

Kamu Borçlanmasının Sürdürülebilirliğinin Analizi: G7 Ülkelerine İlişkin Bir Çalışma

Seher Baş¹ Birol Kovancılar²

Özet

Önemli bir maliye politikası aracı olan borçlanma, son yıllarda sıkça başvurulan bir finansman yöntemi haline gelmiştir. Borçlanmanın yarattığı sorunlar geçmişte her ne kadar gelişmekte olan ülkelere ve yoksul ülkelere has kronik bir durum olarak görülse de geçtiğimiz on yılda Avrupa ülkelerinde yaşanan borç krizleri ile gelişmiş ülkelerde kamu borçlanmasının sınırları ve sürdürülebilirliği sorununa çözüm arayışları ekonomi literatüründe yer almaya başlamıştır. Bu çalışma ile G7 ülkelerinde hızla artan kamu borçlanmasının sürdürülebilirlik sorununun rasyo analiz yöntemleri ile incelenmesi amaçlanmaktadır.

Anahtar Kelimeler:

JEL Kodları:

Abstract

Borrowing as an important fiscal policy tool has become an often used financing method in recent years. Although problems created by borrowing were considered to be chronic conditions particular to developing and poor countries, the search for solutions to the limits and sustainability of public debt in developed countries has began take part in the economics literature in the last decade following the debt crises in European countries. This study aims to analyze the sustainability of the rapidly rising public debt in G7 countries with ratio analysis method.

Keywords: Public Debt, Sustainability, Solvency, G7 countries.

JEL Codes:

¹Corresponding Author, Celal Bayar Üniversitesi, İİBF Maliye Bölümü, seher.bas@cbu.edu.tr

²Celal Bayar Üniversitesi, İİBF Maliye Bölümü, birol.kovancilar@cbu.edu.tr

1. Giriş

Gelişmiş ülkeler dünya gelirinden aldıkları kendi paylarıyla orantılı olarak yüksek ağırlıkları (riskleri) taşımaktadırlar. Geçmişte gelişmekte olan ülkeler için yazılan reçeteler bugün gelişmiş ülkeler için söz konusu olmaktadır. Yaşlanan bir toplum, genişleyen sosyal refah devleti ve durgun nüfus artışı en iyi şartlarda bile oldukça zor bir durum yaratmaktadır. Gelişmiş Avrupa ülkelerinde zaten var olan bu yük Global Finans Krizi'nin yarattığı kamu borcundaki büyük artış ile birleşerek Euro alanındaki çoğu ülkeyi kamu borç krizine sürüklemiştir (Reinhart ve Rogoff, 2013: 3-6; ECB, 2012: 55).

Küresel krizden bu yana kamu borcu gelişmiş ekonomilerde amortisör görevi görmüştür. Kamu borcu ekonominin kötü olduğu dönemlerde yükselmesine rağmen iyi dönemlerinde azalma göstermemiştir (Cottarelli and Schaechter, 2010: 5,7). Hükümetlerin krizin yarattığı olumsuz etkileri ortadan kaldırmaya yönelik gerçekleştirdikleri müdahaleler kamu borcunun hızla yükselmesine sürdürülemez hale gelmesine yol açmıştır. Sonuçta, Global Finansal Kriz, tıpkı bir virüsün evrim geçirmesi gibi kamu borç krizine dönüşmüştür.

Reinhart ve Rogoff (2013), takip edilebileceği gibi, G7 ekonomilerinin içinde bulunduğu yüksek borçlanma durumu gelişmiş ekonomilerin finansal krizlere karşı savunmasız olmadıklarına olan inancı kökünden sarsmıştır. Gelişmiş ekonomilerde bir kriz meydana gelse bile konjoktüre karşı mali politikaları uygulama yetenekleri sayesinde gelişmekte olan ekonomilerden krizi çok daha iyi yönetebileceği inancı hâkimdir. Dolayısıyla gelişmiş ülkelerin, borcu yeniden yapılandırma, yüksek enflasyon, sermaye kontrolleri ve önemli mali baskının da dahil olduğu gelişmekte olan piyasalar tarafından kullanılan standart araçları uygulamalarına gerek görülmemektedir.

Borç sürdürülebilirliği analizi kendisi gibi, sonuçlarının da dikkatli bir şekilde yorumlanmasını gerektirir. Dahası, borç sürdürülebilirlik değerlendirmeleri de borcun sürdürülebilirliği üzerinde doğrudan bir etkiye sahiptir. Finansal piyasalar tarafından olumsuz sürdürülebilirlik değerlendirmelerine dayalı devlet tahvili getirilerindeki artışlar kamu borcunun refinansman maliyetleri ve artan borç sürdürülebilirlik riskleri kısır bir döngü yaratabilir. Euro bölgesinde yaşanan son gelişmelerin gösterdiği gibi, bankaların bilançoları üzerinde negatif etkileye sahip kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan olumsuz borç sürdürülebilirlik değerlendirmesi finansal sistemde risk algılamasını değiştirerek kredi veren kurumların kredi standartlarını sıkılaştırmasına neden olarak daha fazla ana sermayeyi ihtiyacından dolayı negatif spiral hızlandırabilir. Bankaların fonlama koşulları ve özel sektör borçlanma maliyetleri aracılığıyla beslenen kamu borcu getirilerinin artması önce özel yatırımların ardından da ekonomik büyüme üzerinde yük oluşturmaktadır (ECB, 2012: 55-56).

Finansal istikrarsızlık ve düşük büyüme ortamında kamu borcunun hızla birikmesi kamu borç sürdürülebilirliğini değerlendirmenin gereğini artırmıştır. Analizimizde kullanılacak kriterlerin tanıtılmasının ardından G7 ülkelerinin genel borç durumlarının incelenmesinin ardından İtalya'nın kamu borcu sürdürülebilirliğine ilişkin analizine yer verilecektir.

2. Rasyo Analiz Yöntemi ile Borçların Sürdürülebilirliğinin Ölçümünde Yöntem

Rasyo analizi yöntemi ile borcun sürdürülebilirliğini ölçebilmek için belli rasyolar için kritik değerler belirlenmekte ve bu kritik değerlerin aşılması durumunda ülkenin borçlarının sürdürülebilirliğinin tehlikeye girdiği varsayılmaktadır (Bayraktar, 2010: 98,99). Bu çalışmada kritik değer olarak Maastricht anlaşması yaklaşma kriterleri ve IMF tarafından kullanılan borç sürdürülebilirliğine ilişkin rasyolara yer verilecektir.

2.1. Ölçütlerin Tanıtımı

-Maastricht anlaşması yakınlaşma kriterleri

1993 yılında yürürlüğe giren Maastricht anlaşması gereğince üye ülkelerin Ekonomik ve Parasal Birliğe (Euro Alanına) dahil olabilmeleri için enflasyon, faiz oranı, bütçe, kamu borcu ve döviz kuru ile ilgili Maastricht kriterlerini yerine getirmeleri gerekmektedir. Çalışmada Maastricht Anlaşması yakınlaşma kriterlerinden “bütçe” ve “kamu borcu” ile ilgili kriterler eşik değer olarak kullanılacaktır. Bu kriterler;

- Üye ülke devlet borçlarının GSYH’sına oranı yüzde 60’ı geçmemelidir.
- Üye ülke bütçe açığının GSYH’sına oranı yüzde 3’ü geçmemelidir.

-IMF Kamu Borç Sürdürülebilirlik Analizi Ölçütleri

2013 yılında Pazar-Erişim Ülkeleri için Kamu Borç Sürdürülebilirlik Analizi ve Personel Rehberlik Notu hazırlanmıştır. Bu çalışma sürdürülebilirlik analizinde kullandığımız rasyolar için temel oluşturmaktadır. 2013 yılında IMF tarafından hazırlanan notta ülkeler *yüksek inceleme ve düşük inceleme* altındaki ülkeler olarak iki gruba ayrılarak gelişmiş ekonomiler³ ve yükselen piyasa ekonomileri için ayrı ölçütler belirlenmiştir.

Şekil 1’de gösterildiği gibi mevcut ya da öngörülen Kamu Borcu/GSYH oranı gelişmiş ekonomilerde yüzde 60’ı aşıyorsa, kamunun brüt finansman ihtiyacı/GSYH yüzde 15’i aşıyorsa ve ülkenin finansman kaynağı arıyorsa ya da şuanda istisnai bir finansman kaynağına erişimi varsa ülkenin “yüksek incelemedeki ülke” ülke kategorisinde olduğu varsayılmaktadır. Tüm G7 ülkelerinde Kamu borcu/GSYH oranı yüzde 60’ı geçtiği gözlenmektedir. Brüt finansman ihtiyacı en yüksek olan ülke yüzde 55,8 ile Japonya’dır. Fransa’nın yüzde 8.8 iken onun dışındaki diğer ekonomilerin ise yüzde 14 ve üzerindedir.

Yüksek incelemedeki ülkelerde Kamu Borcu/GSYH yüzde 33-237 arasında değişirken Brüt Finansman İhtiyacı/GSYH yüzde 6-59 arasında değişmektedir. Yüksek inceleme kategorisinde yer alan ülkelere daha çeşitli ve ayrıntılı borç sürdürülebilirlik analizleri yapılmaktadır.

Şekil 1: Risk Temelli Yaklaşım



Kaynak: IMF, (2013), Staff Guidance Note For Public Debt Sustainability Analysis In Market-Access Countries.

³ Ülkelerin yükselen piyasa ekonomisi ya da gelişmiş ekonomi ayrımı IMF (2013)’nin GSYH büyüklükleri dikkate alınarak hazırladığı “WEO, Hopes, Realities, Risks”e dayanmaktadır. Bu Outlook göre G7 ülkeleri Majör gelişmiş ülke kategorisinde yer almaktadır.

Özellikle yükselen piyasa ekonomilerinde, daha yüksek borç yükü seviyesine sahip ülkelere kıyasla önerilenden düşük borç yükü seviyelerinde sahip ülkeler borç problemleri ile karşılaşırken, bazı ülkeler ise belirlenen ölçütlerin çok daha altında borç yükü göstergelerine sahip olmalarına rağmen yüksek incelemedeki bir ülke gibi davranabilmektedir. Bu sebeple ülkelerin bireysel koşullarının aynı olmaması ve yapısal faktörlerin etkisi bu analizin sonuçları açısından göz ardı edilmemelidir.

Tablo 1’de borç yükü ölçütü yer almaktadır. Yükselen piyasa ekonomileri ve Gelişmiş ekonomiler için ayrı eşik değerler kullanılmaktadır. Gelişmiş ekonomiler için Borç/GSYH oranının yüzde 85’i ve Brüt finansal ihtiyaçlar/GSYH oranı yüzde 20’yi aşması durumunda kamu borcu sürdürülebilirliğin tehlikeye girdiyi varsayılmaktadır. Kaminsky vd. (1998) tarafından geliştirilen sinyal yaklaşımı *borç yükü ölçütü* ve *borç profili göstergeleri* için kullanılan “kriterleri” belirlemede esas alınmıştır (IMF, 2013: 44).

Tablo 1: Borç Yükü Ölçütü

	Borç/GSYH	Brüt Finansal İhtiyaçlar/GSYH
Yükselen Piyasa Ekonomileri	70	15
Gelişmiş Ekonomiler	85	20

Kaynak: IMF, (2013), Staff Guidance Note For Public Debt Sustainability Analysis In Market-Access Countries.

Tablo 2’de ise borç profili göstergeleri yer almaktadır. Bu göstergelerin değerlendirmesinde renkler önem arz etmektedir. Bildirilen riskler, yüksek risk (kırmızı renk ile), orta risk (sarı renk ile) yeşil renk ise düşük risk ile belirtilir.

Tablo 2: Borç Profili Risk Göstergeleri Gelişmiş Ülkeler için Risk Değerlendirmesi

Borc Profili Göstergeleri	Düşük Risk ¹	Orta Risk ²	Yüksek Risk ³
Tahvil spread	400’ün altında	400-600	600 üstünde
Dış finansman İhtiyacı (GSYH, %)	17’nin altında	17-25	25 üstünde
Kısa vadeli kamu borcundaki değişim	1.0’ın altında	1.0-1.5	1.5 üstünde
Yurt dışı yerleşikler tarafından tutulan	30’un altında	30-45	45 üstünde

Kaynak: IMF, (2013), Staff Guidance Note For Public Debt Sustainability Analysis In Market-AccessCountries.

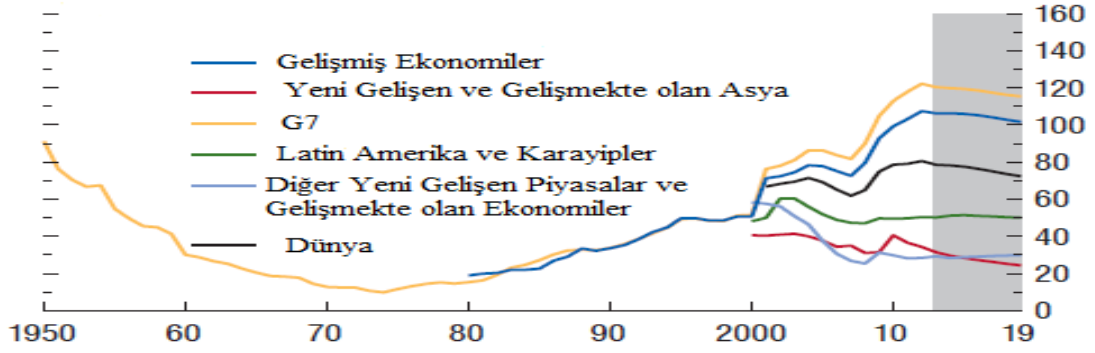
1/ Düşük risk sütunu yeşil renk ile gösterilmektedir. 2/ Orta risk sütunu sarı renk ile gösterilmektedir.

3/Yüksek risk sütunu kırmızı renk ile gösterilmektedir.

3. G7 Ülkelerinde Kamu Borcu/GSYH Seviyesi

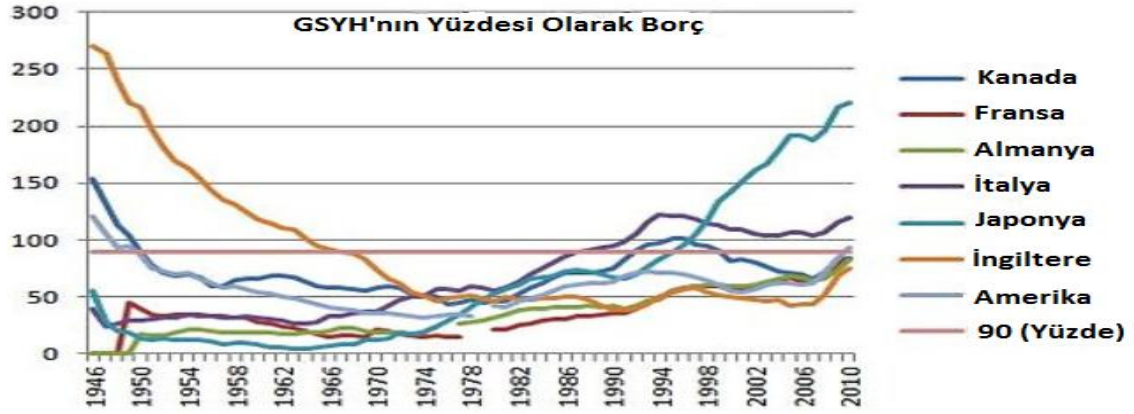
Şekil 2’te çeşitli kategorilerdeki ülke gruplarının 1950-2019 yılları arasındaki kamu borcu oranlarına yer verilmektedir. Kamu borcu oranı G7 ülkelerinde 1980’lerden beri artmaktadır. İkinci dünya savaşından sonraki 1950 ve 1960’lar süresince kamu borcu savaşı kazanan ülkelerdeki güçlü büyüme ile hızla azaldı (ve savaşı kaybeden ülkelerdeki enflasyon nedeniyle kamu borcu eridi). 1974’te GSYH’nın kamu borcuna oranı yüzde 35’di. 2007 yılına gelindiğinde krizin başında ortalama kamu borcu GSYH’nın yüzde 80’ine ulaştı. G7 ülkeleri 2008 küresel finans krizine tarihi seviyelerdeki bir borç oranı ile girdi. Krizin sonucunda üretimdeki düşüşün yanı sıra gelir kayıplarının büyük oranda yansımaları ile kamu borcu 2010 yılının sonunda yaklaşık GSYH’nın 110’una ulaşmıştır (Cottarelli and Schaechter, 2010: 5,7).

Şekil 2: Kamu Borcu/GSYH



Kaynak: IMF staff estimates akt. World Economic Outlook, April 2014
G7 = Yedililer Grubu (Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, İngiltere ve Amerika).

Şekil 3: Borç/GSYH (1946-2010)



Kaynak: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/12/26/debt-and-growth-in-the-g7/>

Şekil 3'te G7 ülkelerinin 1946-2010 yılları arasında kamu borcu oranındaki değişimi göstermektedir. Sadece 1968-1986 yılları arasında kamu borcu yüzde 90 seviyesinin altında kalmıştır. 1986 yılından itibaren İtalya'nın 1994 yılından beri de Japonya'nın kamu borcu seviyesinin yüzde 90'ın üzerinde seyrettiği gözlenmektedir.

Tablo 3: Toplam Kamu Borcu, 2011-2020 (GSYH'nin Yüzdesi)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Kanada	85.3	87.9	87.7	86.5	87.0	85.0	83.1	81.5	80.1	78.7
Fransa	85.0	89.2	92.4	95.1	97.0	98.1	97.9	96.9	94.9	92.1
Almanya	77.6	79.0	76.9	73.1	69.5	66.6	64.1	61.6	59.2	56.9
İtalya	116.4	123.2	128.6	132.1	133.8	132.9	131.1	128.7	125.7	122.4
Japonya	229.8	236.8	242.6	246.4	246.1	247.0	248.6	249.5	250.7	251.6
İngiltere	81.8	85.8	87.3	89.5	91.1	91.7	90.7	88.9	86.1	83.2
ABD	99.1	102.4	103.4	104.8	105.1	104.9	104.3	103.6	103.9	104.3

Kaynak: IMF, Fiscal Monitor, 2015

2011 yılı sonrası verileri incelediğimizde ise, kamu borcu seviyesinin G7 ekonomilerinin tamamında oldukça yüksek olduğu ve hem Maastricht anlaşması kamu borcu kriterinin (yüzde 60) ve IMF (yüzde 85) borç yükü kriterinin aşıldığı gözlenmektedir. G7 ülkelerinden en yüksek borç seviyesi yaklaşık yüzde 250 ile Japonya'ya aittir. Japonya'yı İtalya, ABD, Fransa, İngiltere, Kanada ve Almanya takip etmektedir.

4. G7 Ülkelerinin Dış Borç Eğilimi

Dış borç ekonominin genel kırılma eğilimini gösteren önemli bir göstergesidir. İç borçlanmaya kıyasla bir çok olumsuzluk taşımaktadır. Dış borçlanma ile hükümetler daha yüksek faiz oranları ile yabancı para cinsinden borçlanarak bütçe üzerinde daha büyük bir yük oluşturmaktadır. Önemli bir avantaja sahip olan G7 ülkeleri tamamının yerli para cinsinden borçlanmaktadır. Böylece hükümetler kur dalgalanması riskini ortadan kaldırmaktadırlar.

İç borçlanmada hükümetler regülasyonlarla yerel emeklilik fonlarını ve sigorta şirketlerini çok daha düşük getirilerle borçlanmaya zorlayabilir. İç borç aynı zamanda enflasyon aracılığıyla da azaltılabilmektedir (Reinhart ve Rogoff, 2013:7-8).

Tablo 4: G7 Ülkeleri Dış Borç Stoku, 2006-2013 (Milyar Dolar)

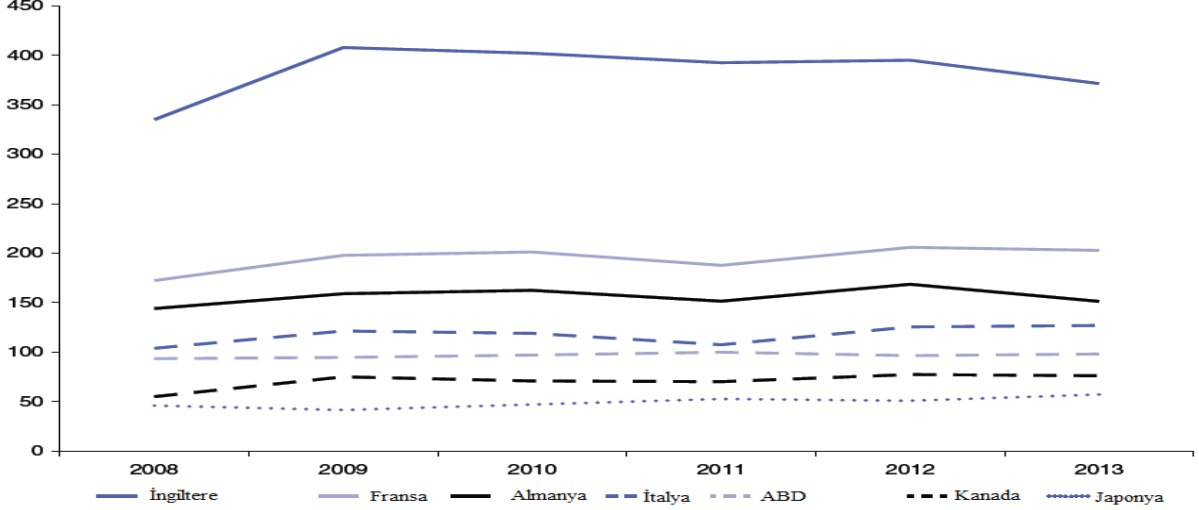
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Kanada	696.6	831.7	848	1,029	1,144	1,248	1,408	1,390
Fransa	3,817.6	4,841.9	4,881	5,180	5,161	5,223	5,337	5,549
Almanya	4,219.2	5,115.5	5,220	5,245	5,370	5,494	5,775	5,503
İtalya	2,108.0	2,549.3	2,396	2,561	2,445	2,360	2,526	2,629
Japonya	1,512.9	1,767.8	2,231	2,086	2,589	3,115	3,017	2,803
İngiltere	9,239.3	11,260.6	9,003	9,005	9,228	9,667	9,727	9,365
ABD	11,204.1	13,427.1	13,757	13,662	14,516	15,508	15,680	16,488
G7(Toplam)	37,797.8	39,794.0	38,335	38,767	40,453	42,615	43,511	43,727

Kaynak: International Debt Statistics, 2013, 2015.

Worldbank'ın yayınladığı çeyrek dönemlik borç istatistiklerine göre, son yıllarda gelişmekte olan ve yüksek gelirli ülkelerin brüt dış borç pozisyonlarında belirgin bir artış göstermektedir (Worldbank, 2013). G7 ülkelerinin dış borç stoku 2006 yılından beri yaklaşık yüzde 33.3 artarak 2013 yılında 43,7 trilyon dolara ulaşmıştır. Bu süreç boyunca G7 ülkeleri arasında dış borçları iki katından fazla artarak en hızlı artış gösteren ülke Japonya'dır. Japonya'yı yüzde 99.5 ile Kanada ve yüzde 47 ile Amerika Birleşik Devletleri takip etmektedir (Worldbank, 2013; Worldbank, 2015). 2013 yılında ABD dış borç stokundaki yüzde 5 artışla bir önceki yıldaki yüzde 1'lik artışla kıyaslandığında G7 ülkeleri arasında lider konumdadır. Yüzde 4 ve 3'lük artışlarla İtalya ve Fransa takip etmektedir. Japonya, Almanya ve Kanada'nın dış borç stoklarında ise yüzde 7, 5 ve 1'lik düşüş göstermiştir (Worldbank, 2015: 14).

Ulusal borç ve Euro alanı borcu arasındaki çizgi, finansal kriz esnasında bulanık bir hal almış olsa da şuanda, gelişmiş ülkelerdeki dış borcun arkasındaki itici güç, Euro alanı iç borç büyümesidir. (Reinhart ve Rogoff, 2013: 7, 8).

Şekil 4: Dış Borç/GSYH (%)



Kaynak: International Debt Statistics, 2015.

2006 yılı G7 ülkeleri için dış borç oranı GSYH'nın yüzde 115'i düzeyinde iken, 2011'de yüzde 126'ya 2008 yılında ise, en yüksek noktaya ulaşarak 128'e çıkmıştır. 2013 yılında ABD'nin dış borç stokunda artışa rağmen dış borcun GSYH'ya oranı hafif bir şekilde yükselmiş ve yüzde 98' ulaşmıştır. Japonya'nın dış borcun GSYH'ya oranı 2012'de yüzde 51'den 2013 yılında yüzde 57'ye yükselmiştir. İtalya ve Kanada'da dış borcu hemen hemen aynı kalmıştır. G7 ülkeleri arasında dış borç rasyosunda en önemli gelişmeyi Almanya göstererek 2012 yılında GSYH'nın dış borca oranı yüzde 169'dan 151'e düşmüştür. En yüksek dış borç oranı yüzde 371 oranı ile İngiltere'ye aittir ancak yine de 2013 yılı için bir önceki yıla göre azalış göstermiştir. Fransa'nın ise borç yükü hala yüzde 200'ün üzerinde 2012 yılına göre az da olsa bir iyileşme göstermiştir (Worldbank, 2015).

5. G7 Ülkelerinde Yapısal Mali Gelişmeler

Fiscal Monitor (2015), gelişmiş ekonomilerde kamu borcu oranını güvenli seviyelere getirmek önemli bir zorluktur. Önümüzdeki 30-40 yıl içerisinde nüfusun yaşlanmasıyla ilişkili olarak artması beklenen sağlık ve emeklilik harcamaları bu amaca ulaşmayı daha da zorlaştırmaktadır. Emeklilik ve sağlık harcamalarında meydana gelen artışın kamu borcu üzerindeki yük, bu harcamalarda meydana gelen artışın net bugünkü değeri incelenerek değerlendirilebilir. 2011-2014 yıllarında uygulanan emeklilik reformları, emeklilik harcamalarının net bugünkü değerinde GSYH'nın yüzde 10'u civarında bir azalış meydana getirmektedir. Bu reformları uygulayan Kanada, Çek Cumhuriyeti, Fransa, Yunanistan, İrlanda, İtalya, Hollanda, Portekiz, Slovenya, İspanya ve İngiltere emeklilik yaşını yükseltmişler aynı zamanda erken emeklilik kurallarını sıkılaştırmışlardır. Aralarında Japonya'nın da olduğu birkaç ekonominin sağlık harcamalarının verimliliğini arttırmak için önemli reformlar üstlenmelerine rağmen bu tür harcamaların uzun vadede daha fazla yükselmeye devam edeceği öngörülmektedir.

ABD, Almanya, Kanada, Fransa ve İngiltere emeklilik harcamalarındaki değişimin net bugünkü değeri en yüksek olan ülkelerdir. Sağlık harcamalarındaki değişimin net bugünkü değeri ile emeklilik harcamalarındaki değişimin net bugünkü değeri kıyasladığımızda

özellikle Japonya’da dikkate değer bir artış olduğu gözlenmektedir. Genel itibariyle 2050 yılına kadar olan süreçte tüm G7 ülkelerinde kamu borcu üzerinde en büyük yükün sağlık harcamaları kaynaklı olacağı gözlenmektedir.

Tablo 5: G7 Ülkelerinde Yapısal Mali Gelişmeler (GSYH, %)

	Emeklilik harcamalarındaki değişimin net bugünkü değeri, 2015–50	Sağlık harcamalarındaki değişimin net bugünkü değeri, 2015–50	Ortalama vade, 2015 (yıl)	Borcun ortalama vadeye oranı, 2015	Bütçe Açığı, 2015 (GSYH, %)
Kanada	21.3	84.3	6.5	13.4	1.7
Fransa	10.7	26.4	6.8	14.2	3.9
Almanya	33.0	49.0	6.6	10.6	-0,3
İtalya	1.9	24.3	6.4	20.9	2.6
Japonya	2.2	68.8	6.8	36.0	6.2
İngiltere	9.4	82.2	14.5	6.3	4.8
ABD	35.3	163.1	5.7	18.5	4.2

Kaynak: Bloomberg L.P.; Joint External Debt Hub, Quarterly External Debt Statistics; national authorities; and IMF staff estimates and projections. Akt. Fiscal monitor, 2015.

Borcun ortalama vadesinin yüksek olması borcun çevrilebilme yeteneğini arttırmaktadır. İngiltere’nin diğer ülkelerle kıyasla vadesin yüksek olduğu gözlenmektedir. Diğer ülkelerin borç vadeleri birbirine yakındır.

Almanya, Kanada ve İtalya dışında ülkelerin hiç biri Maastricht anlaşması bütçe kriterini taşımadığı gözlenmektedir. En yüksek bütçe açığı yüzde 6,2 ile Japonya’ya aittir. Almanya yüzde -0,3 bütçe açığı ile mükemmel bir tablo çizmektedir.

6. G7 Ülkelerinin Borç Sürdürülebilirliğinin Değerlendirilmesi

Her yıl IMF personeli tarafından üye ülkelerin genel ekonomik görünümünü içeren rapor hazırlanmaktadır. Bu kısımda G7 ekonomileri için hazırlanan bu raporlara dayanarak gerçekleştirilen kamu borcu sürdürülebilirlik değerlendirmelerine yer verilecektir.

Japonya’nın kamu borcu şuan ki politikaları altında sürdürülemeyeceği öngörülmektedir. IMF projeksiyonlarına göre kamu borcu 2020 yılında yüzde 250’ye, 230 yılında ise yüzde 290’a yükselecektir. Ekonomi büyüme, açık ve faiz oranlarının yaratacağı finansal şoklara karşı savunmaz olduğu gözlenmektedir. Büyük kamu sağlık harcamaları önemli bir risk oluşturuyor. Borç profili göstergelerindeki tüm değerler erken uyarı sınırının altında olmasına rağmen yüzde 50’yi aşan yüksek finansman ihtiyacı ekonomideki şoklara karşı kırılganlığa işaret etmektedir.

Almanya’da kamu borcu 2014 yılında azaldı ve 2020 yılında yüzde 60’ın altına düşeceği öngörülmektedir. Yüksek faiz dışı fazla ve olumlu büyüme-faiz oranları ile orta vade de sürdürülebilir olduğu öngörülmektedir.

ABD’de bütçe açıkları geçtiğimiz birkaç yılda önemli derecede azaldı. Ancak kamu borcu oranları orta vadede sürdürülemez bir gidişat göstermektedir. Nüfusun yaşlanmasına bağlı yapılan harcamalar, baskı yaratmaktadır. Finansal ihtiyaçları çok büyük fakat ABD’nin

sahip olduğu küresel rezerv para statüsü ile yönetilebilir. Orta vadeli, güvenilir konsolidasyon planı önemli bir politika önceliği olmaya devam etmektedir.

Kanada'nın kamu borcu 2012 yılında GSYH'nın yüzde 88'ine ulaşarak zirve yaptı. IMF'nin beklentileri orta vadede borcun azalacağı yönündedir. Kanada da hükümetin finansal varlıkları oldukça büyüktür neredeyse GSYH'nın yüzde 50'sine tekabül etmektedir. Bu varlıkların yaklaşık yüzde 20'si likit varlıklardan oluşmaktadır. Toplam finansal ihtiyaçlar nispeten yüksektir ancak 2016 yılından sonra yüzde 15'in altına inmesi beklenmektedir.

İngiltere'de mali konsolidasyondaki önemli çabalara rağmen, kamu borcu artmaya devam etmektedir. Yetkililerin kamu borcunu düşürme yönünde mali konsolidasyonu sürdürmeleri gereği açıktır. IMF personeli kamu borcunun 2015-16 yıllarında yüzde 93'te zirve yapacağını ardından 2019-20'de yüzde 83'e düşeceğini öngörmektedir. Benzer borç seviyelerindeki diğer ekonomilerle kıyaslandığında finansman ihtiyacının ılımlı olduğu ifade edilebilir. Tüm borç profili göstergeleri erken uyarı çizgisinin altında olmasına rağmen, borcun gidişatı negatif büyüme şoklarına karşı savunmasızdır.

Fransa'nın kamu borcu öngörülerine göre 2016 yılında yüzde 98,2 oranında zirve yaptıktan sonra 2020'de yüzde 93'e azalacaktır. Fransa borcunun vade yapısı nedeniyle, finansman ihtiyacı 2016'da GSYH'nın yüzde 10,2'sine denk gelen önemli ölçüde artacaktır fakat daha sonra azalacaktır.

Kamu borçlanmasını sürdürülebilirliğinin analizinde kredi derecelendirme kuruluşlarının (Moody's, S&Ps, Fitch) vermiş olduğu notlar önem arz etmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları G7 ülkelerinin tamamına yatırım yapılabilir seviyede not vermişlerdir. Yatırım yapılabilir seviyede en düşük notlar ise İtalya ve Japon'ya aittir. İtalya "ortanın altı seviye" de Japonya ise yatırım yapılabilir seviye de "iyi kredi derecesi" verilmiştir. İtalya'nın bir kredi notu düşmesi halinde yatırım yapılabilir seviyeden, spekülasyon seviye ye inecektir.

7. İtalya'nın Kamu Borcunun Sürdürülebilirliğinin Analizi

İkinci dünya savaşından sonraki çeyrek yüzyıl içerisinde İtalya'nın kamu borcu % 70 arttı. Bu periyot, düşük maliyetli finansman sağlamak için hükümetin istediğine, maliye politikasının uyumu ve nispeten yüksek enflasyona işaret etmektedir. İtalya 1992 yılında döviz kuru mekanizmasından ayrıldıktan sonra, İtalyan lirasını devalüe etti. Devalüasyonun ekonomi üzerinde iki önemli etkisi oldu. İlki, İtalyan ihracat endüstrisi çok ihtiyaç duyduğu rekabeti kazandı ve bu da ekonomik büyümeyi destekledi. İkincisi ise, devalüasyonun enflasyonu ve enflasyon beklentilerini ateşlemesi ile de İtalya bankalarının faiz oranlarını önemli ölçüde arttırmasına yol açtı. 1993 ve 1995 yılları arasında faiz ödemelerinin yükü GSYH'nın yüzde 11'inden daha fazla arttı ve bu toplam açıkta önemli bir azalışı engelleyerek yüzde 7'nin üstünde sıkışmasına neden olmuştur (IMF, 2012: 116).

İtalya'nın 2014-2020 yılları kamu borcunun sürdürülebilirliği incelendiğinde önemli risklerle karşı karşıya olduğu gözlenmektedir. Büyümenin sürmesi ve faiz oranlarının düşmesine bağlı olarak kamu borcunun azalması beklenirken, var olan borcun ödenebilmesi için brüt dış finansman gerekmektedir. Borcun çoğu yurt içinde olmakla beraber ana risk büyümenin ve enflasyonun çok uzun bir süre düşük kalmasından kaynaklanan durgunluk senaryosundan gelmektedir. Avrupa Merkez Bankası'nın tahvil alım programı kısmen piyasa risklerini azaltmaktadır.

1992 yılında, kamu borcunun GSYH'ya oranı yüzde yüzü geçti ve 1994 ve 1996 yılları arasında yaklaşık yüzde 120 zirvesine ulaştı (IMF, 2012: 116). Maastricht Anlaşmasının kamu borcunun GSYH'ya oranı yüzde 60'ı aşmaması yönündeki borç kriterine rağmen 1997 yılı İtalya'nın borç oranı 118'di (Akçay, 2006: 10). 2004 yılında İtalya'nın Avrupa Birliği

kriterlerini sağlama politikasının bir sonucu olarak düşüş yaşanmış ve borç yüzde 104'e inmiştir (IMF, 2012: 116).

Tablo 6: Borç, Ekonomi ve Piyasa Göstergeleri

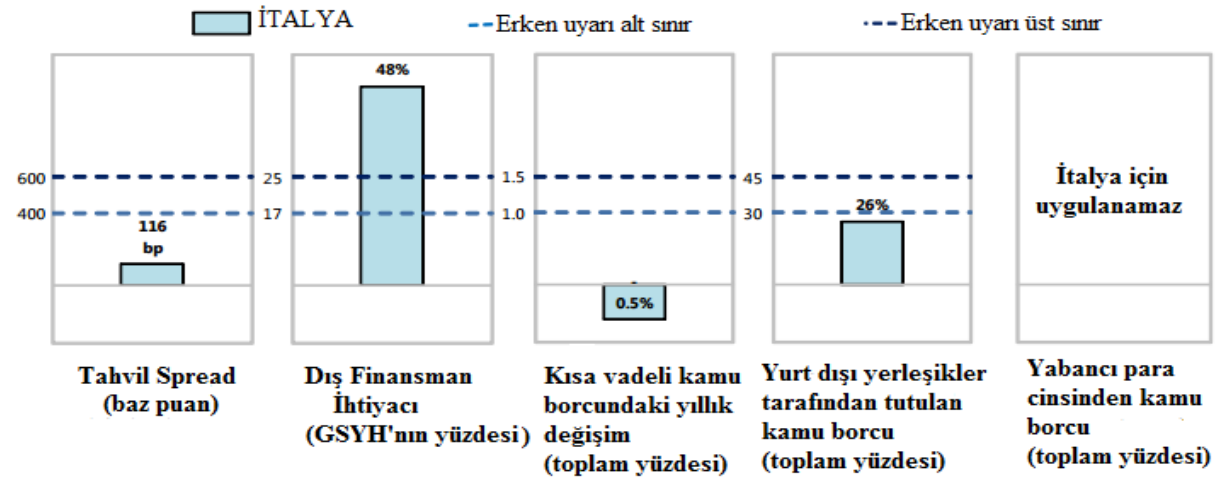
İTALYA	2004-2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Brüt Kamu Borcu	108.2	128.6	132.1	133.3	132.1	130.5	128.4	125.8	122.9
Brüt Finansman	23.1	22.3	32.6	19.8	16.5	18.6	16.1	14.7	14.5
Reel Büyüme	-0.1	-1.7	-0.4	0.7	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
Enflasyon	1.8	1.4	0.9	0.4	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
Nominal Büyüme	1.7	-0.4	0.4	1.1	2.5	2.3	2.3	2.4	2.5
Faiz Oranı	4.4	3.9	3.6	3.2	3.2	3.1	2.9	2.9	3.0

Kaynak: IMF, (2015) Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; And Statement By The Executive Director For Italy.

2015-20 verileri IMF projeksiyonlarına dayanmaktadır.

2004-2012 yılları arasında kamu borcunun yüzde 108 civarındadır. Önümüzdeki yıllarda İtalya'nın kamu borcu az da olsa azalma eğilimindedir. Finansman gereksinimi 2014 yılında oldukça yükselmesine rağmen sonraki yıllarda düşüş eğilimi göstereceği tahmin edilmektedir. Büyüme oranları düşük seviyelerde kaldığı için borcun azaltılmasının da önemli katkısı olmamaktadır. G7 ülkeleri arasındaki en yüksek faiz oranlarından biri İtalya'ya aittir.

Şekil 5: Borç Profili Kırılganlığı, 2014

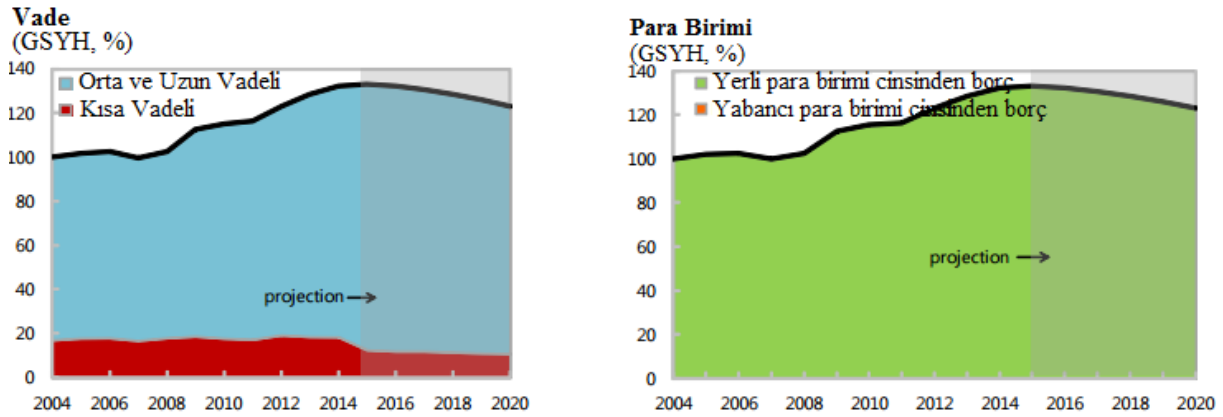


Kaynak: IMF, (2015) Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; And Statement By The Executive Director For Italy.

İlk ihraç tarihinde kısa vadeli borçların ve yurt dışı yerleşikleri tarafından tutulan borçların payının yüksek olması borç çevirebilme ve faiz oranı riskini arttırmaktadır. Ancak hem tahvil spreadi hem yurt dışı yerleşikler tarafından tutulan kamu borcu gösterge oranının altında seyretmektedir. Borç sıkıntısı durumlarında, mevcut döviz rezervleri üzerindeki baskıyı arttıran dış finansman ihtiyacındaki bir artış ve yabancı para cinsinden borcun ve kısa vadeli borcun payındaki artış öngörülmektedir. Bu öngörüye dayanarak dış finansman

İhtiyacındaki artışın üst uyarı sınırının üstünde olup risk arz etmektedir. Ancak 116 baz puan seviyesi ile gösterge değerinin oldukça altında bulunmaktadır. Tahvil spreadi de borç sıkıntısından önce artma eğilimindedir. Ancak spread'deki dalgalanmalar, ülkeye özgü makroekonomik temeller ve politik risk hem küresel finans koşulları ve yatırımcıların tercihlerine ilişkin diğer faktörlerle ilişkili bir dizi faktöre bağlı olabilmektedir (IMF, 2013: 19-20).

Şekil 6: İtalya'nın Kamu Borcunun Bileşimi



Kaynak: IMF, (2015) Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; And Statement By The Executive Director For Italy.

Borcun sürdürülebilirliğini etkileyen önemli faktörlerden biri de borcun vade yapısıdır. Borç bileşiminde borcun daha büyük bir kısmının orta ve uzun vadeli borçlardan oluşması borcun (ana para ve faizinin) ödeme zamanını ötelemesi aynı zamanda kısa vadeli borçlanmaya göre düşük faiz oranları içermesi nedeniyle borç çevirebilme yeteneğini arttırmaktadır. İtalya'nın borcunun ağırlıklı orta ve uzun vadeli oluşması önemli bir avantaj sağlamaktadır. Yabancı para cinsinden tutulan borcun yüksek olması döviz rezervleri üzerinde baskıyı artırarak döviz kuru ayarlamalarında kırılganlığı arttıracığından borç sürdürülebilirliğinde risk yaratmaktadır. Tüm G7 ülkelerinde borcun yerli para birimi cinsinden sağlandığı gözlenmektedir.

8. Sonuç

2008 küresel ekonomik krizin başlangıcından bu yana, kamu borcunun düzeyi birçok ülkede önemli ölçüde artmıştır. Bu özellikle dünyanın daha gelişmiş ekonomilerde belirgindir. Yapılan analiz G7 ekonomilerinin kamu borçlarının sürdürülebilirlik riski taşıdığını ortaya koymuştur

Küresel ekonomik görünüm, ülkelerin taşıdıkları bireysel riskler, sağlık bakım ve emeklilik harcamalarının oluşturduğu yük ve mali konsolidasyonun yokluğunda kamu borcu kontrolden çıkacaktır. Bu nedenle, G7 ekonomileri kamu borcunu azalmaya yönelik politikalara ağırlık vermelidir.

Kaynakça

Akçay, Belgin, (2006), Euro Alanının Ekonomisine İlişkin Bir Değerlendirme, Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi, cilt 5, no 2, ss. 1-27.

Bayraktar, Yüksel, (2010), Kamu Borçlanmasının Sürdürülebilirliği (Türkiye Örneği: 1989-2009), Doktora Tezi, Kocaeli.

- Cottarelli, C and Schaechter, A. (2010), Long-Term Trends in Public Finances in the G-7 Economies, IMF.
- ECB, (2012), Monthly Bulletin, April.
- IMF, (2012), Coping with High Debt and Sluggish Growth, WOE.
- IMF, (2013), Staff Guidance Note For Public Debt Sustainability Analysis In Market-Access Countries.
- IMF, (2015), Canada, Staff Report For The 2014 Article IV Consultation, Report no. 15/22.
- IMF, (2015), France, Staff Report For The 2014 Article IV Consultation, Report no. 15/178.
- IMF, (2015), Germany, Staff Report For The 2014 Article IV Consultation, Report no. 15/187.
- IMF, (2015), Japan, Staff Report For The 2014 Article IV Consultation, Report no. 15/197.
- IMF, (2015), United Kingdom, Staff Report For The 2014 Article IV Consultation, Report no. 14/233.
- IMF, (2015), United States, Staff Report For The 2014 Article IV Consultation, Report no. 15/168.
- IMF, 2013, Hopes, Realities, Risks, International Monetary Fund, World Economic Outlook, April.
- Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff, (2013), Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten, IMF Working Paper, WP/13/266.
- Reinhart, Carmen M., Vincent Reinhart ve Kenneth S. Rogoff, (2015), Dealing with Debt, Faculty Research Working Paper Series.
- Worldbank, International Debt Statistic, 2013.
- Worldbank, International Debt Statistic, 2014.
- Worldbank, International Debt Statistics, 2015.
- <http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/12/26/debt-and-growth-in-the-g7/>