

KUR BASKISI ALTINDA KURALLI MALİYE POLİTİKALARININ SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ

Hünkar GÜLER¹

ÖZ

ABD Merkez Bankasının faiz artırma kararı neticesinde ortaya çıkan portföy hareketleri gelişmekte olan ülke paralarının dolar karşısında değer kaybetmesine yol açmaktadır. BRIC ülkeleri ve Türkiye'de kamu kesimi toplam borç stoku ve dış borç servisinin kur oynaklığından nasıl etkilendiği bu çalışmanın temel araştırma konusudur. 2010 - 2012 yılları arasında dolar kurunun aylık ortalama değişimi uyarlanmış beklentiler doğrultusunda 2013 - 2016 yılları için simüle edilerek kur artışlarının kamu kesimi toplam borç stoku ve borç servisi üzerindeki etkisi tahmin edilmektedir. Dolar kurundaki artışın Brezilya, Rusya ve Türkiye'nin mali sürdürülebilirlik göstergeleri üzerinde önemli bir etki oluşturduğu gözlenmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin mali göstergeleri gelişmiş ülkelere nispetle istikrarlı olmasına karşılık ekonomideki kırılğanlıklar devam etmektedir. Gelişmekte olan ülkeler kısa vadeli şoklara karşı sağlıklı bir görünümde olsa da yeni riskler tespit edilmeli ve mali disiplin sürdürülmelidir.

Anahtar Kelimeler: Kurallı Maliye Politikası, Devlet Borçları, Sürdürülebilirlik

SUSTAINABILITY OF RULE-BASED FISCAL POLICY UNDER EXCHANGE RATE PRESSURE

ABSTRACT

The movements of portfolio taken place by the decision of FED to increase the interest rate cause the currencies of developing countries to depreciate for American dollar. The research subject of this paper is to determine how the public sector debt stocks and external debt service of BRIC countries and Turkey be affected by the exchange rate volatility. The effect of exchange rate hike on public sector gross debt stock and external debt service is estimated by simulating the monthly average changes of dollar exchange rate between the years of 2010 - 2012 to the years of 2013 - 2016 by means of adaptive expectations. It's observed that the hike of exchange rate creates substantial effects on the fiscal sustainability indicators of Brazil, Russian Federation and Turkey. Fiscal indicators of developing countries are more stable than those of developed countries but economic vulnerability of developing countries have been lasting. New risks should be ascertained and fiscal consolidation should be kept going even if developing countries seem healthy against short-term shocks.

Keywords: Rule-Based Fiscal Policy, Public Debts, Sustainability

¹ Yrd. Doç. Dr., Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, İ.İ.B.F., Maliye Bölümü,
gulerhunkar@ohu.edu.tr

Derleme, Gönderim Tarihi: 17.02.2017 Kabul Tarihi: 17.10.2017

Giriş

Kurallı maliye politikaları, makroekonomik değişkenlerin kredibilitesini arttırmak ve ekonomik istikrarı sağlamak için, makroekonomik değişkenler üzerine konulan sayısal ve sayısal olmayan hedeflerdir. Gelişmiş ülkelerde mali kurallar mali ve finansal istikrarın korunmasını amaçlarken; gelişmekte olan ülkelerde, piyasaya olan güven tesis edilmeye çalışılmaktadır. Kurallı maliye politikaları 1990'lı yıllarda mali disiplini sağlamak ve piyasa sistemine sağlıklı bir geçişi gerçekleştirmek için kullanılırken; 2000 sonrasında küresel risklerin azaltılması ve sürdürülebilirliğin sağlanması amacıyla kullanılmaktadır. Kurallı maliye politikalarına başvuran ülke sayısı 1990 yılında yalnızca 7'iken, 2009 yılında 80 ülke ilgili eşik değerleri istikrar unsuru olarak benimsemektedir.

Gelişmiş ülkelerin düşük büyüme oranları ve kamu kesimi ve dış brüt borç stokları ve gelişmekte olan ülkelerin tasarruf açığı ve düşük iç talep ekonomideki kırılganlıkların devam ettiğini göstermektedir. ABD Merkez Bankası faiz arttırma kararı neticesinde ortaya çıkan portföy hareketlerinin döviz piyasalarında oynaklığa yol açması gelişmekte olan ülkelerin para ve sermaye piyasaları üzerinde ciddi bir baskı oluşturmaktadır. Bu çalışmada, portföy hareketlerine bağlı olarak ortaya çıkan dolar kurundaki artışın BRIC ülkeleri ve Türkiye'nin kamu kesimi borç stoku ve dış borç servisini nasıl etkilediği araştırılmaktadır. 2015 yılının temel alındığı çalışmada, 2010 - 2012 yılları arasındaki aylık ortalama kur artışları uyarlanmış beklentiler doğrultusunda 2013 - 2016 yılları için tahmin edilerek yıllık ortalama nominal dolar kuru bulunmakta ve 2013 yılı ortalaması ve 2015 yılı simülasyon ortalamaları üzerinden borç oranlarındaki yüzde puanlık artışlar hesaplanmaktadır. Real kur yerine nominal kurların kullanılması küçük bir sapma oluştursa da ABD enflasyon oranının düşüklüğü ve oluşabilecek sapmanın yüzdelik dilim içinde önemsiz bir yere sahip olması hata payını minimize etmektedir.

Çalışmanın giriş bölümünden sonraki ilk bölümünde kurallı maliye politikalarının ortaya çıkışı ve gelişimi açıklanmaktadır. İkinci ve üçüncü bölümlerde dünyada ve Türkiye'de kurallı maliye politikası düzenlemeleri değerlendirilmekte ve gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik göstergeleri karşılaştırılmaktadır. Dördüncü bölümde kurlarda olması gereken artış ve olan artış karşılaştırılmakta ve kur artışlarının kamu kesimi borç stoku ve dış borç servisi üzerindeki etkisi incelenmektedir. Çalışma, bulguların özetlendiği sonuç bölümüyle tamamlanmaktadır.

1. Kurallı Maliye Politikalarının Ortaya Çıkışı ve Gelişimi

Kurallı Maliye Politikaları (Rule-Based Fiscal Policy) 1970'li yıllarda Keynesyen iktisadın etkinliğinin zayıflaması sonrasında iradi maliye politikaları yerine getirilen uygulamalardır. Sayısal ve sayısal olmayan birtakım kısıtlamalardan oluşan kurallı maliye politikaları dar anlamda bütçe dengesi, borçlanma, harcama ve vergileme gibi mali göstergeler üzerine belirli sınırlamalar getiren yasal veya anayasal kısıtlamaları ifade etmektedir. Geniş anlamda ise; bütçenin tasarlanması, onaylanması ve uygulanması sırasındaki düzenleme ve kurallar bütünüdür (Kennedy, Robbins ve Delorme, 1996, s.238). Farklı bir anlatımla, mali kurallar (fiscal rules); iktisat politikası araçları üzerindeki kısıtlardır ve maliye politikası üzerine konulan sayısal tavan ve

hedeflerin GSYİH'ya oranı şeklindeki eşik değerleri ifade etmektedir (Kopits ve Symansky, 1998, s.2).

Mali kurallara, iktisat politikası aracı olarak, son 30 yıldır yoğun bir şekilde başvurulmakta; ancak ilk uygulamaları 150 yıl kadar geriye gitmektedir. Bu dönemde yerel yönetimler bazında altın kural (golden rule) uygulanmıştır. Burada temel amaç cari bütçe dengesine ulaşmak ve sermaye harcamalarının piyasa temelli finansmanını sağlamaktır. 19. yüzyıl ortalarında ABD'nin birçok eyaletinde ve 1920'li yıllarda İsviçre'nin birçok kantonunda görülmektedir (Kopits, 2001, s.4). Bununla birlikte, iktisat politikasında dönüm noktasını 1929 Büyük Bunalımı (Great Depression) oluşturmaktadır. ABD hisse senedi piyasasında ortaya çıkan ve tarihe "Kara Perşembe" olarak geçen finansal kriz Adam Smith'in görünmez elinin (invisible hand) işlerliğini kaybettiğini ve her arzın kendi talebini oluşturmadığını (Mahreçler kanunu) ortaya koymuştur. Keynes'in tespitiyle talep yetersizliğinin neden olduğu kriz hisse senedi değerlerinin 2/3 oranında aşınmasına, 1929'da 96 milyar dolara ulaşan Amerikan ekonomisinin büyüklüğünün cari fiyatlarla 48 milyar dolara, sabit fiyatlarla 64 milyar dolara inmesine ve 1929 yılında işsizlerin sayısı 4,6 milyonken 1933 yılında 13 milyona çıkmasına neden olmuştur (Türkay, 1984, s.499).

1929 Büyük Bunalımı öncesinde hakim olan piyasa temelli Klasik iktisat fiyatlar ve ücretlerin esnek olduğu varsayımından hareketle ekonominin tam istihdam düzeyinde dengede olduğunu, makroekonomik göstergelerde ortaya çıkabilecek geçici dengesizliklerin tam rekabet altındaki "piyasa" tarafından temizleneceğini ve bundan dolayı serbest piyasanın işleyişine müdahale edilmemesi gerektiğini belirtmektedir. Kriz sonrası dönemde, klasik iktisat teorisinin yerini alan Keynesyen iktisat teorisi ise piyasaların eksik istihdamda da dengede olabileceğini ve tam istihdamın aktif iktisat politikalarıyla gerçekleşeceğini varsaymaktadır. Bu nedenle, modern maliye politikasının kurucusu sayılan Keynes, iradi maliye politikalarına önemli bir rol atfetmiş ve ülkelerin iradi maliye politikaları yoluyla ince ayar (fine tune) gerçekleştirdikleri takdirde hata yapma ihtimallerinin azaldığını belirtmiştir. Doğası itibarıyla bu durum; politikacılara daha esnek harcama yapma imkanı da sunmaktadır (Tanzi, 2005, s.6).

Serbest piyasaya kamu müdahalesi -Keynes "İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi" (1936) yayınlamadan önce- ABD Başkanı Roosevelt tarafından 1933 yılında başlanmıştır. Keynesyen iktisat politikalarına, İkinci Dünya Savaşı nedeniyle, 1950 sonrası dönemde Avrupa'nın yeniden inşası sırasında aktif olarak başvurulmuştur. Bu dönem, sosyal harcamaların kurumsallaştığı refah devletinin altın çağı olarak anılmaktadır. İradi maliye politikaları herhangi bir kurala bağlı olmaksızın politikacılar tarafından uygulanmakla birlikte, özellikle savaş sonrası dönemde; Almanya, İtalya, Japonya ve Hollanda'da bütçe dengesi kuralı uygulandığı belirtilmelidir. Burada uygulanan kuralın büyük bir bölümü altın kuraldan oluşmaktaydı. 1960 yılında uygulanan bir diğer kural ise belirli yurtiçi kaynaklardan bütçe açıklarının finansmanının yasaklanması veya sınırlandırılmasıdır (Kopits, 2001, s.4). Bununla birlikte, sınırlı sayıda uygulanan mali kuralın finansal serbestleşme sonrasında bir politika aracı olarak kullanılan mali kurullarla karıştırılmaması gerekmektedir.

1970'li yıllarda Ricardo denkliği, rasyonel beklentiler ve sürekli gelir hipotezi gibi kuramların etkisi, kamu borçlarının hızlı bir şekilde artmasına bağlı olarak Bretton

Woods sisteminin çökmesi ve petrol krizi ve stagflasyon sonucu konjonktür karşıtı maliye politikaları (countercyclical fiscal policy) etkisini kaybetmiştir (Tanzi, 2005, s.12 ve Hagen, 2005, s.1). Tanzi, iradi maliye politikalarına yönelik bu eleştirileri getirmekle birlikte, politika gecikmeleri üzerinde de durmaktadır (Tanzi, 2005, s.7). İradi maliye politikalarının çıkmaza girmesi piyasa temelli neo-liberal iktisadın hakim konuma gelmesine yol açmış ve Arz Yanlı İktisat, Kamu Tercihi Teorisi ve Anayasal iktisat önem kazanmıştır. ABD ve küresel kamusal kuruluşların öncülüğünde gelişmekte olan ülkeler için önerilen "Washington Uzlaşısı" ile birlikte de kamu harcamalarını azaltmak ve mali disiplini sağlamak için kurala bağlı maliye politikaları önerilmektedir.

2. Dünya'da Kuralh Maliye Politikası Uygulamaları

Kurallı maliye politikalarına makroekonomik değişkenlerin kredibilitesini arttırmak ve istikrar sağlamak için önem atfedilmektedir. Mali kurallar; i) Japonya'da, İkinci Dünya Savaşı sonrasında, mali istikrarı sağlamak için, ii) Kanada'nın bazı eyaletlerinde hükümetin maliye politikasının güvenilirliğini arttırmak ve bütçe açıklarının kapanmasına yardımcı olmak için, iii) Yeni Zelanda'da, özellikle yaşlanan nüfus nedeniyle, maliye politikasının uzun dönem sürdürülebilirliğini sağlamak için ve son olarak iv) Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği'nde uluslararası düzenleme ve federasyon içindeki olumsuz dışsallıkları azaltmak için kullanılmaktadır (Kennedy, Robbins ve Delorme, 1996, s.239).

1970'li yılların mali dengesizlikleri, 1980'lerin ortalarından itibaren, gelişmiş ülkelerin birçoğunda orta vadeli mali disiplin planlarının hayata geçmesine neden olmuştur. Gelişmiş ülkelerin bir kısmında denk bütçeyi yakalamak için mali disiplin geniş bir şekilde uygulanmaktayken; gelişmekte olan ülkeler ve geçiş ekonomilerinde IMF destekli mali reformlar ve finansal ve ticari serbestleşme programları uygulanmıştır. (Kopits ve Symansky, 1998, s.4). Gelişmiş ülkelerdeki mali kurallar mali ve finansal istikrarın korunmasını amaçlarken; gelişmekte olan ülkelerde, piyasaya olan güven tesis edilmeye çalışılmaktadır.

Kurallı maliye politikaları ülkelerin özgün koşullarına göre şekillenmekte ve denk bütçe veya açık kuralı, borçlanma kuralı, gelir kuralı ve borç veya rezerv para kuralları uygulanmaktadır. 1990'lardan itibaren planlı ekonomilerde üretim yapısı eskimiş, tasarruf açığı belirginleşmiş, kayıtdışı sektör büyümüş, vergi gelirleri önemli oranda azalmış ve bu ekonomiler önemli bir mali baskı altında kalmıştır (Kopits ve Symansky, 1998, s.5). Bu dönemde mali disiplini sağlamak ve piyasa sistemine sağlıklı bir geçişi gerçekleştirmek için kullanılan kurallar 2000 sonrasında küresel risklerin azaltılması ve sürdürülebilirliğin sağlanması amacıyla kullanılmıştır. Kurallı maliye politikalarına başvuran ülke sayısı 1990 yılında yalnızca 7'iken, 2009 yılında 80 ülke ilgili eşik değerleri istikrar unsuru olarak kullanılmaktadır (IMF, 2010a, s.48).

Mali kurallar esneklik, şeffaflık, güvenilirlik ve hesap verebilirlik gibi sayısal olmayan kurallardan oluştuğu gibi sayısal kurallardan da oluşmaktadır. Bununla birlikte, sayısal kuralların esnek olmadığı belirtilmelidir. Bundan dolayıdır ki, iyi bir mali kural oluşturabilmek için temel mali değişkenler üzerinde kontrolün sağlanmış olması gerekmektedir. Maliye politikası araçlarının uyumunu sağlamak için mali disipline

(fiscal consolidation) başvurulmaktadır. 2007 yılında ABD konut piyasalarında ortaya çıkan kriz sonrası, özellikle gelir ve harcama tedbirleriyle, kamu kesimi dengesi gözetilmektedir. Bununla birlikte, harcama tedbirlerinin daha başarılı olduğu yönünde geniş bir literatür bulunmaktadır. Aşağıda, **Tablo 1** yardımıyla, gelir ve harcama tedbirleri yönüyle ülkelerin yapılandırma ihtiyaçları gösterilmektedir.

Tablo.1
Ülkelere Göre Yapılandırma İhtiyacının Kapsamı

Tedbir/Regülasyon	Vergisel Tedbirler	Vergi ve Harcama Tedbirleri	Harcama Tedbirleri
Aşırı Düzeltme İhtiyacı (GSYİH'nın %6'sından Fazla)		Fransa, Mısır, İrlanda, Japonya, Portekiz, İspanya, İngiltere ve ABD	Polonya
İlmlü Düzeltme İhtiyacı (GSYİH'nın %3-6 Aralığında)		Avusturya, Çin, Almanya ve İtalya	Avustralya, Belçika, Kanada, Finlandiya, Hollanda ve Güney Afrika
Düşük Düzeltme İhtiyacı (GSYİH'nın %3'ünden Az)	Endonezya Meksika	İzlanda	Arjantin, Brezilya, Rusya, Suudi Arabistan, İsveç ve Türkiye

Kaynak: IMF (2010b), From Stimulus To Consolidation: Revenue And Expenditure Policies in Advanced and Emerging Economics, s.8.

Kamu kesimi dengesini tesis etmek için kullanılacak yapılandırma mekanizmaları; i) sosyal refah harcamalarında nokta hedefler doğrultusunda tasarruf sağlama, ii) işsizlik sigortası ödemelerini işgücü piyasasını zedelemeyen ve bütçe üzerine yük oluşturmadan gerçekleştirme, iii) artan askeri harcamaların sınırlandırılması, iv) kamu transferlerinde hedeflerin iyi belirlenmesi ve sınırlandırılması, v) performansa dayalı bütçelemeye uyumun sağlanması ve vi) sağlam bir harcama reformu gerçekleştirmek için yerel yönetimlerle işbirliği şeklinde sıralanmaktadır. Yönetimler arası işbirliği, yönetimlerin ekonomik paylarının artırılması ve mali amaçların gerçekleştirilmesi açısından büyük öneme sahiptir (IMF, 2010b, s.8).

2008 yılında, ABD'de eşik altı ipotekli konut piyasalarında ortaya çıkan krizin tüm Amerikan ekonomisine yayılması ve önce İngiltere, sonra AB ülkelerine sıçraması krizi küreselleştirmiştir. Krizin potansiyel büyümeyi düşürmesi kamu maliyesi üzerinde bir baskı oluştururken, mali kurtarma paketleriyle ilgili şartlı yükümlülükler ve diğer alanlardaki müdahaleler sürdürülebilirlik riskini ortaya çıkarmaktadır (ECEFA, 2009, s.41). Küresel mali krizin başlangıç aşamasında, özellikle krizin merkez üssü sayılabilecek ülkelerde, kamu borçları artmıştır. Tarihi arka plan dikkate alındığında beklenen bir durumla karşılaşılmaktadır. İkinci Dünya Savaşı sonrasındaki 14 önemli mali kriz değerlendirildiğinde, krizden sonraki 3 yıl içinde merkezi devlet borçları yaklaşık yüzde 86 oranında artmaktadır (Reinhart ve Rogoff, 2010a, s.2). Ülkeler bir yandan mali teşviklerle ekonomilerini canlandırırken; diğer yandan, sürdürülebilirlik riskini (kamu kesimi borç stoku) azaltmak için kurallı maliye politikaları uygulamaktadır. Bunlardan en önemlisi bütçe açıklarını sınırlandırmayı öngören denk

bütçe kuralıdır. Rusya petrol gelirleri hariç bütçe açığı hedefi belirlerken; Türkiye faiz dışı fazla hedefi belirlemiştir. Burada amaç, temel kalemler dışında bırakıldığında, kamu tasarrufları artırılarak bütçe açıklarının sürdürülebilirliğinin sağlanmasıdır. Bununla birlikte, mali disiplinin başarısı iktisadi, siyasi ve kurumsal etkenlere bağlı olarak değişmektedir. Siyasi taahhüt, mali yapılandırmanın kapsamı, yerel yönetimlerin desteği, harcama programlarının uyumlaştırılması önem taşımaktadır. Aşağıda, **Tablo 2** yardımıyla, seçili ülkeler itibarıyla mali kural uygulamaları gösterilmektedir:

Tablo.2
Kuralı Maliye Politikası Uygulamaları

Ülkeler	Kural	Dayanak	Kapsam	Açıklama
ABD	Harcama Kuralı (2011) ve Denk Bütçe Kuralı (1986)	Yasalar	Merkezi Hükümet	Bütçe açıklarını azaltma planı devrededir.
Almanya	Denk Bütçe Kuralı (1969), Harcama Kuralı (1982), Borç Kuralı (1992)	Anayasa ve Uluslararası Antlaşmalar	Merkezi Hükümet ve Yerel Yönetimler	Altın Kural ve Yapısal Denge Kuralı (2016)
Avusturya	Denk Bütçe Kuralı (1999), Borç Kuralı (1995)	Yasalar ve Uluslararası Antlaşmalar	Merkezi Hükümet ve Yerel Yönetimler	AB kuralları bağlayıcıdır.
Avusturya	Denk Bütçe Kuralı, Harcama Kuralı, Gelir Kuralı ve Borç Kuralı (1985, 1998)	Yasalar ve Siyasi Taahhüt	Merkezi Hükümet	Mali Sorumluluk Yasası yürürlüktedir.
Belçika	Denk Bütçe Kuralı, Borçlar Kuralı, Harcama Kuralı ve Gelir Kuralı (1992, 1993)	Uluslararası Antlaşmalar ve Siyasi Taahhüt	Merkezi Hükümet	AB kuralları bağlayıcıdır.
Brezilya	Denk Bütçe Kuralı ve Harcama Kuralı (2000), Borçlar Kuralı (2001)	Anayasa ve Yasalar	Merkezi Hükümet	Mali Sorumluluk Yasası yürürlüktedir.
Çek Cumhuriyeti	Denk Bütçe Kuralı ve Borç Kuralı (2004), Harcama Kuralı (2005)	Yasalar ve Uluslararası Antlaşmalar	Merkezi Hükümet ve Yerel Yönetimler	AB kuralları bağlayıcıdır.
Danimarka	Harcama Kuralı (1994), Gelir Kuralı (2001), Denk Bütçe Kuralı ve Borç Kuralı (1992)	Uluslararası Antlaşmalar, Anayasa ve Siyasi Taahhüt	Merkezi Hükümet	AB kuralları bağlayıcıdır.
Finlandiya	Denk Bütçe Kuralı ve Borç Kuralı (1995), Harcama Kuralı (1999)	Uluslararası Antlaşmalar ve Siyasi Taahhüt	Merkezi Hükümet ve Yerel Yönetimler	AB kuralları bağlayıcıdır.
Fransa	Denk Bütçe Kuralı (2012), Borç Kuralı (1992), Harcama Kuralı (1998), Gelir Kuralı (2006)	Uluslararası Antlaşmalar, Yasalar ve Siyasi Taahhüt	Merkezi Hükümet, Yerel Yönetimler ve Sosyal Güvenlik	AB kuralları bağlayıcıdır.
Hindistan	Denk Bütçe Kuralı (2004)	Yasalar	Merkezi Hükümet	Cari Hesap Dengesi Kuralı
Kanada	Denk Bütçe Kuralı, Harcama Kuralı ve Borç Kuralı (1998)	Siyasi Taahhüt	Merkezi Hükümet	Mali Sorumluluk Yasası yürürlüktedir.
Macaristan	Harcama Kuralı, Denk Bütçe Kuralı (2010) ve Borç Kuralı (2004)	Uluslararası Antlaşmalar ve Yasalar	Merkezi Hükümet	AB kuralları bağlayıcıdır.
Meksika	Denk Bütçe Kuralı, Gelir Kuralı (2006) ve Harcama Kuralı (2013)	Yasalar	Merkezi Hükümet	Çok yıllık harcama tavanı belirlenmektedir.
İngiltere	Denk Bütçe Kuralı ve Borç Kuralı (2010, 2009 ve 1997)	Uluslararası Antlaşmalar, Yasalar ve Siyasi Taahhüt	Merkezi Hükümet	Altın Kural
İspanya	Harcama Kuralı (2011), Denk Bütçe Kuralı (2006) ve Borç Kuralı (1992)	Uluslararası Antlaşmalar ve Yasalar	Merkezi Hükümet ve Yerel Yönetimler	AB kuralları bağlayıcıdır.
İtalya	Denk Bütçe Kuralı (2014) ve Borç Kuralı (1992)	Uluslararası Antlaşmalar ve Anayasa	Merkezi Hükümet	AB kuralları bağlayıcıdır.
Japonya	Denk Bütçe Kuralı (1947) ve Harcama Kuralı (2010)	Yasalar ve Siyasi Taahhüt	Merkezi Hükümet	Altın Kural
Portekiz	Denk Bütçe Kuralı (2015) ve Borç Kuralı (1992)	Uluslararası Antlaşmalar ve Yasalar	Merkezi Hükümet ve Yerel Yönetimler	AB kuralları bağlayıcıdır.
Rusya	Denk Bütçe Kuralı (2007) ve Harcama Kuralı (2013)	Yasalar	Merkezi Hükümet	Petro gelirleri hariç bütçe açığının en fazla GSYİH'nin 4,7'si olması hedeflenmektedir.
Yeni Zelanda	Denk Bütçe Kuralı ve Borç Kuralı (1994)	Yasalar	Merkezi Hükümet	Mali Sorumluluk Yasası yürürlüktedir.
Yunanistan	Denk Bütçe Kuralı (2014), Harcama Kuralı (2011) ve Borç Kuralı (1992)	Uluslararası Antlaşmalar ve Yasalar	Merkezi Hükümet	AB kuralları bağlayıcıdır.

Kaynak: IMF (2009), Fiscal Rules-Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances, s.59 ve IMF (2015), Fiscal Rules at a Glance, s.7.

3. Türkiye'de Kuralı Maliye Politikaları

Türkiye, para politikası alanında farklı çıplar kullanmakla birlikte maliye politikası alanında resmi bir çıpa kullanmamaktadır. 1958 yılında yaşanan borç darboğazının

ardından, 1961 yılında IMF ile yapılan ilk stand-by anlaşmasından sonra, değişik dönemlerde 18 stand-by anlaşması imzalanarak mali istikrar sağlanmaya çalışılmıştır. Bununla birlikte, 1963 yılında Ankara Anlaşması ve 1970 yılında da Katma Protokol imzalanarak AB süreci başlatılmış ve bu süreçte, AB aday ülkelerinin taahhüt ettiği, Maastricht kriterleri yerine getirilmeye çalışılmıştır. 2008 yılında 19. stand-by anlaşmasının sona ermesiyle başlayan IMF ile görüşmelerin sonuçsuz kalması anayasal düzlemde oluşturulacak bir mali kuralın çıpa olarak kullanılmasını tartışmaya açmıştır. Türkiye’de kurallı maliye politikası alanında sayısal hedeflere başvurmadan önce merkezi yönetim ve yerel yönetimlerde önemli düzenlemelere gidilmiştir. 1211 sayılı T.C. Merkez Bankası Kanunu (2001, md.50), 5018 sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu, 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun, 5393 sayılı Belediye Kanunu ve 5302 sayılı İl Özel İdaresi Kanunları bunlardan bir kısmını oluşturmaktadır (Demir ve İnan, 2011, s.45). Ayrıca, IMF tarafından desteklenen yüzde 6,5’lik faiz dışı fazla hedefi önemli bir çıpa olarak ciddiyetle uygulanmaktadır. Türkiye’nin AB çıpası (Maastricht Kriterleri) ise kamu kesimi borç stoku, bütçe açığı, enflasyon ve faiz gibi temel değişkenler üzerine sınırlamalar getirmektedir. 2008 sonrasında IMF ile anlaşmaların gerçekleşmemesi üzerine, IMF’in de telkinleriyle, hem piyasaya güven vermek hem de kamu harcamalarını sınırlandırmak amacıyla mali kuralların uygulanacağı açıklanmıştır. Türkiye için mali kural $a_t = -\gamma(a_{t-1} - a^*) - k(b_t - b^*)$ şeklinde formüle edilmektedir. Mali kuralın hedefi orta-uzun vadede bütçe açığı/GSYİH oranının (a^*) yüzde 1, GSYİH artışının (b^*) da yüzde 5 olmasıdır. Yakınsama katsayıları ise 0,33 olarak belirlenmektedir. Yani, mali kural iktisadi büyüme ve bütçe açığı hedefleri üzerine kurulmaktadır. Bununla birlikte, AB’de bütçe açığı hedefinin yüzde 3 olduğu hatırdta tutulursa hedefin iddialı olduğu belirtilmelidir. Bu formül, iktisadi büyüme yoluyla tasarruf sağlanarak bütçe açığını azaltmayı hedeflemektedir. Hedeften sapma olduğu zaman ekstra açığın ilk yıldan başlayarak üçte bir düzeyinde azaltılarak kapatılacağı öngörülmektedir.

Bütçe gelirlerinin dolaylı vergiler ve ücretliler üzerinden tahsil edilen gelir vergisine dayanıyor olması, sosyal yardım ve güvenlik gibi harcamaların azaltılamaması ve kayıtdışı sektörün büyüklüğü önemli yapısal sorunlardır. Ayrıca, tasarı düzeyinde kalan ve uygulamaya konulmayan kurallı maliye politikasına getirilebilecek en önemli eleştiri koyulan sayısal hedeflerin bağımsız kuruluşlar yerine siyasi mekanizma yoluyla denetlenecek olması ve herhangi bir yaptırım öngörmemesidir. Bununla birlikte, mali kuralların askıya alınması Türkiye’de yasal veya anayasal düzlemde herhangi bir mali kuralın uygulanmadığını ve siyasi taahhüt düzeyinde kaldığını göstermektedir. Türkiye’nin farklı çıpalar itibarıyla ortaya koyduğu hedef ve gerçekleştirmeler 2010 - 2015 dönemi itibarıyla aşağıda, **Tablo 3’de**, yer almaktadır:

Tablo.3

Türkiye'nin Kurallı Maliye Politikası Kapsamındaki Hedefleri, 2010 - 2015 (%)

Temel Göstergeler	Hedef (%)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Büyüme	5	9,2	8,8	2,1	4,2	3,0	4,0
Kamu Borç Stoku/GSYİH	60	40,0	36,4	32,6	31,2	28,6	27,5
Genel Yönetim Dengesi	(-) 3	(-) 2,0	3,4	6,7	7,7	5,6	10,3

Faiz Dışı Fazla	6,5	2,8	7,8	5,3	7,7	6,0	6,0
Enflasyon	En düşük enflasyonlu 3 ülke ortalamasından 1,5 puan sapma gösterebilir.	8,6 (3,5) (6,5)	6,5 (4,6) (5,5)	9,0 (3,9) (5,0)	7,5 (3,2) (5,0)	8,9 (2,5) (5,0)	7,7 (1,6) (5,0)
Faiz	En düşük enflasyonlu 3 ülkenin faiz oranları ortalamasından 2 puan yüksek olabilir.	9,0 (5,1)	12,5 (5,0)	9,0 (4,0)	7,8 (4,0)	11,3 (3,7)	10,8 (3,0)

Kaynak: <http://www.tuik.gov.tr> (TÜİK), <http://ec.europa.eu/eurostat> (Eurostats) ve <https://www.hazine.gov.tr> (Hazine Müsteşarlığı). **Not:** Siyah (üst) parantez içindeki sayısal değerler Almanya, Fransa ve İngiltere'nin ortalamasını göstermektedir. Kırmızı (alt) parantez içindeki sayısal değerler ise Türkiye'nin hedef göstergeleridir.

Türkiye'nin genel yönetim dengesi, kamu kesimi borç stoku ve faiz dışı fazla gibi kamu maliyesinin sürdürülebilirliğini gösteren hedeflerinde başarı yakaladığı görülmektedir. Bununla birlikte, küresel para politikalarına dair belirsizlikler ve küresel büyümeye dair endişelerin etkisiyle portföy akımındaki dengesizlik büyüme, faiz ve enflasyon gibi hedeflerde ciddi bir sapma oluşturmaktadır. Enflasyonda gıda fiyatları ve döviz kuru kaynaklı bir artışın yaşanmakta olduğu görülmektedir. Mali disiplinin hem risk primleri hem de enflasyon üzerinde mali bir tampon görevi görmesi, bankaların borçlanma düzeyini düşürmesi ve hanehalkı borç düzeyinin yatay seyretmesi olası kriz risklerini azaltmaktadır (TCMB, 2015, s.9). Kamu tasarrufunu arttırarak bütçe açığını azaltmayı hedefleyen faiz dışı fazlada, 2010 yılı hariç, hedefe yaklaşmış veya aşılmıştır. Enflasyon ve faiz gibi göstergelerde hem AB kriterleri hem de kendi oluşturduğumuz kriterlere ulaşamadığımız görülmektedir. Bunun temel nedeni, Türk ekonomisinin yapısal sorunlarının ve kırılğanlığının devam etmesidir.

4. Kur Baskısı Altında Kurallı Maliye Politikalarının Sürdürülebilirliği

2008 krizi etkilerinin bertaraf edilememesi, bölgesel çatışmaların devam etmesi ve petrol gelirlerinin düşmesi kur baskısı altında kamu kesimi borç stoku ve kamu kesimi dengesinin mali sürdürülebilirlik riskini (fiscal sustainability risk) arttırmaktadır. Gelişmiş ülkeler dış borçlarını yerli para cinsinden aldıkları için esnek hareket edebilmekteyken, gelişmekte olan ülkelerde toplam brüt dış borçlar GSYİH'nın yüzde 60'ına ulaştığında yıllık büyüme yaklaşık yüzde 2 azalmaktadır. Bu oran yüzde 90'lara yaklaştığında yıllık büyüme oranları yarısı kadar düşmektedir. IMF, 2000'li yılların başından bu yana ülkelerin borçluluğuyla ilgili önemli çalışmalar yapmakta ve gelişmiş ülkelerin dış borç düzeyinin önemli derecede yüksek olduğunu belirtmektedir (Reinhart ve Rogoff, 2010a, s.3).

Borçların ödenememesi (default) olayı 1824 - 2004 yılları arasında, coğrafi bölgeler temel alındığında, 126 olayla en sık Latin Amerika'da görülürken; ikinci sırada, 63 olayla Afrika yer almaktadır. Bununla birlikte, Afrika ülkeleri 100 veya 150 yıl daha Avrupa'nın kolonisi olmaya devam ederken, lider durumundaki Latin Amerika ülkeleri bağımsızlıklarını kazanmış ve 19. yüzyıldan önce uluslararası mali piyasalara ulaşabilmişlerdir. Gelişmekte olan ülkeler açısından borçların ödenememesi olayı en sık Asya'da görülmektedir. Borçların ödenememesiyle ilgili 1921 - 1940 arasında 39 olay ve 1941 - 1970 arasında altı olay meydana gelmiştir. Borç krizi, Meksika'nın borçlarını askıya aldığı Ağustos 1982 yılına kadar ortaya çıkmadıysa da bu tarihten sonra 34'ü Afrika'da ve 29'u Latin Amerika'da olmak üzere 70 olay meydana gelmiştir. (Borensztein ve Panizza, 2008, s.6).

Borçların ödenememesinin maliyetleri konusunda kesin bir uzlaşma sağlanamamaktadır. Geleneksel olarak kamu borç literatürü iki mekanizma üzerinde durmaktadır. Bunlardan ilki itibari maliyet (reputational cost); diğeri ise doğrudan yaptırımlar (direct sanction)'dır. İtibari maliyet mali piyasalardan dışlanmaya işaret ederken; doğrudan yaptırımlar, malların hukuki haczini ve uluslararası ticari yaptırımları içermektedir. Ticari ambargoların ülkelerin borçlarını ödemeleri konusunda daha etkili olduğu belirtilmelidir (Borensztein ve Panizza, 2008, s.3). Rusya'nın borçlarını ödeyemeyeceğini ilanından sonra devrim 69 yıl devam etmiştir. 1826'da Yunanistan'ın, aynı şekilde, borçlarını ödeyemeyeceğini belirtmesi uluslararası sermaye piyasalarına 53 yıl erişememesine yol açmıştır (Reinhart ve Rogoff, 2010b, s.6).

Borçlanma iktisadi faaliyetlerin doğal bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Tiruneh (2003, s.79) dış borçların nedenini tasarruf açığı, döviz kısıtı ve dış faktörler (krizler) olarak görmekte ve borçların artış nedenini de kamu kaynaklarının israfına bağlamaktadır. Borç Sürdürülebilirlik Analizi (Debt Sustainability Analysis, DSA) ülkelerin politika hedeflerini finanse etmek ve ortaya çıkan borçların ödenmesi konusundaki kapasitelerini ölçmek için kullanılmaktadır. DSA, politika yapıcıların mali dengesizlikleri görmesine yardımcı olmakta ve borçların gelişimi ve borç servisleri noktasında uyarılarda bulunmakta ve genellikle brüt tutarlar üzerinden hesaplanmaktadır. Bununla birlikte, ülkenin bütçe dışında önemli düzeyde fonları bulunuyorsa rakamların yüksek çıkacağı da belirtilmelidir. DSA için kullanılan eşitlik aşağıdaki yer almaktadır (IMF, 2014, s.166):

$$\text{Borç Göstergesi} = \frac{\text{Borçluluk}}{\text{Geri Ödeme Kapasitesi}}$$

Ülkelerin geri ödeme kapasitesi GSYİH, ihracat ve kamu gelirleri tarafından ölçülmektedir. Borç yükü göstergeleri stok göstergeler (brüt borç) ve akım göstergeler (borç servisi) olarak ikiye ayrılmaktadır. Dış borç stoku, ülke içinde yerleşik olanların (kamu veya özel sektör) yerleşik olmayanlara yönelik mali yükümlülüklerini ifade etmekteken; borç servisi, yıl içinde dış borçların anapara ve faiz olarak ödenen tutarının ihracata (mal ve hizmet) oranını göstermektedir (IMF, 2014, s.167). Mali göstergeler üzerine konulan eşik değerler bir erken uyarı sistemi (Early Warning System, EWS) olarak ülkelere öncül bilgiler sunmaktadır. Dünya Bankası ve IMF tarafından kabul edilen bu göstergelerden *Dış Borç Stoku/GSYİH*'nin yüzde 30-50 arasında olması orta dereceli borçluluğa, yüzde 50'nin üzerinde olması ise yüksek borçluluğa işaret etmektedir. *Borç servisi/İhracat* oranı dış borç karşılama oranı olarak da bilinmektedir. Bu oranın yüzde 18-30 aralığında olması orta dereceli borçluluğu, yüzde 30'u aşması ise yüksek borçluluğu göstermektedir. Bununla birlikte; Dünya Bankası, gelişmekte olan ülkeler için yapılan ampirik çalışmaların ve borç servisi performanslarının borç servisi/ihracat oranının yüzde 200'e ulaşması durumunda bir tehlike oluşturduğunu göstermektedir.

Tablo 4'te gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik göstergeleri yer almaktadır. 2015 yılında Hindistan yüzde 7,6, Çin yüzde 6,9 ve Türkiye yüzde 4,0 büyürken; ABD yüzde 2,6, Almanya yüzde 1,7, Fransa yüzde 1,3 ve İngiltere yüzde 2,2 büyümüştür. Rusya ve Brezilya'nın büyüme rakamlarının negatif olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, düşük büyüme rakamları gelişmiş ülkelerin kamu ve dış borç

stoklarını karşılayacak düzeyde bulunmamaktadır. ABD, İngiltere ve Fransa'nın dış borç ve kısa vadeli borç stoklarının tehlikeli bir düzeye ulaştığı görülmektedir. Bu durum, özellikle ABD'nin daha korumacı bir dış ticaret politikası izlemesini açıklamaktadır. Ayrıca, Tablo 1'de gösterilen yapılandırma ihtiyaçları itibariyle, ABD, İngiltere ve Fransa'nın vergi ve harcama tedbirlerini başarılı bir şekilde uygulayamadıkları gözlenmektedir. BRIC ülkeleri, Meksika ve Türkiye'nin hem kamu hem de dış borç stoklarının düşük seviyede olması geçmiş tecrübelerden önemli dersler çıkardıklarını göstermektedir.

Tablo.4
Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Makroekonomik Göstergeleri, 2015 (%)

Ülke / Makro Ekonomik Gösterge	Büyüme	Cari Denge/GSYİH	Kamu Kesimi Dengesi/GSYİH	Kamu Kesimi Brüt Borç Stoku /GSYİH	Toplam Brüt Dış Borç Stoku/GSYİH	Kısa Vadeli Dış Borç Stoku (Borç Servisi)/İhracat	Rezerv/Toplam Brüt Dış Borç
ABD	2.6	(-) 2.6	(-) 4.2	105.2	98.2	229.3	2.2
Almanya	1.7	8.5	0.7	71.0	145.5	105.2	3.6
Avusturya	1.0	1.9	(-) 1.0	85.5	171.5	75.1	3.4
Avusturalya	2.2	(-) 4.7	(-) 2.8	37.6	105.0	130.1	3.5
Belçika	1.5	0.4	(-) 2.5	105.8	249.7	94.8	2.1
Brezilya	(-) 3.8	(-) 3.3	(-) 3.6*	66.2	37.5	22.2 (38.1)	65.2
Çek Cumhuriyeti	4.5	0.9	(-) 0.6	40.3	68.1	26.2	51.1
Çin	6.9	3.0	0.8	43.9	12.9	37.8 (4.7)	235.9
Danimarka	1.0	7.1	(-) 1.7	45.5	156.8	101.0	14.1
Finlandiya	0.2	(-) 4.0	(-) 2.8	62.5	207.0	194.3	2.1
Fransa	1.3	(-) 0.2	(-) 3.5	96.2	205.9	255.0	2.8
Hindistan	7.6	(-) 1.1	(-) 4.0*	69.1	22.9	19.6 (10.9)	69.7
Kanada	1.1	(-) 3.2	(-) 1.3	91.5	102.6	115.5	5.0
Macaristan	3.1	3.3	(-) 1.6	75.3	128.4	14.2	21.2
Meksika	2.5	(-) 2.9	0.1	54.0	36.5	17.2 (13.2)	40.7
İngiltere	2.2	(-) 5.4	(-) 4.3	89.0	286.4	669.8	1.6
İspanya	3.2	1.4	(-) 5.1	99.8	164.5	175.9	2.7
İtalya	0.7	1.6	(-) 2.6	132.7	123.9	115.6	5.8
Japonya	0.5	0.8	(-) 6.2	248.0	71.4	297.9	41.9
Portekiz	1.5	0.4	(-) 4.4	129.0	218.0	190.3	4.5

Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 26, Sayı 2, 2017, Sayfa 99-116

Rusya	(-) 3.7	5.1	(-) 1.1	16.4	39.0	10.7 (23.3)	71.0
Türkiye	4.0	(-) 4.5	(-) 1.0	32.9	55.4	50.8 (10.7)	23.4

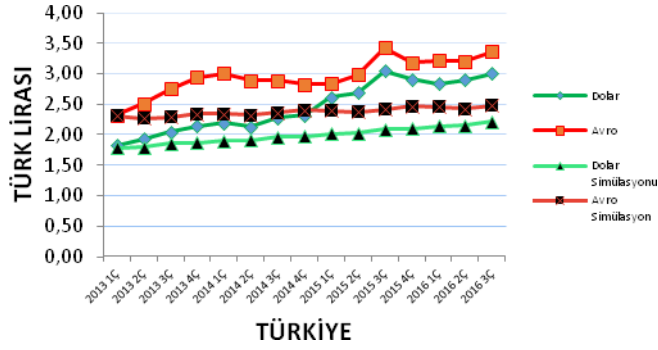
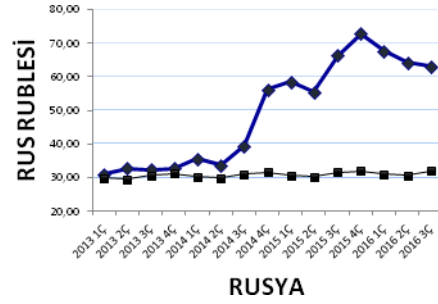
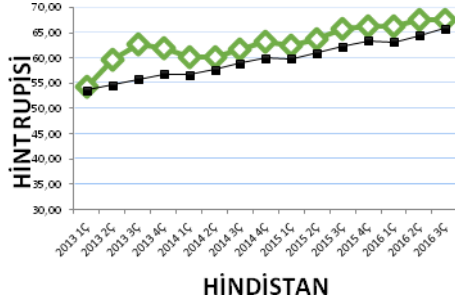
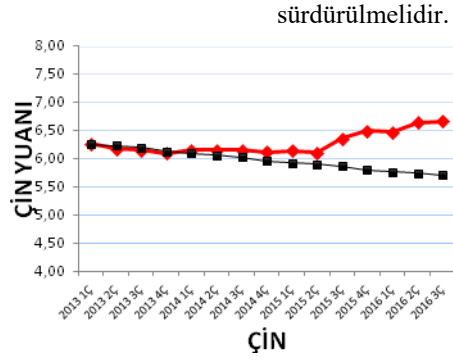
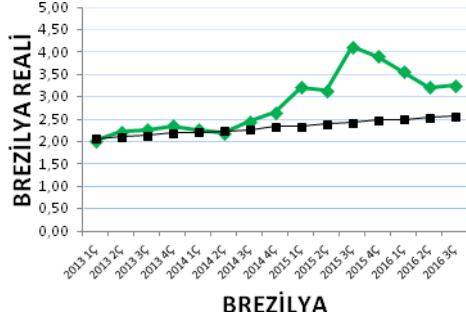
Kaynak: <http://www.worldbank.org> (The World Bank) ve <http://www.imf.org/external/index.htm> (IMF). **Not:** * Sırasıyla 2014 ve 2013 verileri.

Tablo.5
BRIC Ülkeleri ve Türkiye'nin Mali Göstergeleri, 2015 (%)

Ülke/Makro Ekonomik Göstergeler	Brezilya	Çin	Hindistan	Rusya	Türkiye	
GSYİH Büyümesi	(-) 3.8	6.9	7.6	(-) 3.7	4.0	
Cari Hesap Dengesi/GSYİH	(-) 3.3	3.0	(-) 1.1	5.1	(-) 4.5	
Kamu Mali Dengesi/GSYİH	(-) 3.6*	0.8	(-) 4.0*	(-) 1.1	(-) 1.0	
Toplam Brüt Kamu Borç Stoku/GSYİH	66.2	43.9	69.1	16.4	32.9	
Toplam Brüt Dış Borç Stoku/GSYİH	37.5	12.9	22.9	39.0	55.4	
Kısa Vadeli Dış Borçlar (Borç Servisi)/İhracat	22.2 (38.1)	37.8 (4.7)	19.6 (10.9)	10.7 (23.3)	50.8 (10.7)	
Rezerv/Toplam Brüt Dış Borç	65.2	235.9	69.7	71.0	23.4	
Merkezi Yönetim	İç Borç	83.5	96.6	v.y.	74.6	63.5
	Dış Borç	16.5	3.4	v.y.	25.4	36.5
	Kısa Vadeli Borç	0.0	2.2	v.y.	12.0	0.01
	Uzun Vadeli Borç	100.0	97.8	v.y.	98.0	99.9
Dış Borç	Kısa Vade	10.4	64.9	18.2	89.3	25.7
	Uzun Vade	89.6	35.1	81.8	10.7	74.3
Kamu ve Kamu Tarafından Garanti Edilen Borçlar	Dolar	93.6	97.5	84.1	99.3	63.1
	Avro	4.0	1.4	2.3	0.7	30.6

Kaynak: <http://www.worldbank.org> (The World Bank) ve <http://www.imf.org/external/index.htm> (IMF)

Gelişmekte olan ülkelerde kamu mali yapısında oluşabilecek dengesizliklerin temelinde birkaç neden yatmaktadır. Bunları kamu harcamalarının kısılamaması, optimal vergi tasarımlarının mali alanı daraltması, teknoloji transfer maliyetlerinin artması ve her ne kadar kurallı maliye politikaları uygulansa da yapısal sorunların giderilememesi oluşturmaktadır. Çin'in yatırıma dayalı büyüme modelinden tüketime dayalı büyüme modeline geçmesi ve firmaların yüksek borçluluk düzeyi ve gölge bankacılık sistemi kırılabilirlik oluşturmaya rağmen (TCMB, 2015, s.4), **Tablo 5**'den görüldüğü üzere, yüksek büyüme oranı ve tasarruf fazlası, borçların sürdürülebilirliği ve güçlü rezerv yapısıyla sağlıklı bir görünüme sahiptir. Hindistan hızlı büyümesine rağmen tasarruf açığının devam etmesi ve kamu kesimi brüt borç stokunun yüzde 69,1 düzeyinde olması kamu maliyesini zorlamaktadır. 2015 yılında Brezilya ve Rusya'nın büyüme görünümünün negatif olmasına karşın kamu kesimi ve dış borç stokunun sürdürülebilir seviyede olması önemlidir. Rusya'da, petrol gelirlerinin katkısıyla, cari denge yüzde 5,1 fazla vermekte ve kamu kesimi borç stoku yüzde 16,4 ile BRIC ülkeleri ve Türkiye'den güçlü durmaktadır. Türkiye'nin tasarruf açığı yüzde 4,5 seviyesinde devam etmektedir. Kamu ve dış borç düzeyinin düşük olmasına karşın kısa vadeli borçların ihracata oranının yüzde 50,8 ve büyüme rakamının beklentinin altında kalması kırılabilirlik oluşturmaktadır. BRIC ülkeleri ve Türkiye ekonomileri kısa vadeli şoklara karşı sağlıklı bir görünümde olsa da yeni riskler tespit edilmeli ve mali disiplin



Grafiklerde, ABD Merkez Bankasının tetiklediği portföy hareketlerine bağlı olarak ısınan sermaye piyasalarında, yerli para birimlerinin dolar kuru karşısındaki tepkileri gösterilmektedir. Renkli (üst) eğriler mevcut durumu resmederken; siyah (alt) eğriler 2010 - 2012 dönemi uyarlanmış beklentileri doğrultusunda 2013 - 2016 döneminde olması gereken dolar kurunu göstermektedir. 2013 yılı başında hareketlenmeye başlayan döviz piyasaları 2016 yılının sonuna doğru zirveye ulaşmıştır. Gelişmekte olan piyasalarda, 2013 - 2016 arasındaki dönem dikkate alındığında, dolar karşısında en çok değer kaybeden para birimi Rus rublesi ile Türk lirasının olduğu görülmektedir. Bu dönemde ruble, dolar karşısında yüzde 103 değer kaybederken; lira, yüzde 65 değer kaybetmiştir. Brezilya reali yüzde 61 ile ciddi bir kayıp yaşarken, Hint rupisindeki

kayıp yüzde 24 ile daha ılımlıdır. Çin yuanı ise dolar karşısında sadece yüzde 6 değer kaybetmiştir. Çin'in dolar karşısında değer kaybetmesi ve doların değerlenmesine bağlı olarak emtia fiyatlarındaki düşüş gelişmekte olan ülkelerin rekabet gücünü azaltmaktadır. Ruble ve liranın dolar karşısında en çok değer kaybeden para birimleri olması sadece dışsal değil; içsel ve bölgesel faktörlerin de önemli bir rol oynadığını göstermektedir. Ayrıca, bu dönemde, Türk lirası avro karşısında yüzde 45 değer kaybetmiştir.

Kamu kesimi açığı ve kamu ve dış borç stokunun ABD ekonomisi üzerinde bir baskı oluşturması ve ABD Merkez Bankasının faiz artırımı kararı 2013 yılından itibaren gelişmekte olan ülkelere portföy çıkışlarına ve yerli para birimlerinin dolar karşısında değer kaybetmesine neden olmaktadır. Bölgesel riskler ve ülkelerin kırılabilirliklerinin da fiyatlandırılmasıyla 2015/2016 dönemi dolar kuru zirve yapmıştır. Bu durum, kamu harcamalarını yerli parayla finanse eden; fakat kamu ve dış borçlarını dolarla ödeyen gelişmekte olan ülkeler için büyük risk oluşturmaktadır. **Tablo 6**, 2015 yılı için, BRIC ülkeleri ve Türkiye'deki kur artışının mali değişkenler üzerindeki etkisini göstermektedir:

Tablo.6
Kur Artışının Mali Değişkenler Üzerindeki Etkisi, 2015 (%)

Gösterge	Mali Değişken	Dolar Kuru Yıl Ortalaması 2013	Dolar Kuru Simülasyon Yıl Ortalaması 2015	Dolar Kuru Yıl Ortalaması 2015	Yabancı Para Cinsinden Borç Oranı	Kur Artışından Doğan Fark (Yerel Para Birimi, milyon)	Simülasyon Kurundan Doğan Fark (Yerel Para Birimi, milyon)	Yüzde Puan Artış (2013 Bazlı)	Yüzde Puan Artış (Simülasyon 2015)
Brezilya	Borç Servisi Artış	2.16	2.41	3.33	93.60	98.385	77.468	12.8	10.1
	Kamu Borcu Artış					1.285.423	1.012.132	21.8	17.1
Çin	Borç Servisi Artış	6.20	5.88	6.23	97.50	3.653	43.085	0.0	0.3
	Kamu Borcu Artış					144.278	1.701.739	0.2	2.4
Hindistan	Borç Servisi Artış	58.60	61.61	64.15	84.10	225.465	103.023	0.8	0.4
	Kamu Borcu Artış					6.825.665	3.118.884	5.0	2.3
Rusya	Borç Servisi Artış	31.84	31.13	60.94	99.30	2.898.817	2.969.612	11.9	12.2
	Kamu Borcu Artış					6.419.974	6.576.764	7.8	8.0
Türkiye	Borç Servisi Artış	1.9	2.06	2.72	93.70	16.699	13.529	3.1	2.5
	Kamu Borcu Artış					181.555	147.088	9.3	7.5

Kaynak: <http://www.worldbank.org> (The World Bank) ve <http://www.imf.org/external/index.htm> (IMF)

2010 - 2012 yılları arası aylık ortalama dolar kuru artışları 2013 - 2015 yılları için uyarlandığında mevsimsel etkilerin de kapsandığı simülasyon sonuçlarının, Çin hariç, BRIC ülkeleri ve Türkiye'deki 2015 yılı dolar kuru ortalamasının altında kaldığı Tablo 6'da görülmektedir. 2013 yılındaki dolar kuru baz alındığında 2015 yılında Çin'in borç servisinde herhangi bir değişiklik olmazken; kamu kesimi borç stokunda yüzde 0,2 puanlık sınırlı bir artış söz konusu olmaktadır. 2015 yılı için uyarladığımız dolar kuru ortalamasıyla karşılaştırıldığında ise Çin'in kamu kesimi borç stoku yüzde 2,4 puanlık bir artış yaşamaktadır. Dolar kurundaki oynaklığın en az etki yaptığı ülkenin Çin olduğu

tablodan anlaşılmaktadır. Hindistan'da da dolar kuru artışı borç servisi ve kamu kesimi borç stoku üzerinde sınırlı bir etki oluşturmaktadır. Borç servisi ihmal edilebilir bir düzeydeyken, kamu kesimi borç stoku 2013 yılı baz alındığında yüzde 5 puan ve 2015 simülasyon ortalaması baz alındığında ise yüzde 2,3 puan artmaktadır. Brezilya, kurdaki artıştan en çok etkilenen ülke durumundadır. 2013 yılı baz alındığında borç servisi yüzde 12,8 puan ve kamu kesimi borç stoku yüzde 21,8 puan artış gösterirken; 2015 simülasyon ortalaması baz alındığın sırasıyla yüzde 10,1 puan ve yüzde 17,1 puanlık artış ortaya çıkmaktadır. Türkiye'nin borç yapısı uzun vadeli borçlardan oluştuğu için 2013 ve 2015 bazlı borç servisi artışları yüzde 3,1 puan ve yüzde 2,5 puanla ılımlı bir düzeydedir. Kamu kesimi borç stoku ise sırasıyla yüzde 9,3 puan ve yüzde 7,5 puanlık artış göstermektedir. Rusya'da ise kamu kesimi borç stokuna nispetle borç servis artışlarının yüksek olduğu görülmektedir. 2013 yılı baz alındığında borç servisinde yüzde 11,9 puanlık bir artış ortaya çıkmaktayken, 2015 yılı simülasyon ortalaması baz alındığında yüzde 12,2'lik bir artış ortaya çıkmaktadır. Bu durum, 2015 yılına ait simülasyon ortalamasının 2013 yılı ortalamasından düşük olmasından kaynaklanmaktadır. Rusya'da kamu kesimi borç stoku artışı da sırasıyla yüzde 7,8 ve yüzde 8 puandır.

Sonuç

Gelişmiş ülkelerin düşük büyüme oranları ve gelişmekte olan ülkelerin yapısal sorunları ekonomiler için kırılganlık oluşturmaya devam etmektedir. ABD, İngiltere ve Fransa'nın kamu kesimi borç stoku, brüt dış borç stoku ve kısa vadeli borç stoklarının tehlikeli bir düzeye ulaştığı görülmektedir. Bu durum, özellikle ABD'nin daha korumacı bir dış ticaret politikası izlemesini açıklamaktadır. ABD, İngiltere ve Fransa'nın 2010 yılında öngörülen vergi ve harcama tedbirlerini başarılı bir şekilde uygulamadıkları anlaşılmaktadır. BRIC ülkeleri, Meksika ve Türkiye'nin hem kamu kesimi hem de dış borç stoklarının düşük seviyede olması ülkelerin geçmiş tecrübelerden ders çıkardıklarını göstermektedir. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerin temel mali değişkenlerinin gelişmiş ülkelere göre istikrarlı olması, tasarruf açığından dolayı mali disipline devam etmek zorunda olmaları ve iç talebi arttıramamalarından kaynaklanmaktadır.

Kamu kesimi açığı ve kamu ve dış borç stokunun ABD ekonomisi üzerinde bir baskı oluşturması ve ABD Merkez Bankasının faiz artırımı kararı 2013 yılından itibaren gelişmekte olan ülkelere portföy çıkışlarına ve yerli para birimlerinin dolar karşısında değer kaybetmesine neden olmaktadır. Bölgesel riskler ve ülkelerin kırılganlıklarının da fiyatlandırılmasıyla 2015/2016 döneminde döviz kuru zirve yapmıştır. Bu durum, kamu harcamalarını yerli parayla finanse eden; fakat kamu ve dış borçlarını dolarla ödeyen gelişmekte olan ülkeler için büyük risk oluşturmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere, 2013 - 2016 arasındaki dönem dikkate alındığında, dolar karşısında en çok değer kaybeden para birimi Rus rublesi ile Türk lirasının olduğu görülmektedir. Bu dönemde ruble, dolar karşısında yüzde 103 değer kaybederken; lira, yüzde 65 değer kaybetmiştir. Brezilya reali yüzde 61 ile ciddi bir kayıp yaşarken, Hint rupisindeki kayıp yüzde 24 ile daha ılımlıdır. Çin yuani ise dolar karşısında sadece yüzde 6 değer kaybetmiştir. Çin'in dolar karşısında değer kaybetmesi ve doların değerlenmesine bağlı olarak emtia fiyatlarındaki düşüş gelişmekte olan ülkelerin rekabet gücünü azaltmaktadır. Ruble ve

liranın dolar karşısında en çok değer kaybeden para birimleri olması sadece dışsal değil; içsel ve bölgesel faktörlerin de önemli bir rol oynadığını göstermektedir.

2010 - 2012 yılları arası aylık ortalama dolar kuru artışları 2013 - 2015 yılları için uyarlandığında mevsimsel etkilerin de kapsandığı simülasyon sonuçlarının, Çin hariç, BRIC ülkeleri ve Türkiye'deki 2015 yılı dolar kuru ortalamasının altında kaldığı Tablo 6'da görülmektedir. Çin'in kamu kesimi ve toplam brüt dış borç düzeyinin düşük olması ve güçlü rezerv yapısıyla sınırlı kur artışından düşük düzeyde etkilenmiştir. Hindistan'da da dolar kuru artışı borç servisi ve kamu kesimi borç stoku üzerinde sınırlı bir etki oluşturmaktadır. Brezilya, kurdaki artıştan en çok etkilenen ülke durumundadır. 2013 yılı baz alındığında borç servisi yüzde 12,8 puan ve kamu kesimi borç stoku yüzde 21,8 puan artış gösterirken; 2015 simülasyon ortalaması baz alındığında sırasıyla yüzde 10,1 puan ve yüzde 17,1 puanlık artış ortaya çıkmaktadır. Türkiye'nin borç yapısı uzun vadeli borçlardan oluştuğu için 2013 ve 2015 bazlı borç servisi artışları yüzde 3,1 puan ve yüzde 2,5 puanla ılımlı bir düzeydedir. Kamu kesimi borç stoku ise sırasıyla yüzde 9,3 puan ve yüzde 7,5 puanlık artış göstermektedir. Rusya'da ise kamu kesimi borç stokuna nispetle borç servis artışlarının yüksek olduğu görülmektedir. 2013 yılı baz alındığında borç servisinde yüzde 11,9 puanlık bir artış ortaya çıkmaktayken, 2015 yılı simülasyon ortalaması baz alındığında yüzde 12,2'lik bir artış ortaya çıkmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin borçluluk düzeyleri sürdürülebilir olmasına karşın Brezilya, Rusya ve Türkiye'nin kur artışından önemli derecede etkilendiği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler kısa vadeli şoklara karşı sağlıklı bir görünümde olsa da yeni riskler tespit edilmeli ve mali disiplin sürdürülmelidir.

Kaynaklar

- Bronzstein, E., Panizza, U. (2008). The Cost of Sovereign Default. *IMF Working Paper*, 238, 1-50, 12.12.2016, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08238.pdf>.
- Demir, M., İnan, M. (2011). Türkiye' de Mali Kural. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13/2, 25-66, 18.10.2017, <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/287338>.
- European Commission (2009). *Economic and Financial Affairs, Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*. Luxembourg, 22.12.2010, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15887_en.pdf.
- Hagen, J. Von. (2005). Fiscal Rules and Fiscal Performance in the EU and Japan. *GESY Discussion Paper*, 147, 1-44, 10.03.2011, <http://www.gesy.uni-mannheim.de/dipa/147.pdf>.
- IMF (2009). *Fiscal Rules-Anchoring Expectations for Sustainable Public Finance*. 15.03.2011, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/121609.pdf>.
- IMF (2010a). *Fiscal Monitor Navigating the Fiscal Challenges Ahead*. 15.03.2011, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2010/fm1001.pdf>.
- IMF (2010b). *From Stimulus To Consolidation: Revenue And Expenditure Policies In Advanced And Emerging Economies*. 15.03.2011, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/dp/2010/dp1003.pdf>.

- IMF (2014). *External Debt Statistics Guide for Compilers and Users*. 25.12.2016, <http://www.tffs.org/pdf/edsg/ft2014.pdf>.
- IMF (2015). *Fiscal Rules at a Glance*. 25.12.2016, <http://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/Fiscal%20Rules%20at%20a%20Glance%20-%20Background%20Paper.pdf>.
- Kennedy, S., Robbins, J., & Delorme, F. (1996). The Role of Fiscal Rules in Determining Fiscal Performance. *Department of Finance Working Paper*, 2001-16, 10.03.2011, <http://dsp-psd.pwgsc.gc.ca/Collection/F21-8-2001-16E.pdf>.
- Kopits, G., Symansky, S. (1998). Fiscal Policy Rules. *IMF Occasional Paper*, 162, <http://www.cartac.org/UserFiles/File/Training%20Documents/Occasional%2010.03.2011,%20Paper%20162%20Fiscal%20Policy%20Rules-%201%20-%20DMSDR1S.pdf>.
- Kopits, G. (2001). Fiscal Rules: Useful Policy Framework or Unnecessary Ornament. *IMF Working Paper*, 145, 10.03.2011, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01145.pdf>.
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. (2010a). Growth in a Time of Debt. *NBER Working Paper*, 15639, 1-25, 20.12.2016, <http://www.nber.org/papers/w15639.pdf>.
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. (2010b). From Financial Crash to Debt Crisis. *NBER Working Paper*, 15795, 1-46, 20.12.2016, <http://www.nber.org/papers/w15639.pdf>.
- TCMB (2015). *Finansal İstikrar Raporu Kasım 2015*. 27.01.2016, <http://www.tcmb.gov.tr>.
- Tiruneh, M. W. (2003). *External Imbalances as an Explanation for Growth: Rate Differences across Time and Space*. 1-247, 25.12.2016, https://edoc.ub.uni-muenchen.de/1734/1/WorkieTiruneh_Menbere.pdf.
- Türkey, O. (1984). Türkiye'de İstihdam Politikası. *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları Aziz Köklü Armağanı*, 535, 10.03.2011, <http://kitaplar.ankara.edu.tr/dosyalar/pdf/154.pdf>.