 2013: 9). Dış borçları alan, ülke içerisinde ister kamu kesimi, isterse özel kesim olsun ekonominin tamamını etkileyecek şekilde olumsuz bir ortam oluşturdukları sürece, dış borç kriz riskine neden olacaklardır.

Gelişmekte olan devletlerin ihtiyaç duyduğu borçlanma gereksiniminin oluşmasında birden fazla neden bulunmaktadır. Bunlardan bazıları ise, yetersiz iç tasarruf, sanayileşme ve kalkınma için gerekli olan büyük miktarda finansman ihtiyacı, sanayi üretiminin çoğunlukla ara malı ithalatına dayalı olması nedeniyle dışa bağımlılığı, dış ticaret ve ödemeler dengesindeki açıklar ve bunları finanse etmek için gerekli olan ulusal döviz miktarının yetersiz olması, kamu açıkları, ekonominin kısa vadeli sermaye akımlarına açık olması, doğal afetler gibi ansızın ortaya çıkan yüklü miktarda maliyetlerin finansmanı, vadesi gelen dış borçların finansmanıdır (Ülgen, 2005: 21).

2007 yılı Temmuz ayının sonrasında ABD’de finansal piyasalarda ortaya çıkan kriz bütün dünya ekonomisine yayılmış ve etkileri farklı şekillerde ortaya çıkmıştır. Krizin en çok etkilediği bölgelerden biri olan Avro bölgesinde, borç krizinin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Borç krizi Avrupa Birliği ülkelerinden önce Yunanistan daha sonra da İrlanda, Portekiz ve İspanya da ortaya çıkmış, bu ülkeleri İtalya izlemiştir. Borç krizinin büyümesi İngiltere ve Belçika ile beraber diğer Avrupa Birliği ülkelerinin de borç krizi içerisine gireceğine dair beklentileri oluşturmuştur (Akçay, 2012: 16).

ABD’de ortaya çıkan krizin bütün dünyayı etkileyerek küresel bir kriz hale gelmesinin temelinde, tüm dünyadan yatırımcıların teminatlı borç senedi piyasasında yer almaları yatmaktadır (Kutlu ve Demirci, 2011: 128). Bu finansal kriz 2007 yılının ikinci yarısından itibaren diğer gelişmiş ülkelerde de hissedilmeye başlanmış, 2008 yılından itibaren de gelişmekte olan ülkelere de hissedilmiştir. Krizin gelişmekte olan ülkelere geç sıçramasının nedeni ise bu ülkelerdeki rezerv varlıklarının artışı, kamu borç stokunun azaltılması ve ülke içinde döviz cinsinden borçlanmayı sınırlandıran maliye politikalarının uygulanması olmuştur (Kutlu ve Demirci, 2011: 129). 2008 krizinden sonra gelişmiş ekonomilerde finansal sektörün kurtarılması için “mali kurtarma operasyonları” yapılmıştır. Bu operasyonların oluşturduğu mali yükler, bütçe açıklarını artırmış ve kamu borç stokunda sıçrama etkisi yapmıştır (Yıldırım, M., 2010).

## 1.2.Kriz Dönemlerinde Mali Sürdürülebilirlik ve Borç Yönetimi

2008 Küresel Finans Krizi’nden sonra asıl soru, gelişmiş ülkelerde yenilenmiş borçların sürdürülebilirliği ve mali manevra yapabilmek için yeniden imkânı elde edilmiş olan mali olanakların ne kadar mali ayarlamaya ihtiyaç duyduğudur. Çünkü son krizde ortaya çıkan durgunlukta gerçekleştirilen finansal kurtarma paketleri, düşük gelirleri ve harcamaları canlandırma uygulamaları borçların GSYH’ye oranını en üst seviyeye çıkarırken birincil açığa da neden olmuştur. Öyle ki Yunanistan, İrlanda, İtalya, Portekiz ve İspanya gibi birçok ülkenin borçlanma maliyetleri aniden artmış bu durum ise ulusların çeşitli finansal zorluklar ve ödeme güçlerini aşan durumlarla karşılaşmıştır. Geçmişte bu ülkelerin sahip olduğu tehlikesiz faiz oranları ve sürdürülebilir borç oranları aniden değişmiş ve sürdürülemez bir görünüm sergilemiştir. Bu

durum ise hem ödeme gücünün hem de mali olanakların kaybedilme riskine yol açmıştır (Ghosh vd., 2011: 3). Ülke ekonomilerinde özellikle gelişmiş ülkelerin daha fazla dikkat çektiği son kriz sonrası ortaya çıkan bu gelişmeler ve ekonomik değişiklikler, ülkelerin sahip olduğu borç oranları ve mali sürdürülebilirliklerinde ki ayarlamaların önemini arttırmıştır.

Amerika'da mortgage piyasalarında ortaya çıkan ve bütün dünyaya yayılan kriz, başta Amerika olmak üzere birçok dünya ulusunun ekonomik yapısını bozmuş, ekonomilere olan güveni ve olumlu beklentileri yok etmiştir. Kriz öncesi özellikle gelişmiş ülkelerin sahip oldukları makroekonomik denge, düşük borç yükü ve ödeme gücü imkânı kriz sonrası sürdürülemez bir hal almış. Krizin üzerinden geçen zaman diliminde, özellikle birçok gelişmiş ülke gerçekleştirmiş olduğu mali canlandırma programları ve diğer kurtarma paketleri ile yüksek seviyede kamu harcaması gerçekleştirirken piyasada hareketliliği sağlamak için birçok gelirden mahrum kalmış ve gelirleri de düşmüştür (Reinhart ve Reinhart, 2009: 5). Bundan dolayı ortaya çıkan bütçe açıklarının finansmanı için ise borçlanma yoluna başvurulmuş, ancak artan borçların sürdürülemeyeceği riski ise yatırımcıların güven kaybına neden olarak piyasadaki sermaye çıkışı ile sonuçlanmıştır (Lopez-Claros, 2014: 3). Gelişmiş ülkelerin yapıları gereği yaşanan nüfus yapısı, artan sosyal refah durumu ve gelişmekte olan ülkelere göre ekonomiye yapılan müdahalelerin etkisinin daha az gerçekleşmesi, mali politikaların sürdürülebilirliğini olumsuz yönde etkilerken borç yükünü daha fazla arttırmış ve bu da ödeme gücü riskini ortaya çıkarmıştır (Reinhart ve Rogoff, 2013: 6). Ödeme gücü riski ile doğrudan ilişkili olan mali sürdürülebilirlik ise, ekonominin sürdürülebilirliği için son yıllarda özelde maliye politikasına genelde de makroekonomik politikaya ilişkin analizlerin odağı haline gelmiştir (Şen vd., 2010: 104).

Mali sürdürülebilirliğin değerlendirilmesine ilişkin temel kavramsal konuları kapsayan teorik olarak çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Bunlardan Balassone ve Franco (2000)'nin yaptığı çalışmaya göre, teoride mali sürdürülebilirlik için farklı koşullar önerilmiştir (sürekli artmayan vergi oranından bir zamanlararası iskonto edilmiş bütçe kısıtına). Domar'ın modeline dayanan bu çalışmada, Balassone ve Franco sürdürülebilirlik için gerekli bir koşul oluşturmuşlardır. Buna göre devamlı olarak artan vergi oranları sürdürülemezdir, yani sürdürülebilirlik için sürekli artmayan vergi oranları gereklidir. Ayrıca bu durum sürdürülebilir mali politikanın ilk tanımlarından birisidir (Krejdil, 2006: 4).

Blanchard (1990)'a göre ise sürdürülebilirlik, bugünkü politikalar doğrultusunda bir hükümetin aşırı borç birikimine doğru gidip gitmediği konusudur. Bu oldukça genel deyim ise operasyonel hale getirmek için, Blanchard sürdürülebilir mali politikayı, borçların GSYH'ye oranını, başlangıç seviyesine doğru geri yaklaşır bir politika olarak tanımlar. Benzer bir tanımla ise Buiters (1985), bir politika hükümetin net varlıklarının GSYH'ye oranını bugünkü seviyesinde koruyabilirse, mali politikanın sürdürülebilir olacağını ifade ederek gerçekleştirmiştir. Temelde benzer olan bu tanımlar sadece istatistiksel bakış açısına göre farklılaşmaktadır (Krejdil, 2006: 4).

Devletin ödeme gücü ve mali sürdürülebilirliğine ilişkin literatürde merkezi odak noktası, genellikle devletin zamanlararası ya da bugünkü değer bütçe kısıtı olmuştur. Bu durum, GSYH açısından birincil fazlanın iskonto edilmiş bugünkü değerinin, yine GSYH açısından devlet borçlarının başlangıçtaki stokuna eşit olmasını gerektiren bir mecburiyettir. Reel faiz oranı, reel hasıla büyüme oranının üzerinde çıktığı zaman burada kısıtın faaliyetler önemi devreye girmektedir. Eğer devlet devam edeceği beklenen birincil (faiz dışı) mali açıklarını sürdürmeyi devam ettirirse, planlanan zamanlararası bütçe kısıtını ihlal edecektir. Sonucunda gerçekleşen kısıt karşılık için politikasını kemer sıkma, para basma ya da borçlarını tanımlama şeklinde değiştirmek zorunda kalacaktır (Horne, 1991: 3-4).

Denklem (1), bize bir dönemdeki devlet bütçe denkleştirmesini vermektedir. Analizi sadeleştirmek amacıyla, devletin, elde ettiği vergileri aşan harcamalarının fazlalığını finanse etmek için güçlü para

(high-powered money) yaratma ve devlet iç borçlanma senedi satma yoluna başvurduğu varsayılmıştır. Açıkların finansman kaynağı olan; dış kaynaklar, dış rezervlerin aşağı çekilmesi ve kamu varlıklarının satılması dâhil edilmemiştir (Horne, 1991: 4). ( $\Delta$ , değişim oranlarını göstermektedir).

$$\begin{aligned}\Delta b_t + \Delta M_t / Y_t &= g_t - T_t + i b_t - (n + p_t) b_t & (1) \\ &= d_t + (r - n) b_t & (1')\end{aligned}$$

Semboller;  $b_t$  = devlet tahvillerinin GSYH'ye oranı ( $B_t/PY_t$ )

$M_t$  = güçlü para stoku

$Y_t$  = milli gelir

$d_t$  = birincil (faiz dışı) açıkların GSYH'ye oranı

$g_t$  = kamu harcamalarının (faiz ödemeleri hariç) GSYH'ye oranı

$T_t$  = vergilerin GSYH'ye oranı

$i$  = devlet tahvillerinde nominal faiz

$p_t$  = enflasyon oranı

$n$  = GSYH'nin reel büyüme oranı

$r = i - p_t$  = reel faiz oranı

Bütçe denkleştirme koşulu, tahville borçlanabilen ülkelerde kamu tahvillerinin ve para stokunun karşılığı olarak düşünülmüştür. Bu durumda bütçede kamu harcamalarının milli geliri aşan kısmı (veya açık) ile reel büyüme ve enflasyon oranının tahvile borçlanmanın milli gelire oranı ile sürdürülebilir. Eğer ülkeler bir bütçe kısıtı şartı altında mali sürdürülebilirliği sağlamak isterse bu ülkelerin nominal faiz oranlarının enflasyonun üzerine çıkmasını engellemeye ve parasal genişlemenin avantajlarını kullanmaya çalışması şeklinde çabalara yönelmesi gerekecektir. Ama bu tercih, maliye politikasından çok, para politikası ve finansal istikrar ağırlıklı bir tercihi yansıtmaktadır. Mali sürdürülebilirlik için, maliye politikasının harcamaları kısması ve vergi gelirlerini artırması da seçenekler arasındadır (Alvarado vd, 2004: 6).

Bütçenin denkleştirme sorunu, zamanlararası bütçe kısıtının sağlanmasını zorunlu kılmaktadır. Zamanlararası bütçe kısıtı ise, *gelecekte beklenen birincil bütçe fazlaları ile senyoraj gelirlerinin (enflasyon mekanizmaları ile sağlanan gelirlerin) şimdiki borç stoku değerine eşit olması durumudur.*

Operasyonel amaç için, bugünkü bütçe değer kısıtının karşılanması, aşağıda tartışılan bir dizi nedenden dolayı mali ve parasal otoriterlerin davranışlarına (beklenen) oldukça zayıf kısıtlamalar yükler. Birincisi, eğer öngörülen hasıla büyümesi, reel faiz oranını aşarsa, borç oranı yüksek bir seviye olasılığına karşın nihayetinde durağan bir durum seviyesine ulaşacaktır. Eğer bu koşul tutarsa, kural olarak devlet harcamaları üzerine hiçbir kısıt dayatılamaz. Çünkü devlet, belli belirsiz bir şekilde sabit birincil açığı yürütmeyi ve borçlarını yeniden borçlanarak karşılamayı devam ettirebilir. Vergilendirme ve borçlanma arasındaki seçime, sadece etkinlik ve dağılım kriterleri ile karar verilir (Horne, 1991: 5).

Bir politika açısından, hem (istikrarlı) borç oranının ölçüsüne hem de bu seviyeye ulaşması için gereken zaman ile ilgili bazı endişeler vardır. Bütçe kısıtı kriterine güvenmenin zayıflığı şudur ki ayarlama süreci boyunca ekonomiye yapılan şoklar ile birlikte varlıkların bileşimi ve seviyesindeki içsel değişiklikler, faiz oranları ve hasılda hareketliliğe sebep olabilir. Örneğin, borçların patlak vermediği bir durumda, ekonomik büyüme reel faiz oranlarının üzerinde sürdürülebilir. Böyle bir

durumda da devlet başlangıçta birincil bütçe açığını devam ettirebilir. Bununla birlikte, özel sektörün elinde birikmiş olan varlıklar, özel tasarrufları düşürebilir bu ölçüde de varsayılan denge istikrarlı olmayabilir. Tahvillere olan talebin azalmasıyla sonuçlanan faiz oranlarındaki artış, ekonomik büyümeyi bir anda geçebilir. Bu durumda da mevut mali politikalar borçların patlak vermesiyle sonuçlanır ve ekonomi yeni bir dengeye ulaşır (Horne, 1991: 5-6).

İkincisi, devletin davranışı üzerine bir zamanlararası bütçe kısıtının dayatılması, oranın istikrarlı ya da nihai büyüklüğünde olup olmadığına ilişkin kendi içerisinde sınırlar ayarlamaz. Çok sayıdaki uygulanabilir mali kurallar, bütçe dengelerinin kamu borçlarına tepkisi aracılığıyla ödeme gücü koşulunu sağlayabilirler, fakat aşırı borçlanmayı da beraberinde getirirler. Örneğin, devlet, nominal GSYH'den daha yüksek ancak faiz oranlarının altında bir oranda büyüme gerçekleştiren bütçe açığını devam ettirebilir ya da sıfır nominal büyüme koşullarının olduğu durumlarda sabit bir genel mali açığını sürdürebilir (Horne, 1991: 6).

Kamu borç oranının ölçüsü (kendi büyüme oranından farklı olarak), devletin bugünkü değer bütçe kısıtını karşılayabilecek borç yükümlülüğüne ve bununla birlikte devletin bunu yapabilecek yeteneğine ilişkin özel sektörün bakış açısını etkileyen önemli bir faktördür. Özel sektör, devletin gelecekte birincil bütçe fazlası oluşturmasını beklemektedir. Fakat borç oranı büyümeye devam ederse, devletin bütçe kısıtını karşılamaya yönelik güvenilirliğinin sarsılması olasıdır. Buna ilaveten, ödenmemiş borçlar büyüdükçe ve politika işlemleri uzadıkça ertelenir. Bunun sonucunda da birincil fazlanın etkisi daha da artar ve bütçe kısıtını karşılamayı gerektirir. Uygulanabilir vergi kısıtları, başlangıçta uzun vadede sürdürülemeyen kısıt ile karşılaşan, bir dizi mali politika sonuçları sonrasında devreye girebilir (Horne, 1991: 6).

Dünyada gerçekleşen ekonomik ve finansal krizler ile birlikte yüksek bütçe açıkları ve artan devlet borçları ülkelerin mali pozisyonlarının bozulmasına neden olmuştur. Bu durum ise krizlerde mali sürdürülebilirliğin incelenmesini gerektirmiştir. Birçok ülkede ortaya çıkan krizler türlerine göre mali sürdürülebilirliği farklı şekilde etkilemişlerdir. Krizlerde mali sürdürülebilirlik; politikaların sürdürülebilirliği, bütçe açıklarının sürdürülebilirliği veya borçların sürdürülebilirliği olarak gözükmemektedir. Özellikle ABD'de çıkan ve tüm dünyayı etkileyen son finansal kriz ve sonrasında meydana gelen borç krizleri, çalışmaların borçların sürdürülebilirliği üzerine yoğunlaşmasına neden olmuştur. Özellikle para politikası kararları ve politikaları kamu borç politikasını da etkilemektedir.

Krugman (1979), Flood ve Garber (1984) yaptıkları analizde devletin birincil açıklarını sürdürmesi durumunda sabit kur rejiminin sürdürülemeyeceğini belirtmişlerdir. Analizlerine göre gelecekteki birincil fazlalar, devletin zamanlararası bütçe kısıtını dengelemeye yetecek büyüklükte değildir. Çünkü belirsiz bir şekilde borçlanma ve yeniden ödeme kaynakları ile açıkların sürdürülmesi olanaksızdır. Bu yüzden nihai olarak devlet para basarak senyoraaj gelirlerini artırma yolunu tercih edecektir. Para basımı yolunun tercih edilmesi ise ülke içerisindeki yerli paranın, döviz karşısında değer kaybetmesine neden olacaktır. Bu durum ise sabit kur rejiminin sürdürülemeyeceği anlamına gelmektedir. Sabit kur rejiminin çökmesi, devletin davranışlarına ilişkin çeşitli varsayımlar ve yerli para talebine bağlı olarak gerçekleşmektedir. Bunların yanında, büyük açıkların sürdürülmesi ve artan borç seviyesinin de incelenmesi gerekir (Burnside vd., 2003: 1).

Günümüzde büyük bir önem arz eden diğer bir finansal kriz ise, borç krizleri olmaktadır. Global finansal kriz sonucunda, dünyanın birçok ülkesinde meydana gelen kamu borçlarındaki büyük artışlar, hatta Yunanistan'da ortaya çıkan borç krizi ve sonrasında bütün Avrupa'nın bu krizden etkilenmesi, ekonomilerin mali sürdürülebilirliklerinin de incelenmesini gerektirmiştir (Baldacci vd., 2010: 3). Özellikle bu son global krize kadar borçların sürdürülebilirliğine ilişkin analizler genellikle gelişmekte olan düşük gelirli ülkelere yapılmıştır (Akyüz, 2007: 1). Ancak Avrupa'da

ortaya çıkan borç krizi ve artan kamu borçları sonrası gelişmiş ülkelerde de borçların sürdürülebilirliğine ilişkin çalışmalar artmıştır.

Dünya ekonomisinde artan borç yükleri, bugün gelişmiş ülkelerde uygulanan mali düzenlemelerin yetersiz kaldığını göstermiştir. Bu yüzden gelişmiş bazı ülkeler, kamu borç sürdürülebilirliğinin yeniden kurulmasına ve mali düzenlemeler için gerekli olan bazı mali boşluklara ihtiyaç duymaktadır. Büyük durgunluktan sonra geçen 40 yıl içerisinde gelişmiş ülkelerde, ekonomiye yönelik yapılan kurtarma paketleri, piyasayı canlandırmaya yönelik harcamalar ve daha düşük devlet gelirleri, borçların GSYH'ye oranını en üst seviyeye getirmiş bunun yanında birincil açıklarında ortaya çıkmasına neden olmuştur. Fakat son global kriz ile birlikte birçok gelişmiş ülkenin kamu borç pozisyonları, daha da kötüleşmiştir (Ghosh vd., 2013: f4). Krizin ekonomiye etkisi yüzünden düşen devlet gelirleri ve bir dereceye kadar yapılan olağanüstü mali canlandırma ile finans sektörüne yönelik tedbirler, devlet borçlarının daha da artmasına neden olmuştur. Öyle ki gelişmiş ülkelerde ortalama olarak borçların GSYH'ye oranı 2007'de sonunda %73 iken, bu oranının 2015 sonunda %108 olması beklenmektedir. Bu seviyedeki bir borç oranına en son ikinci dünya savaşında ulaşılmıştır. Ayrıca, birçok ülkede yaşa-bağlı harcamaların (örn; maaş ve sağlık harcamaları) zamanla artmasıyla, gelecekte olası harcama baskıları da, devletin borçlarında ani sıçramaları meydana getirecektir (Baldacci vd., 2010: 3). Avrupa'da gerçekleşen borç krizinde Yunanistan, İrlanda, İtalya, Portekiz ve İspanya gibi birçok ülkenin borçlanma maliyeti, bu ülkelerin şiddetli finansman güçlüklerinden ve zayıflayan ödeme güçlerinden dolayı artmıştır (Ghosh vd., 2013: f4). Bunların yanında durgunluk boyunca gelişmekte olan bazı ülkelerinde (örn; Orta ve Doğu Avrupa'da) kamu borçlarının da artışlar yaşanmış ancak ülkelerin kriz öncesi sağlıklı ekonomilerine nispeten bu artışların ekonomideki yükü, gelişmiş ülkeleri vurduğu kadar sert olmamıştır (Baldacci vd., 2010: 3). Global kriz sonrası dünya genelinde artan borç yükleri, ülkelerin ödeme güçlerinin zayıflamasına neden olurken birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin ise borçların sürdürülebilirliğini riskli hale gelmiştir.

Ülkelerin daha fazla artan kamu borçları, ödeme gücü riskini doğurur. Ayrıca ödeme gücünün konjonktüre karşı bir politika aracı olarak kullanılmasını kısıtlarken, ülkenin borçlanma maliyetlerini de arttırmaktadır. Nihai olarak artan kamu borçları, ülkenin üretim ve büyüme oranını da azaltabilir (Baldacci vd., 2010: 3). Ekonomi içerisinde azalan üretim ve büyüme oranlarının yanında artan kamu borçları gelecekte elde edilecek birincil fazlalıklarında azalmasına ya da muhtemel açıklara dönüşmesine neden olabilmektedir. Devletin mali sürdürülebilirliği sağlaması için devletin borçlarını temerrütte(default) bırakmadan, zamanlararası bütçe kısıtını karşılaması gerekir. Bunun için ise, gelecekteki birincil fazlalıklarının bugünkü gerçek değeri ve enflasyonla bağlantılı gelirlerin (örn. senyoraj) bugünkü değeri toplamının, devletin başlangıçtaki borçlarının gerçek değerine eşit olması icap etmektedir (Burnside vd., 2003: 1). Neden, finansman maliyetlerindeki güçlüklerin aslında risksiz bir orandan, hızlı şekilde aşırı maliyetli bir orana çıktığını ve neden daha önceden sürdürülebilir olan borç oranlarının aniden sürdürülemez bir hale geldiğini anlamamız, hem ülkelerin geri ödeme gücünü elde etmelerine hem de gelecekteki olası krizlerin önlenmesi açısından tahmin edilmesi önemlidir.(Ghosh vd., 2013: f4).

Tarih boyunca, birçok ülkede ekonomik krizlerin yayılması ya da şiddetlenmesinde, ülke içerisindeki borçların vade, kur ya da faiz oranı bileşenleri açısından kötü yapılandırılmış olması ve şartlı yükümlülüklerin büyük miktarlarda olması veya fonlayamaması önemli rol oynamıştır. Örneğin, krizler genellikle devletin, ülkedeki döviz kuru rejimine ya da ülkenin iç borç ve döviz içerip içermediğine bakılmaksızın, olası maliyet tasarruflarına odaklanmasından ve sonucunda da büyük miktarlardaki kısa vadeli ya da (dalgalı) kısa vadeli borçlanmasından kaynaklanmaktadır. Böyle bir durumda, devlet bütçesi finansal piyasalarda değişen koşullara maruz kalacaktır. Mesela, devlet olurda borçlarını geciktirirse, finansal piyasalarda devletin kredi değeri düşecektir ve bu

durumdan devlet bütçesi etkilenecektir. Ülkelerin döviz cinsinden borçlanması da, ülkeyi belirli riskler altına sokabilir. Örneğin; yatırımcılar tarafından ülkeye döviz cinsinden para aktarılmaz ise bu borçlanma, döviz kuru ya da para politikası üzerinde baskının oluşmasına neden olacaktır. Ülke içerisinde risk yönetiminin azalmasıyla özel sektör için toplam devlet borçları, istikrarsız bir kaynağa dönüşebilir. Bu durumda devlet borçlarının tedbirli yönetilmesi ve devamında da şartlı borçların yönetilmesinde sağlam politikaların uygulanması, ekonomide ortaya çıkacak finansal riskleri ve zararları en aza indirecektir (Gaber vd., 2013: 13).

## 2. Kriz Dönemlerinde Kamu Borçlanmasının Sürdürülebilirliğinin Belirlenmesi Üzerine Analiz

Finansal krizlerin yaygınlaşması ile birlikte yüksek borç seviyesindeki ülkeler için mali sürdürülebilirlik önemli olduğu kadar, sermaye birikiminin yetersiz olduğu gelişen ekonomilerde önemli sorundur. Bu çalışmada 30 gelişen ülke vardır. Ülke listesi eklerde gösterilmektedir. Ülkelerin 2000-2015 dönemindeki 16 dönemlik verileri üzerinden analiz yapılmaktadır.

### 2.1. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği ve Mali Sürdürülebilirlik

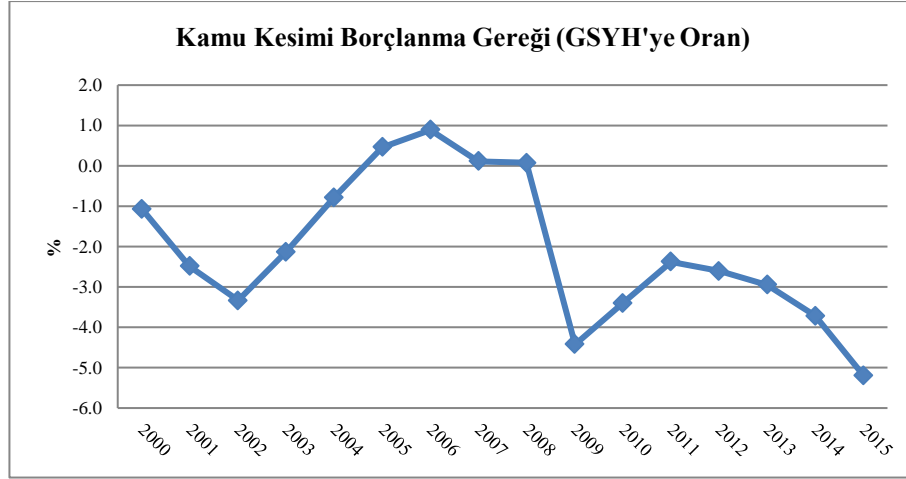
Ülkelerde kamu borçlanmasının sürdürülebilirliği, kamu kesimi borçlanma gereğinin kontrolü ile mümkündür (Cottarelli, 2012). *Kamu kesimi borçlanma gereği* (KKBG), ülkeler arasında bütçe açıklarının karşılaştırılması için oluşturulmuş bir tanımdır (Önder ve Krimanoğlu, 1996: 36). KKBG ya da diğer benzer bir tanımla *kamu kesimi finansman açığı* (KKFA) geniş anlamda devletin gelir ve giderleri arasındaki farkı ifade eder (Özgen, 1999). Kamu kesimi mali fazla verdiği dönemlerde bu tanım *kamu sektörü borç geri ödemesi* halini alır (Önder ve Krimanoğlu, 1996: 36). KKFA'nın finansmanı iç ve dış borçlanma yoluyla gerçekleştirilir (Özgen, 1999). Bu durum şu şekilde de ifade edilebilir:

*Kamu Kesimi Finansman Açığı = Özel Kesim Finansman Fazlasından Borçlanma + Yurt Dışı Finansman Fazlasından Borçlanma*

KKFA genellikle yüksek büyüme hızı ve/veya vergi sistemindeki yetersizlikten ortaya çıkar. Bu duruma ilave olarak, hızlı nüfus artışı, ortanca seçmenin bedavacılığı, yüksek tutulan büyüme hızını devam ettirebilmede tasarrufların yetersizliği, mali disiplinin bulunmayışı, kamu kesiminin büyüklüğü, aşırı istihdam ve sübvansiyon da KKFA'nın meydana gelmesine neden olabilir (Demir vd., 2005: 249). KKFA çoğu gelişmekte olan ülkede enflasyon gibi bazı ekonomik istikrarsızlıkların temel nedenini oluşturur. Ayrıca KKFA'nın finansmanı için borçlanma yoluna başvurulması ülke içerisinde borçların sürdürülemeyeceği riskini arttırabilir. Bu durum ise ülke içerisindeki yatırımcılarda güven kaybına neden olur ve piyasadan sermaye kaçıışı ile sonuçlanır (Lopez-Claros, 2014: 3). KKFA ülkedeki mali dengeyi gösteren makroekonomik göstergelerden biridir (Özgen, 1999).

Analizde kullandığımız 30 ülkeye ilişkin KKBG Şekil 1 deki gibidir. 1997 Doğu Asya krizi, 1998 Rusya krizi, 1999 Brezilya krizi, 2001 Türkiye krizi ve 1998-2002 Arjantin krizi nedeniyle dünyada gelişmekte olan ülkelerin çoğu 2000 yılına istikrarsız bir ekonomi ile girmişlerdir. Şekil 1'de de görüldüğü üzere 2000 yılında KKFA %1 olarak gerçekleşmiştir. Ülkelerde KKBG 2002 yılına kadar devamlı olarak artmış ve açık %3'ü aşmıştır. Maastricht kriterlerine göre bütçe açıklarının sınırı %3'tür. KKBG de bütçe açıklarını yansıtan bir gösterge olduğundan, KKFA'nın %3 aşması ve bunun borçlanma yoluyla sağlanması borçların sürdürülebilirliği riskini arttırmıştır (Lopez-Claros, 2014: 3).



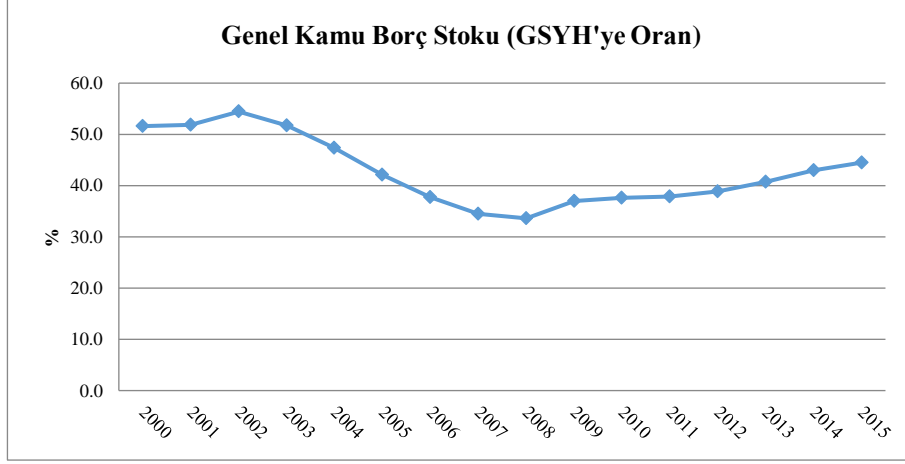
**Grafik 1: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (GSYH'ye Oran)**

Kaynak:IMF, World Economic Outlook

Ancak gelişmekte olan ülkelerde peş peşe gelen krizler sonrası uygulamaya geçirilen mali disiplin ile rezerv varlıklarda artışın sağlanması, döviz cinsinden borçlanmaların sınırlandırılması ve kamu borç stokunun azaltılması hedeflenmiştir (Kutlu ve Demirci, 2011: 129). Mali disiplin ve dünya genelindeki finansal iyileşme sayesinde gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri toparlanmaya başlamıştır. Şekil 1’de 2002 yılından sonra KKBG devamlı olarak azalarak 2004 yılından sonra pozitif bir değer almıştır. Kamu sektörü borç geri ödemesi 2006 yılında zirve yaparak %1’e yaklaşmıştır. FED politikasının dünya piyasasını etkilemesi sonucunda 2006 yılından sonra krizin sinyalleri gelişmekte olan ülkelerde gözükmeğe başlamıştır. Şekil 1’de 2006 yılı sonrası KKBG artmaya başlamış ancak mali sürdürülebilirliğin bozulmaması için ülkeler ekonomilerine müdahalede bulunularak, 2007 yılında KKBG durdurmuştur. Fakat KKBG sadece 2008 yılına kadar sabit kalmış daha sonra yeniden artmaya başlamış ve 2009’da KKFA zirve yaparak %4’ü aşmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan mali disiplin politikası nedeniyle kriz gelişmiş ülkelerde 2007 yılı içerisinde gerçekleşirken, gelişmekte olan ülkelerde ise 2008 yılından sonra etkisini göstermiştir (Kutlu ve Demirci, 2011: 129). KKBG 2002’den 2006’ya kadar devamlı olarak azalırken. 2006’da düşüşe geçerek kriz öncesinde olumlu bir sinyal vermiştir.

## 2.2. Kamu Borç Stoku ve Mali Sürdürülebilirlik

Ülkelerin yüksek kamu borç seviyeleri, ülkenin ödeme gücünü zayıflatırken, borçların konjoktüre karşı bir mali politika aracı olarak kullanılmasını sınırlar ve borçların maliyetini arttırır (Baldacci vd., 2010: 3). Bu nedenle kamu maliyesinin sürdürülebilirliği olumsuz etkilenmektedir. Özellikle büyük çaplı krizlerde kamu finansmanının sürdürülebilirliği imkânsız olabilmektedir. Öyle ki 2007 global kriz sonrası dünya ekonomisinde kamu borç stoku hızla artmış ve İkinci Dünya Savaşı’ndan bu yana en yüksek seviyesine ulaşmıştır (Baldacci vd., 2010: 3). Bu yüzden Avrupa’da ortaya çıkan borç krizinden sonra İrlanda, Yunanistan gibi ülkelerde mali sürdürülebilirlik riski net olarak ortaya çıkmıştır. Analiz kapsamındaki ülkelerin tamamı gelişen ülkelerdir ve küresel likiditenin genişlediği 2007 öncesi dönemde bu ülkeler mali disiplin nedeniyle kamu borç stokunu küçülterek borç krizlerinden kendilerini koruyabilmişlerdir (Yıldırım, 2010). Bundan dolayı gelişmekte olan bazı ülkelerde kamu borçlarında artışlar yaşansa da ekonomideki yükü gelişmiş ülkelerdeki kadar olmamıştır (Baldacci vd., 2010: 3). Krizden önce borç seviyesinin yükselmesi bir kriz göstergesi olarak analizlerde sıklıkla kullanılmaktadır.

**Grafik 2: Genel Kamu Borç Stoku (GSYH'ye Oran)**

Kaynak:IMF, World Economic Outlook

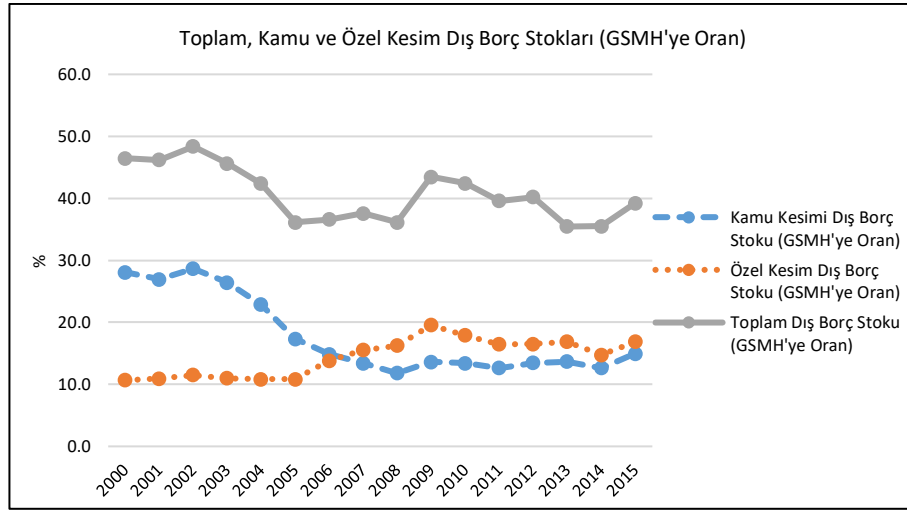
Analiz kapsamındaki 30 ülkenin verileri incelendiğinde 2001-2002 yılları arasında kamu borç stoku devamlı olarak artmıştır. Ancak bu dönem birçok gelişen ülke için kriz dönemi ya da kriz sonrası döneme denk gelmiştir. 2002-2008 dönemleri arasında ise kamu borç stoku sürekli olarak düşmüş ve %35'in altına gerilemiştir. Kamu borç stokundakibu sürekli düşüşün en önemli nedenini, kriz sonrası uygulanan mali disiplin kapsamındaki borç yönetim stratejisi oluşturmaktadır. Kamu borç yönetimi, devletin belirli ekonomik amaçlar doğrultusunda ülkenin borç miktarı ve yapısında yapmış olduğu değişiklikleri ifade eder (Çataloluk, 2009: 248). Gelişen ülkelerde 2000'li yıllardaki kriz sonrası kamu borç stokunun azaltılması ve döviz cinsinden borçlanmanın kısıtlanması gibi borç yönetimine yönelik maliye politikalarının uygulanması sayesinde2002'den sonra kamu borç stokunda düşüş gerçekleşmiştir(Kutlu ve Demirci, 2011: 129). Maastricht kriterlerine göre her ülkenin kamu borçları GSYH'nin %60'ını geçmemelidir. Analizdeki gelişen ülkelerin tamamında görüldüğü üzere 2000-2013 yılları arasında kamu borçlarının GSYH'ye oranı %60'ın altındadır. Düşük seviyede tutulan kamu borç stoku devletin ödeme gücü kabiliyetini artırır ve mali sürdürülebilirlik riskini azaltır. Çünkü mali sürdürülebilirliğin sağlanabilmesi zamanlararası bütçe kısıtının karşılanabilmesi ile mümkündür. Bu durum ise gelecekteki birincil fazlalıklar ve/veya senyoraaj gelirlerinin, başlangıçtaki kamu borç stokuna eşit olması ile gerçekleşir (Burnside vd., 2003: 1). Bu yüzden kamu borç stok seviyesinin düşük olması gelecekte bu koşulun sağlanmasını kolaylaştırır. 2008 sonrası global krizin etkisiyle kamu borç stoku artmıştır. Ülkeler kriz dönemlerinde, makroekonomik yapıda oluşan olumsuz durumu düzeltmek ve yeniden ekonomiye canlandırmak için belirli maliye politikaları uygulamaktadırlar. Bu yüzden borç yönetim stratejisi de bu politikalar doğrultusunda değiştirecektir (Elwell, 2013: 2-3). Bu bakımdan 2008 sonrası borçların artışını genel anlamda ekonomide uygulanan mali politikalar ve mali açıklar oluşturmaktadır. Ayrıca krizin ülke ekonomisi içerisindeki seviyesine göre de kamu borç stoku değişebilmektedir (Gaber vd., 2013: 12).

### 2.3. Toplam Dış Borç Stoku ve Borçlanmanın Sürdürülebilirliği

Gelişen ülkelerin mali kriz olarak karşılaştığı en önemli kriz türü dış borç krizidir. Bu ülkelerdeki yetersiz iç tasarruf ve sermaye, finansman ihtiyacının dış borçlar ile karşılanmasını zorunlu hale getirmektedir (Ülgen, 2005: 21). Ülkeler açısından dış borçlanma; milli geliri arttırmak, istihdamı genişletmek, ödemeler dengesini sürdürmek, fiyat istikrarını devam ettirmek, gelir dağılımını düzenlemek ve bütçe açıklarını finanse etmek gibi amaçlarda kullanılmaktadır (Opuş, 2002: 185). Bunun yanında devlet bazen gelirleri ile borçları ödeyemediğinde, borçlarını yeniden borçlanma ile karşılayabilir (Delice, 2003: 61). Böyle bir durumda devletin borçlarını sürdürülemediği riski artar

(Lopez-Claros, 2014: 3). Kamu borç yönetimi stratejisinde dış borçlar maliye politikası amacıyla aktif olarak kullanılır. Devlet borçlarının mali hedeflere ulaşmak için bir maliye politikası aracı olarak kullanılması literatürde bilinen bir durumdur (Çataloluk, 2009: 248). Ancak dış borçların ekonomide aktif bir şekilde kullanılması belirli riskleri de beraberinde getirir. Her şeyden önce borçlar gelecek nesiller üzerinde bir vergi yükü oluşturur. Bununla birlikte borçların, rekabet gücü yüksek ve döviz girişi sağlayacak alanlara kullanılması gerekir (Opuş, 2002: 186). Aksi takdirde bu durum devletin gelecekte ödeme gücünü zayıflatır ve borçlarının temerrütte bırakmasına neden olabilir. Dış borçlar genellikle döviz cinsindedir. Öyle ki gelecekte bu borçların ödenebilmesi için yeterli miktarda döviz ihtiyacına gerek vardır. Ülkeye, piyasadaki yatırımcılar tarafından döviz aktarılmaz ise bu durum döviz kuru ya da para politikası üzerinde bir baskıya neden olurken borçların sürdürülebilirlik riskini artırır. Borç yönetiminde risk yönetiminin yetersiz gerçekleştirilmesi ülke borçlarını istikrarsız bir kaynağa dönüştürebilir (Gaber vd., 2013: 13). Bu yüzden kamu borç yönetimi, borçları belirli bir risk seviyesinde tutarak, orta ve uzun vadede en düşük maliyetle karşılamaya çalışır (IMF ve WB, 2014: 17). Mali krizlerin ortaya çıkmasında hem kamu kesimi dış borçları hem de özel kesim dış borçları etkili olabilmektedir (Delice, 2003: 61).

**Grafik 3:Toplam, Kamu ve Özel Kesim Dış Borç Stokları (GSMH'ye Oran)**



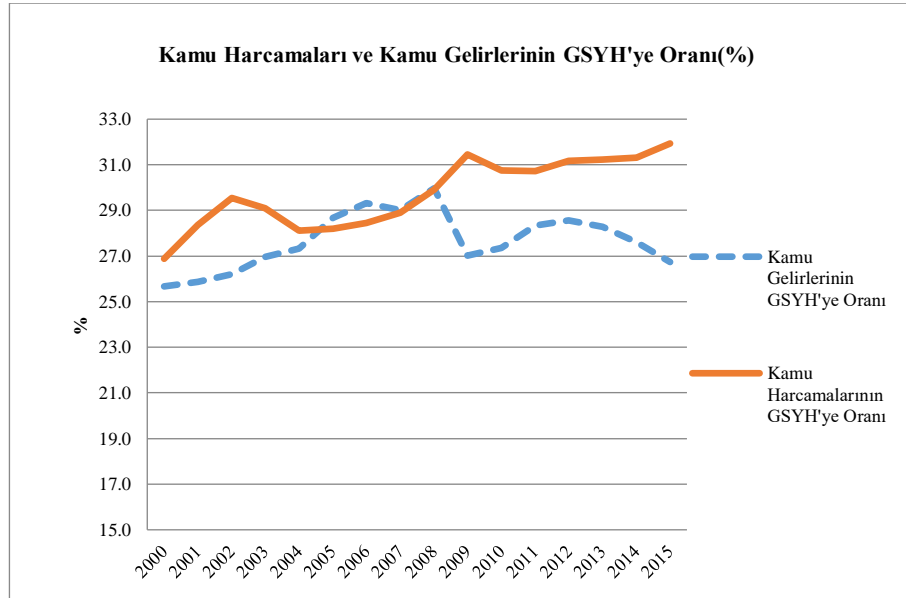
Kaynak: World Bank, World Development Indicators

Analimizde 30 ülkenin dış borç stoku 2000 yılından sonra bir dönem kısmen düşmüş ise de 2000-2002 yılları arasında genel itibariyle bir artış gerçekleştirerek %50'ye yaklaşmıştır. Bu oran 2000-2013 yılları arasındaki en yüksek seviyedir. 2000-2005 yılları arasında toplam dış borç stoku sürekli olarak düşmüş ve %40'ın altına gerilemiştir. Toplam yapıdaki bu düşüşün nedenini ise kamu dış borç stokundaki düşüşler gerçekleştirmiştir. Çünkü yeni milenyumun başlarında, gelişen ülkeler mali disiplin amacıyla döviz cinsinden borçlanmayı sınırlandırma gibi dış borç stoklarını azaltmaya yönelik mali politikalar uygulamışlardır (Kutlu ve Demirci, 2011: 129). Borç yönetiminde izlenen bu yol 2002-2008 yılları arası kamu dış borç stokunu azaltarak %15'in altına indirmiştir. 2005-2007 dönemleri arasında toplam dış borç stoku çok düşük oranlarda artmış genel anlamda 2005-2008 dönem aralığında sabit denilecek düzeyde kalmıştır. Bu dönemler arasında, böyle bir görünüm sergilemesi, küresel piyasadaki likidite hacmindeki artışa bağlı olarak gerçekleşen özel kesim borçlarından kaynaklanmıştır. Bu dönemler arasında kamu dış borç stoku düşerken, özel kesim dış borçları artmıştır. 2008 yılında küresel krizin gelişen ülkelere yansımalarıyla birlikte özel sektör dış borç stokundaki artışa, paralel olarak kamu dış borç stoku da artmıştır. Avrupa'da da özel sektör borçlanma oranları bu dönem içerisinde artmıştır. Kriz sonrası avro bölgesinde kamu borçlarına ve bütçe açıklarına yönelik politikalar uygulanırken özel sektör borcunun göz ardı edilmesi, finansal piyasalarda krize neden olmuş. İrlanda ve İspanya gibi ülkelerin bütçe açıklarının avro bölgesi

oranının altında olmasına rağmen bankacılık krizi nedeniyle bu ülkeler özel sektörün borcunu üstlenerek kamu borcu haline getirmişlerdir (Yavuz vd., 2013: 134-135). Kriz dönemlerinde ülkeler ekonomiyi canlandırma programları ve diğer kurtarma paketleri nedeniyle yüksek seviyede kamu harcaması gerçekleştirirler (Reinhart ve Reinhart, 2009: 5). Bunun yanında cari açığı ve bütçe açığını kapatmak için dış borçlanmayı tercih edebilirler, bu şekilde finansal piyasaların ihtiyaç duyduğu döviz ihtiyacını ve piyasadaki likiditeyi sağlayabilirler (Çataloluk, 2009: 248). 2002-2005 dönemleri arasında analizdeki 30 ülkenin toplam dış borç stoku oranısürekli olarak düşmüş ve bu oran 2005 yılından 2008 yılına kadar yaklaşık aynı seviyede kalmıştır.

#### **2.4. Mali Sürdürülebilirlik Açısından Kamu Harcamaları ve Kamu Gelirleri**

Ülkelerde mali krizleri belirleyen en temel unsur, kamu harcamalarının kamu gelirlerinin üzerine çıkarak bütçe açıklarını arttırmasıdır. Bütçe açığı, devletin gider ve gelirleri arasındaki uyumsuzluğu göstermektedir. Bunun yanında günümüz uygulamalarında daha çok kamu harcamaları üzerinde durulmaktadır (Odabaş ve Bahtiyar, 2010: 162). Kamu harcamaları ekonomidesosyal ihtiyaçların karşılanması, ekonomik istikrarsızlıkların giderilmesi, ekonomik büyümenin sağlanması ve adaletli gelir dağılımının gerçekleştirilmesi amacıyla devlet tarafından sıkça kullanılan bir mali politikadır (Akdemir ve İlgün, 2011: 160). Kamu harcamaları hızlı büyümenin bir aracı olarak kullanılırken, bu doğrultuda kamu istihdam politikalarının ve kamu kesimi finansman açıklarının büyümesi, kamu harcamalarında da artışa neden olmaktadır (Sakal, 2002: 212). Kamu harcamalarındaki artışların finansmanı, vergi ve/veya borçlanma şeklinde gerçekleştirilebilmekte, ancak seçilen finansman şekline göre özel sektör davranışları ya da makroekonomik değişkenler üzerinde etkili olabilmektedir. Öyle ki harcamaların karşılanması için vergilerin tercih edilmesi, özel sektörün kullanılabilir gelirini azaltarak tüketim ve tasarruflarına yönelik davranışlarını etkilerken, borçlanmanın tercih edilmesi, dışlama etkisine neden olabilmektedir (Akdemir ve İlgün, 2011: 197). Gelişen ülkelerde ise kamu harcamalarının finansmanında daha çok borçlanma yolu tercih edilmektedir. Çünkü bu ülkelerde kamu harcamalarına paralel olarak vergilerin arttırılması, ekonomik ve politik baskılar nedeniyle pek mümkün olmamaktadır (Sakal, 2002: 212). Öyle ki vergilerdeki artış ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemekte, bununla birlikte kişiler üzerinde artan vergi yükü toplumda olumsuz tepkilere neden olabilmektedir (Akdemir ve İlgün, 2011: 180). Bu durum ise kamu harcamalarındaki artışın borçlanma yoluyla finanse edilmesini sağlarken ekonomi içerisinde kamu borç stokunun artmasına sebep olmaktadır. Ekonomide oluşacak yüksek borç stoku ve borçların sürdürülebilirliği riskinden dolayı ülkeler birincil fazla oluşturmaya yönelik mali politikalara yönelmektedir (Akdemir ve İlgün, 2011: 178-179). Çünkü mali sürdürülebilirliğin sağlanabilmesi için, borçların temerrütte bırakılmadan zamanlararası bütçe kısıtının karşılanması gerekir. Bu yüzden gelecekteki birincil fazlaların veya senyoraaj gelirlerinin bugünkü gerçek değeri toplamının devletin başlangıçtaki borçlarının gerçek değerine eşit olması gerekmektedir (Burnside vd., 2003: 1). Gelecekte borçların sürdürülebilirliğini sağlamak isteyen ülkeler, faiz dışı fazla hedefini tutturabilmek amacıyla kamu harcamalarını daraltıcı ve/veya gelir arttırıcı politikaları uygulamaya koymaktadır (Akdemir ve İlgün, 2011: 178-179). Krizlerden önce ülkelerin kamu gelirlerinin GSYH içerisindeki payı azalırken kamu harcamalarının GSYH içerisindeki payı artmaktadır. Bu gelişme ise kriz tahminlerinin en temel göstergesidir.

**Grafik 4: Kamu Harcamaları ve Kamu Gelirlerinin GSYH'ye Oranı**

Kaynak:IMF, World Economic Outlook

Analiz kapsamındaki ülkelerde 2000-2002 arası dönemlerde kamu harcamaları artarak %29.5 seviyesine ulaşmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde 1990'nun ikinci yarısından itibaren ortaya çıkan krizler sonucunda artan bu harcamalar, gerçekleştirilen mali disiplin politikaları sayesinde 2002'den sonra yeniden düşmüş ve 2004 yılına kadar bu düşüşler devam etmiştir. Aynı şekilde mali disiplin sayesinde kamu gelirleri de 2000-2006 yılları sürekli olarak artmış ve %29.3 seviyesine ulaşmıştır (Yıldırım, 2010). Ekonomideki bu olumlu gelişmelerden dolayı 2004-2005 yılları arasında kamu gelirleri, kamu giderlerinin üzerine çıkmış ve 2008 yılına kadar gelir fazlası oluşmuştur. Ancak kamu harcamalarının 2004 yılı sonrası artarak artması, kamu harcamaları ve gelirleri arasındaki olumlu farkın ilerleyen dönemlerde yeniden azalmasına neden olmuştur. Öyle ki 2006 yılında kamu harcamaları ve gelirleri arasındaki olumlu fark zirve yaparak %0.9 seviyesine ulaşmış iken bu fark 2006-2007 arası özellikle kamu gelirlerinde düşüle beraber bu oran %0.1 seviyesine düşmüştür. 2000'li yılların ilk yarısında dünya ekonomisinde küresel çapta bir likidite fazlası oluşmuştur. Bu likidite fazlalığının oluşmasında gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları ile egemen ülke fonları da bulunmuştur (Kutlu ve Demirci, 2011: 122,123). Bu yüzden 2004 sonrası kamu harcamalarındaki artışın bir nedeni olarak bu durumu gösterebiliriz. 2004-2008 arasında genel itibariyle kamu gelirleri, 2007'deki düşüşe rağmen kamu harcamalarının üzerinde sürdürülmüştür. Mali sürdürülebilirliği sağlamak amacıyla 2007 yılında kamu gelirleri, kamu harcamalarına paralel düzeyde artmış ve 2008 yılında aralarındaki oran %0.1 düzeyinde kamıştır. Mali sürdürülebilirlik, bir hükümetin kamu giderlerini, kamu gelirlerinin dışına çıkmayacak biçimde korumasıdır. Bu basit tanıma göre sürdürülebilirlik, verginin seviyesi, harcamaların seviyesi ve bu ikisi arasındaki farkın (açık) ölçülmesiyle mümkündür. Bu amaçla birçok ülke, Maastricht kriterlerinden biri olan bütçe açıklarının GSYH'nin %3'nü aşmamasını amaçlamaktadır (Bird, 2003: 15). 2008 yılında gelişen ülkelerde küresel krizin etkisinin gözükmesiyle beraber kamu gelirlerindeki artış durmuş ve 2008-2009 dönemi arası düşerek %30'dan %27'ye gerilemiştir. Kamu harcamaları ise daha fazla artmış ve 2004'te %28.1 iken 2009 yılında %31.5 seviyesine ulaşmıştır. 2009 yılında kamu harcamaları ve gelirleri arasındaki açık %4.5 olarak gerçekleşmiştir. Öyle ki krizin ekonomiye etkisi yüzünden devlet gelirleri düşmüş ve bir dereceye kadar yapılan olağanüstü mali canlandırma ile finans sektörüne yönelik tedbirler kamu harcamalarının artmasına neden olmuştur (Baldacci vd., 2010: 3). Bu nedenle kamu harcamalarının 2004 sonrası düşmesi ve ilerleyen dönemlerde gelirlerdeki artış oranının azalması, krizlerin tahmininde kamu harcamaları ve gelirlerinin gösterge olarak iyi bir sonuç vereceğini göstermektedir.

## SONUÇ

Gelişen ülkeler 2000'li yılların başında uygulamaya koydukları mali disiplin sayesinde, 2007 küresel krizin etkisini ilk aşamada azaltmışlar ancak 2008 yılında bu ülkelerin çoğu da ekonomik bunalım içerisine girmiştir. Bununla birlikte küresel kriz Avrupa'da borç krizinin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Krizlerin ülke piyasalarında oluşturduğu kırılganlık ve küresel çapta gerçekleştirdiği durgunluk bütün dünya ekonomilerini derinden sarsmıştır. Bu durum sonucunda krizlerin önceden önlenbilmesine ilişkin konular yeniden gündeme gelmiştir. Bu amaçla yapılan çalışmada, gelişmekte olan ülkeler için mali sürdürülebilirlik ve kamu borçlanması ile ilgili göstergeler üzerinden analiz yapılmıştır.

2000-2015 yılları arasında 30 ülkenin 16 yıllık göstergeler, krizden önce ve krizden sonraki değişimlerin analizini mümkün kılmaktadır. Kamu Borçlanması gereği verileri ülkelerin krizden önce olumlu seyir gösterirken, 2008'den sonraki dönemde bozulma göstermektedir. Kamu borç stoku ise, 2008'den önce tarihi olarak en düşük seviyelere düşmüşken, sonrasında yeniden bir yükselme belirtileri göstermektedir. Ülkelerin dış borç stokları ise kamu kesimi açısından değişmezken, 2006 yılından itibaren özel kesim borçlarının dış borç içindeki ağırlıkları artmaktadır. Bu durum gelişen ve düşük gelirli ülkeler açısından yeniden özel kesim kaynaklı bir dış borçlanma sorununun göstermesi açısından önemlidir (Culpeper ve Kappagoda, 2016). Ülkelerde dikkat çekici bir gelişme de, kamu harcamalarının GSYH içindeki payı artarken, vergi gelirlerinin payının azalma trendinde olmasıdır.

Sonuç olarak, gelişen ve az gelişmiş nitelikteki 30 ülkenin verileri 2008 sonrasında kamu borçlanmasının sürdürülebilirliğinde olumsuz gelişmelerin işaretlerinin ortaya çıktığını göstermektedir. Ülkeler açısından kamu borçlanma gereğinin artması ve özel kesim dış borçlanma etkisinin yükselmesi ekonomilerde küresel finansal krizin etkisinin kamu borçlanması açısından bu yönde etkilerinin ortaya çıktığını göstermektedir.

## KAYNAKÇA

- Akçay, B. (2012), "Yunanistan Ekonomisinde Devlet Borç Krizi-Cari Açık İlişkisi", *Maliye Dergisi*, (163): 15-35.
- Akdemir, T. ve M.F. İlgün (2011), "Kamu Borçlanması Sınırlamalarının Kamu Harcamalarının Bileşimi Üzerine Etkileri: Avrupa Birliği Ülkelerine Yönelik Ampirik Bir Değerlendirme", *Maliye Dergisi*, (160): 177-203.
- Akyüz, Y.(2007), "Debt Sustainability in Emerging Markets: A Critical Appraisal", *United Nations DESA Working Papers*, (61): 1-24.
- Alvarado, C.D., A. Izquierdo, ve U. Panizza (2004), "Fiscal Sustainability in Emerging Market Countries with an Application to Ecuador", *Inter-American Development Bank, Research Department, Working Paper*,(511): 1-45.
- Balassone, F. ve D. Franco (2000), "Assessing Fiscal Sustainability: A Review of Methods with a View to EMU", in Banca d'Italia, (Akt. Krejdl, A., 2006).
- Baldacci, E., S.Gupta, ve C. Mulas-Granados, (2010), "Restoring Debt Sustainability After Crises: Implications for the Fiscal Mix". *IMF Working Paper*, 10(232): 1-35.
- Bird, R.M. (2003), "Fiscal Flows, Fiscal Balance, and Fiscal Sustainability", *Georgia State University Andrew Young School of Policy Studies, International Studies Program, Working Paper*,(03-02): 1-25.



- Blanchard, O., J.C. Chouraqui,R.P. Hagemann, ve N. Sartor (1990), "The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to An Old Question", *OECD Economies Studies*, (15): 1-36.
- Burnside, C., M. Eichenbaum ve S. Rebelo (2003), "Currency Crises and Fiscal Sustainability", *Kellogg School of Management at Northwestern University Working Paper*, July 2003, 1-28.
- Buiter, W. H. (1985), "Guide to Public Sector Debt and Deficits", *Economic Policy: A European Forum 1*, (Akt. Krejdl, A., 2006).
- Culpeper, R. veN. Kappagoda(2016),"The new face of developing country debt",*Third World Quarterly*, 37(6), 951-974.
- Cottarelli, C.(2012), "Fiscal Outlook and Fiscal Sustainability Risks", *FSR Financial*, (17).
- Çataloluk, C. (2009), "Kamu Borçlanması, Gerçekleşme Biçimi ve Makro Ekonomik Etkileri (Teorik Bir Yaklaşım, Türkiye Örneği)", *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*,12(21): 240-258.
- Delice, G.(2003), "Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif", *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (20): 57-81.
- Demir, M., S. Çevik ve K. Beşer(2005), "Kamu Kesimi Finansman Açıklarının Ekonomik Etkileri: Türkiye Üzerine Bir İnceleme", *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 20(1): 247-267.
- Elwell, C.K. (2013), "Economic Recovery: Sustaining U.S. Economic Growth in a Post-Crisis Economy", *Congressional Research Service*, Washington DC. (<https://fas.org/sgp/crs/misc/R41332.pdf>)
- Flood, Robert ve Peter Garber (1984), "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples",*Journal of International Economics*, 17, 1-13, (Akt. Burnside, C., M. Eichenbaum ve S. Rebelo, 2003).
- Gaber S., I. Gruevski ve V. Gaber (2013), "Public Debt Management, Public Finance and Regulation", *Perspective of Innovations, Economic and Business*, 13(2): 12-18.
- Ghosh, A.R., J.I. Kim, E.G.Mendoza, J.D. Ostry ve M.S. Qureshi(2011), "Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies", *NBER Working Papers*,(16782): 1-49.
- Ghosh, A.R., , J.I.Kim, E.G.Mendoza, J.D. Ostry ve M.S. Qureshi (2013), "Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies", *The Economic Journal, Royal Economic Society*, 0: F4-F30.
- Horne, J.(1991), "Indicators of Fiscal Sustainability", *IMF Working Paper*, 91(5): 1-27.
- IMF ve WB. (2014), "Revised Guidelines for Public Debt Management", *IMF Policy Paper*, (Mart 2014). [www.imf.org](http://www.imf.org) 02.01.2015.
- Krejdl, A. (2006), "Fiscal Sustainability – Definition, Indicators and Assessment of Czech Public Finance Sustainability",*Czech National Bank Working Paper Series 3*.
- Krugman, P. (1979), "A Model of Balance-of-Payments Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3): 311-325.
- Krugman, P. (1999), "Balance Sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises", *International Tax and Public Finance*, 6(4): 459-472.
- Kutlu, H.A. ve N.S. Demirci (2011), "Küresel Finansal Krizi (2007-?) Ortaya Çıkaran Nedenler, Krizin Etkileri, Krizden Kısmi Çıkış ve Mevcut Durum", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (52): 121-136.

- Lim, J.J. ve G. Minne(2014), "Learning From Financial Crises", *World Bank Policy Research Working Paper*, (6838): 1-43.
- Lindert, P.H. ve P.J.Morton (1989), "How Sovereign Debt Has Worked", *Developing Country Debt and Economic Performance, Volume1: The International Financial System*, Editör: J.D. Sachs, National Bureau of Economic Research, s. 39-106.
- Lopez-Claros, A. (2014), "Fiscal Challenges after Global Financial Crisis", *World Bank Policy Research Working Paper*, (6805): 1-33.
- Mishkin, F.S.(1996), "Understanding Financial Crises: A Developing Country Respective", *NBER Working Papers*,(5600): 1-49.
- Odabaş, H. ve E. Bahtiyar (2010), "Küresel Kriz Bağlamında AB Üye Ülkeleri Bütçe Açıkları: Genel Bir Değerlendirme", *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(1): 161-167.
- Opuş, S. (2002), "Dış Borçlanmanın Sınırı ve Türkiye", *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (19): 183-206.
- Önder, İ. ve H. Kirmanoğlu(1996), "Kamu Açıklarının Tanımlanması, Ölçülmesi ve Etkileri", *Kamu Kesimi Finansman Açıkları, X. Türkiye Maliye Sempozyumu*, 14-18 Mayıs 1994, Antalya, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Yayın, (554): 33-59.
- Özgen, F.B. (1999), "Türkiye'de İç Borç Sorunu ve İç Borçların Sınırlandırılması", *Yeni Türkiye Dergisi, Türk Ekonomisi Özel Sayısı*, 5(27): 353-373.
- Reinhart, C. ve V. Reinhart(2009), "Fiscal Stimulus for Debt Intolerant Countries?", *MPRA Paper*,(16937): 1-10.
- Reinhart, C.M. ve K.S.Rogoff (2013). "Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten", *IMF Working Paper*, 13(266): 1-20.
- Sakal, M. (2002), "Gelişmekte Olan Ülkelerde Mali Disiplin Arayışı ve Borçlanma Sorunu", *Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi Yönetim ve Ekonomi*, 9 (1-2): 211-236.
- Şen, H., İ. Sağbaş ve A. Keskin(2010), "Türkiye'de Mali Sürdürülebilirliğin Analizi: 1975-2007", *Maliye Dergisi*, (158): 103-123.
- Uygur E.(2001), "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri". *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, <http://www.tek.org.tr/dosyalar/KRIZ-2000-20013.pdf>, 02.11.2014.
- Ülgen, G. (2005), "Türkiye'de Dış Borcun Sürdürülebilirliği", *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*,20(1): 19-34.
- Yavuz, A., C. Şataf ve S.G. Kır (2013), "Avrupa'da Borç Krizi ve Çözüm Arayışları", *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*,15(2): 131-154.
- Yıldırım, M.(2010), "Küresel Mali Krizde Kurtarma Operasyonlarının Vergi Politikasına Etkileri: Krizin Finansmanında Ahlaki Riziko ve Devletin Rolü", *Kriz Ortamında Vergi Politikalarının Değerlendirilmesi*, 25. Türkiye Maliye Sempozyumu, 2010, Ankara, s. 265-286.
- Yılmaz, B.E. (2013), *Küresel Krizin Avrupa'da Borç Çıkmazına Dönüşümü*, 1.Baskı, Derin Yayınları, İstanbul.

## SON NOTLAR:



1. Bu çalışmada kullanılan literatür, veriler ve analizlerde, Doç.Dr.Mustafa Yıldırım danışmanlığında Arş. Gör. İlyas Özkök tarafından hazırlanan “*Mali Krizlerde Kamu Kesiminin Risklerinin Belirlenmesinde Mali Gerilim(Stress) Göstergelerinin Rolü*” başlıklı YL tezinden yararlanılmıştır.
2. Yapılan analizlere 2013 yılı sonrasındaki istatistikler veri setine ilave edilmiştir.

## EKLER

### EK 1-Örnekleme Özellikleri

Ülkeler	Zaman Aralığı	Dönem Sayısı
Arjantin	2000-2015	16
Bangladeş	2000-2015	16
Brezilya	2000-2015	16
Bulgaristan	2000-2015	16
Cezayir	2000-2015	16
Çin	2000-2015	16
Fas	2000-2015	16
Filipinler	2000-2015	16
Güney Afrika	2000-2015	16
Hırvatistan	2000-2015	16
Hindistan	2000-2015	16
Endonezya	2000-2015	16
İran	2000-2015	16
Kazakistan	2000-2015	16
Kolombiya	2000-2015	16
Macaristan	2000-2015	16
Malezya	2000-2015	16
Meksika	2000-2015	16
Mısır	2000-2015	16
Nijerya	2000-2015	16
Pakistan	2000-2015	16
Polonya	2000-2015	16
Romanya	2000-2015	16
Rusya	2000-2015	16
Suudi Arabistan	2000-2015	16
Şili	2000-2015	16
Tayland	2000-2015	16
Türkiye	2000-2015	16
Ukrayna	2000-2015	16
Venezüella	2000-2015	16