



**T. C.
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI İKTİSAT VE İKTİSADİ GELİŞME BİLİM DALI**

**PARA BİRLİĞİ VE FİNANSAL KRİZ YÖNETİMİ: AB AÇISINDAN BİR
ANALİZ**

DOKTORA TEZİ

Derya YILMAZ

BURSA - 2014



**T. C.
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI İKTİSAT VE İKTİSADİ GELİŞME BİLİM DALI**

**PARA BİRLİĞİ VE FİNANSAL KRİZ YÖNETİMİ: AB AÇISINDAN BİR
ANALİZ**

DOKTORA TEZİ

Derya YILMAZ

**Danışman:
Prof. Dr. Emin ERTÜRK**

BURSA - 2014

TEZ ONAY SAYFASI ÖRNEĞİ

T. C.
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

..... İktisat Anabilim/Anasanat Dalı,
Ulusal Enerji, İktisat ve İkt. Gelişim Bilim Dalı'nda 710811001 numaralı
..... Derya YILMAZ 'nın hazırladığı
"Para Birliği ve Finansal Kriz Yönetimi: AB Açısından Bir Analiz
" konulu Doktoru (Yüksek Lisans/Doktora/Sanatta Yeterlik
Tezi/Çalışması) ile ilgili tez savunma sınavı, 27.11./2014 günü 13:00-14:30 saatleri arasında
yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin/çalışmasının
..... başarılı (başarılı/başarısız) olduğuna oybirliği (oybirliği/oy çokluğu)
ile karar verilmiştir.

Üye (Tez Danışmanı ve Sınav Komisyonu
Başkanı)

Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Prof. Dr. Emin E. Faruk

Üye

Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Prof. Dr. Mustafa Serüktekin

Üye

Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Prof. Dr. Feride Yılmaz

Üye

Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Prof. Dr. Nalan Ölmezgülkeri
Uludağ Üniversitesi

Üye

Akademik Unvanı, Adı Soyadı
Üniversitesi

Prof. Dr. Nazım Ekren
İstanbul Ticaret Üniversitesi

27.11./2014

ÖZET

Yazar Adı ve Soyadı : Derya YILMAZ
Üniversite : Uludağ Üniversitesi
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı : İktisat
Bilim Dalı : Uluslararası İktisat ve İktisadi Gelişme
Tezin Niteliği : Doktora Tezi
Sayfa Sayısı : 317+xix
Mezuniyet Tarihi : / / 20.....
Tez Danışman(lar)ı : Prof. Dr. Emin ERTÜRK

PARA BİRLİĞİ VE FİNANSAL KRİZ YÖNETİMİ: AB AÇISINDAN BİR ANALİZ

Para birliği, iktisadi ilişkileri yoğun olan bir grup ülkenin paralarını sabit kurlarla birbirlerine bağladıktan sonra tek para ve merkez bankasına geçmeleridir. Para birliğine katılarak ülkeler, para politikasının kontrolünü uluslar üstü bir otoriteye devretmiş olurlar. Normal zamanlarda, para politikasının kontrolünün kaybedilmesi bir sorun yaratmasa ve enflasyonla mücadelede yararlı olarak görülse de finansal kriz yönetimi söz konusu olduğunda önemli bir politika aletinin yitirilmesi anlamına gelir. Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği (EPB)'nin kuruluş aşamasında da para politikasının kontrolünün güvenilir bir kuruma devredilmesi avantaj olarak görülmüş ve Avrupa Merkez Bankası (AMB), fiyat istikrarı hedefiyle hayata geçirilmiştir. Bu hedefle yola çıkan AMB, Global Finansal Kriz sonrası finansal kriz yönetiminde diğer Merkez Bankalarına göre daha tutucu davranmış ve kriz yönetimini büyük ölçüde ulusların maliye politikalarına yüklemiştir. Finansal kriz yönetiminde ortak bir çerçevenin geliştirilememiş olması bazı ülkelerin Borç Krizine sürüklenmesine de zemin hazırlamıştır. Global Finansal Kriz sonrası, finansal kriz yönetiminin birlik çapında ele alınması gerekliliği ortaya çıkmış ve AB çapında kurumsal düzenlemelere gidilmiştir. Ancak bu kurumsal düzenlemelerin bir kısmı hala yürürlüğe girmemiştir. Bu çalışmada finansal kriz yönetimi para birliği içinde ve AB'ye üye ancak para birliği dışında kalan ülkeler açısından değerlendirilmiştir. İlk olarak finansal kriz yönetiminde politika aletlerini kullanma açısından para birliğinin içinde ya da dışında olmanın ne gibi farkları olduğuna bakılmıştır. İkinci olarak finansal kriz yönetiminde para birliğinin içinde olup tek bir para politikasına bağlı kalmak ya da dışında olup bağımsız para politikası uygulamanın finansal kriz yönetimi açısından etkin olup olmadığı araştırılmıştır. 2007 Ağustos-2013 Aralık arası kapsayan dönemde incelenen 15 ülke için ayrı ayrı VAR modelleri kurulmuştur. Analizin sonucunda para birliğinin dışında kalan ülkelerin finansal kriz yönetiminde uyguladıkları para politikasının etkin olduğu tespit edilmiştir. Para birliği ülkelerinde ise çevre ülkeler de etkin, merkez ülkelerde ise etkin olmadığı sonucuna varılmıştır.

Anahtar Sözcükler: Para Birliği, Finansal Kriz Yönetimi, Ekonomik ve Parasal Birlik (EPB), VAR Analizi

ABSTRACT

Name and Surname : Derya YILMAZ
University : Uludağ University
Institution : Social Science Institution
Field : Economics
Branch : International Economics and Economic Development
Degree Awarded : PhD
Page Number : 317+xix
Degree Date : / / 20.....
Supervisor (s) : Prof. Dr. Emin ERTÜRK

MONETARY UNION AND FINANCIAL CRISIS MANAGEMENT: A CASE OF EU

In a monetary union, countries irreversibly fixed their exchange rates and switch into a common currency and central bank. This leads to a loss of national sovereignty on monetary policy. In normal times, delegating a monetary policy to a credible institution may be defensible. But in the wake of financial crisis, this means losing an important policy tool. While designing monetary union, delegating monetary policy to a credible institution -which has a solely price stability mandate- was an important motivation. With this mandate, ECB act conservatively in financial crisis management and left it mostly to the national fiscal policies and that provoked some countries to face with debt crisis. After global financial crisis, the need of common financial crisis management framework have become apparent. So; institutional changes have been approved accordingly, but some of them have not come into force yet. In this study, financial crisis management in EMU have been analyzed by considering being an insider or outsider. First, this difference have been studied in the context of using policy tools. Second, the effectiveness of monetary policy in financial crisis management have been analyzed considering the difference of being insider that means following ECB's monetary policy and an outsider that means following independent monetary policy. This argument have been examined using VAR models for 15 countries between August 2007 and December 2013. According to these models monetary policies of the outsiders are effective. However, monetary policy of the ECB is effective in periphery countries while ineffective in core countries.

Keywords: Monetary Union, Financial Crisis Management, Economic and Monetary Union (EMU), VAR Analysis

ÖNSÖZ

Bu tezin hazırlanmasında konunun seçiminden sonuca kadar benden desteğini esirgemeyen değerli ve saygıdeğer hocam Prof. Dr. Emin ERTÜRK'e teşekkürü bir borç bilirim. Ayrıca tezin şekillenmesinde katkıları bulunan Prof. Dr. Nalan ÖLMEZOĞULLARI ve Prof. Dr. Mustafa SEVÜKTEKİN'e teşekkürlerimi sunarım. Her zaman yanımda ve bana destek olan babalarım Hüseyin HEKİM ve Halil YILMAZ'a teşekkür ederim. Benden desteklerini esirgemeyen annem Müşerref HEKİM ve kardeşim Simge HEKİM'e ayrı olarak teşekkür etmem gerekir. Bu süreçte her zaman sabırla yanımda olan eşim Yahya Kemal YILMAZ'a da sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Derya YILMAZ

Bursa- Kasım 2014

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI.....	i
ÖZET.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
KISALTMALAR.....	x
TABLolar.....	xiv
ŞEKİLLER.....	xvi
GRAFİKLER.....	xvii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA BİRLİĞİ TEORİSİ

1. PARA BİRLİĞİ TEORİSİNİN EVRİMİ.....	8
1.1. Geleneksel Para Birliği Teorisi.....	10
1.1.1. Para Birliğinin Şartları.....	10
1.1.2. Para Birliğine Katılmanın Fayda ve Maliyetleri.....	18
1.2. Yeni Para Birliği Teorisi.....	23
1.2.1. İktisattaki Değişmelerin Etkisi.....	23
1.2.2. Şokların Benzerliği ve Endojenlik Tartışmaları.....	29
2. PARA BİRLİĞİ UYGULAMALARI.....	31
2.1. Ulusal Para Birlikleri.....	31
2.1.1. ABD Para Birliği.....	32
2.1.2. Almanya Para Birliği.....	32
2.1.3. İtalyan Para Birliği.....	33
2.2. Uluslararası Para Birlikleri.....	34
2.2.1. Latin Para Birliği.....	37
2.2.2. İskandinav Para Birliği.....	38
2.2.3. Belçika- Lüksemburg Ekonomik Birliği.....	38
2.2.4. CFA Frank Sahası.....	39
2.2.5. Doğu Karayip Para Birliği.....	40
2.2.6. Ortak Para Alanı.....	40
3. AVRUPA'DA EKONOMİK VE PARASAL ENTEGRASYON.....	41
3.1. Ekonomik Entegrasyon.....	42
3.2. Parasal Entegrasyonun İlk Adımları.....	43
3.2.1. Werner Raporu.....	43

3.2.2. Tüneldeki Yılan	44
3.3.Avrupa Para Sistemi (APS)	45
3.3.1. APS'nin İşleyişi.....	45
3.3.2. APS'nin Değerlendirilmesi.....	48
3.4.Ekonomik ve Parasal Birlik.....	52
3.4.1. Tek Avrupa Senedi ve Delors Raporu.....	53
3.4.2. Maastricht Antlaşması ve Yakınsama Kriterleri.....	54
3.4.3. EPB'nin Aşamaları.....	55
3.5.EPB'de Politika Üretimi.....	59
3.5.1. Sistemin Parasal Kurumları: Avrupa Merkez Bankaları Sistemi ve Eurosistem.....	60
3.5.1.1 Avrupa Merkez Bankası (AMB)	61
3.5.1.2 Ulusal Merkez Bankaları (UMB)	62
3.5.1.3 Avrupa Merkez Bankaları Sistemi ve Bağımsızlık.....	62
3.5.1.4 Avrupa Merkez Bankaları Sistemi ve Hesap Verilebilirlik.....	63
3.5.2. Para Politikası Stratejisi ve Operasyonel Çerçeve.....	64
3.5.2.1 Para Politikası Stratejisi.....	64
3.5.2.2 Para Politikası Operasyonları.....	66
3.5.3. Maliye Politikası	68
3.5.3.1 Kamu Maliyesi Sürdürülebilirliği.....	68
3.5.3.2 Aşırı Açık Prosedürü.....	69
3.5.3.3 İstikrar ve Büyüme Paktı.....	70
3.5.3.4 Avrupa Rekabet Paketi ve Altılı Paket.....	72
3.5.3.5 İstikrar Koordinasyon ve Yönetim Antlaşması.....	74
3.6.EPB Dışındaki Ülkelerin Sistemdeki Durumu.....	75
3.7.EPB Para Birliği İçin Uygun mu?	77

II. BÖLÜM

PARA BİRLİKLERİ VE FİNANSAL KRİZ YÖNETİMİ

1. FİNANSAL İSTİKRAR.....	82
1.1. Finansal İstikrar Kavramı.....	83
1.2. Finansal İstikrarın Çerçevesi.....	85
2. FİNANSAL KRİZLER.....	88
2.1. Finansal Krizlerin Anatomisi.....	89
2.2. Finansal Kriz Türleri.....	93
2.2.1. Para Krizleri.....	93
2.2.2. Ani Duruş Krizleri.....	95
2.2.3. Borç Krizleri.....	96
2.2.4. Bankacılık Krizleri.....	98

3. FİNANSAL KRİZ YÖNETİM MEKANİZMALARI	100
3.1.Para Politikası Önlemleri.....	100
3.1.1. Geleneksel Para Politikası Önlemleri.....	101
3.1.2. Geleneksel Olmayan Para Politikası Önlemleri.....	103
3.2.Maliye Politikası Önlemleri.....	109
3.3.Finansal Kurumlara Destek Politikaları.....	112
3.3.1. Geniş Kapsamlı Garantiler.....	113
3.3.2. Regülasyon Toleransı.....	115
3.3.3. İdari Önlemler.....	115
3.3.4. Varlık Yönetim Şirketleri.....	116
3.3.5. Finansal Kurumların Yeniden Yapılandırılması.....	117
3.3.6. Borç Affı.....	119
3.4.Kamu Borcu Yeniden Yapılandırılması.....	120
4. GLOBAL FİNANSAL KRİZ	122
4.1. Krizin Gelişimi.....	122
4.2. Finansal Krizden Borç Krizine.....	127
4.3. Para Birliği ve Kriz: Yapısal Sorunlar.....	133
4.4. Para Birliği Dışında Kriz: İngiltere ve İsveç.....	136
5. AB'DE FİNANSAL İSTİKRAR VE FİNANSAL KRİZ YÖNETİMİ: KURUMSAL DÜZENLEMELER	138
5.1. Finansal Hizmetler Hareket Planı.....	140
5.2. Lamfalussy Süreci.....	141
5.3. Global Finansal Kriz Sonrası: Larosere Raporu.....	141
5.4. Bankalar Birliği (Banking Union).....	147
6. GLOBAL FİNANSAL KRİZ SONRASI UYGULAMADA FİNANSAL KRİZ YÖNETİMİ	152
6.1. Para Politikası Önlemleri.....	153
6.1.1. Likidite Desteği.....	154
6.1.2. Varlık Alımları.....	158
6.1.3. Kılavuz Politika.....	161
6.1.4. Merkez Bankalarının Bilançolarına Etki.....	163
6.2. Maliye Politikası Önlemleri.....	169
6.2.1. Finansal Kurumlara Destek Politikaları.....	170
6.2.2. Ekonomik Aktiviteye Destek Politikaları.....	187
6.3. Borç Krizine Karşı Kurtarma(Bail-out) Programları.....	194
6.3.1. Yunanistan.....	195
6.3.2. İrlanda.....	198
6.3.3. Portekiz.....	199
6.3.4. İspanya.....	200

III. BÖLÜM
PARA BİRLİKLERİNDE FİNANSAL KRİZ YÖNETİMİNİN AMPİRİK
DEĞERLENDİRİLMESİ

1. LİTERATÜR TARAMASI	202
2. VEKTÖR OTOREGRESYON(VAR) MODELİ	205
2.1.Etki-Tepki Fonksiyonları	206
2.2.Varyans Ayırıştırması.....	207
3. UYGULAMA	207
3.1.Durağanlık Analizleri.....	209
3.2.Model Tahmin Sonuçları.....	212
3.2.1. Euro Bölgesi.....	212
3.2.1.1. Almanya.....	213
3.2.1.2. Avusturya.....	217
3.2.1.3. Belçika.....	221
3.2.1.4. Fransa.....	224
3.2.1.5. Hollanda.....	227
3.2.1.6. İrlanda.....	229
3.2.1.7. İspanya.....	233
3.2.1.8. İtalya.....	236
3.2.1.9. Lüksemburg.....	239
3.2.1.10. Portekiz.....	242
3.2.1.11. Slovenya.....	245
3.2.1.12. Yunanistan.....	248
3.2.2. İngiltere.....	251
3.2.3. İsveç.....	254
3.2.4. ABD.....	258
3.3.Değerlendirme.....	261
4. EPB NASIL KURTULUR? YAPILANLAR VE YAPILAMAYANLAR.	
.....	268
SONUÇ	272
KAYNAKÇA	277
EK	308
ÖZGEÇMİŞ	316

KISALTMALAR

ABCP: Varlığa Dayalı Ticari Kağıtlar (Asset Backed Commercial Papers)

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

ABS: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (Asset Backed Security)

ADF: Arttırılmış Dickey-Fuller (Augmated Dickey- Fuller)

AIC: Akaike Bilgi Kriteri (Akaike Info Criterian)

AMC: Varlık Yönetim Şirketi (Asset Managemet Company)

AMB: Avrupa Merkez Bankası

AMBS: Avrupa Merkez Bankaları Sistemi

APS: Avrupa Para Sistemi

AT: Avrupa Topluluğu

BAC: Banka Danışma Komitesi (Bank Advisory Commitee)

BLEB: Belçika Lüksemburg Ekonomik Birliği

BNR: İtalya Krallığı Ulusal Bankası (Banca Nazionale del Regno d'Italia)

BoE: İngiltere Merkez Bankası (Bank of England)

BU: Bankalar Birliği (Banking Union)

CDO: Teminatlı Borç Senedi (Credit Default Obligations)

CDS: Kredili İflas Takası (Credit Default Swap)

CEIOPS: Avrupa Sigortacılık ve Mesleki Emeklilik Denetçileri Komitesi (Committee of European Insurance and Occupational Rensions Supervisors)

CESR: Avrupa Menkul Kıymetler Regülasyon Komitesi (The Committee of European Securities Regulation)

CFA: Afrika Finansal Topluluğu (Communaute Financiere Africaine)

DKM: Döviz Kuru Mekanizması

DKPS: Doğu Karayip Para Sahası

EBA: Avrupa Bankacılık Otoritesi (European Banking Authority)

EBC: Avrupa Bankacılık Komitesi (European Banking Committee)

ECOFIN: Ekonomi ve Maliye Bankaları Konseyi (Economic And Financial Affairs Council)

ECSC: Avrupa Kömür ve Çelik Topluluğu (European Coal Steel Community)

ECU: Avrupa Para Fonu (European Currency Unit)

EEC: Avrupa Ekonomik Topluluğu (European Economic Community)

EERP: Avrupa Ekonomik Toparlanma Planı (European Economic Recovery Planı)

EFSF: Avrupa Finansal İstikrar Kolaylığı (European Financial Stability Facility)

EFSM: Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması (European Financial Stability Mechanism)

EIB: Avrupa Yatırım Bankası (European Investment Bank)

EIOPA: Avrupa Sigortacı ve Mesleki Emeklilik Otoritesi (European Insurance and Occupational Pensions Authority)

EIOPC: Avrupa Sigortacı ve Mesleki Emeklilik Komitesi (European Insurance and Occupational Pensions Committee)

EMCF: Avrupa Parasal İşbirliği Fonu (European Monetary Cooperation Fund)

EMF: Avrupa Para Fonu (European Monetary Fund)

EMI: Avrupa Para Enstitüsü (European Monetary Institute)

EONIA: Avrupa Gecelik Faiz Oranı(European Overnight Index Average)

EPB: Ekonomik Ve Parasal Birlik

EPU: Avrupa Ödemeler Birliği (European Payments Union)

ESC: Avrupa Menkul Kıymetler Komitesi (European Securities Committee)

ESFS: Avrupa Finansal Denetçiler Sistemi (European System of Financial Supervision)

ESM: Avrupa İstikrar Mekanizması (European Stability Mechanism)

ESMA: Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi (European Security and Markets Authority)

ESRB: Avrupa Sistemik Risk Kurulu (European Systemic Risk Board)

FDIC: Federal Mevduat Sigorta Kurumu (Federal Deposit Insurance Corporation)

FED: ABD Merkez Bankası (Federal Reserve)

FOMC: Federal Açık Piyasa Komitesi (Federal Open Market Committee)

FSAP: Finansal Hizmetler Hareket Planı (Financial Services Action Plan)

IMF: Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)

İPB: İskandinav Para Birliği

LOLR: Son Ödünç Verme Mercii (Lender of Last Resort)

LPB: Latin Para Birliği

MBS: Mortgage'a Dayalı Menkul Kıymetler (Mortgage Backed Securities)

MPC: Para Politikası Komitesi (Monetary Policy Committee)

MTO: Orta Vadeli Hedef (Medium Term Objective)

OECC: Avrupa Ekonomik İşbirliği Örgütü (Organization for European Economic Cooperation)

OECD: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü

OMT: Doğrudan Parasal İşlemler (Outright Monetary Transactions)

OPA: Optimum Para Alanı

OPS: Ortak Para Sahası

PSI: Özel Sektör Katılımı (Private Sector Involvement)

SIC: Schwarz Bilgi Kriteri (Schwarz Info Criterion)

SIV: Yapılandırılmış Yatırım Araçları (Structured Investment Vehicles)

SMP: Menkul Kıymetler Piyasası Programı (Securities Market Programme)

SRB: Tek Çözüm Kurulu (Single Resolution Board)

SRF: Tek Çözüm Fonu (Single Resolution Fund)

SRM: Tek Çözüm Mekanizması (Single Resolution Mechanism)

SSM: Tek Denetim Mekanizması (Single Supervisory Mechanism)

TCMB: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

TARGET: Trans-Avrupa Gerçek Zamanlı Otomatik Ekspres Takas Transfer Sistemi
(Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer)

UMB: Ulusal Merkez Bankası

VAR: Vektör Otoregresif (Vector Autoregressive)

VIX: Volatatile Endeksi (Volatility Index)

TABLULAR

Tablo 1.1 Uluslararası Para Birlikleri Karşılaştırması.....	36
Tablo 1.2 ECU'nun Bileşimi ve Merkezi Kurlar (12 Eylül 1990)....	47
Tablo1.3 Döviz Kuru Mekanizmasındaki 8 Ülkeye Karşı Nominal Döviz Kuru Oynaklığı.....	49
Tablo.1.4 Yakınsama Kriterleri ve Ülkelerin Durumu.....	57
Tablo 1.5 OPS Endeksi.....	79
Tablo 2.1 Kreditor Tipine Göre Kamu Borcu Yeniden Yapılandırması.....	120
Tablo 2.2 Global Finansal Kriz Sonrası Ekonomik Göstergeler.....	129
Tablo 2.3 Euro Bölgesinde Cari Denge, Enflasyon (2000-07)	135
Tablo 2.4 Bankaların GIPSI Ülkelerinden Alacakları (Mayıs 2010, ABD\$).....	136
Tablo 2.5 İngiltere ve İsveç'te Özel Tasarruflar ve Cari Denge (%GSYİH)	137
Tablo 2.6 AMB Bilançosu.....	165
Tablo 2.7 Ülkelerin Uyguladıkları Finansal Kurumlara Destek Politikaları (2007-2011).....	172
Tablo 2.8 Finansal Kurumlara Destek Politikaları'nın İçeriği (2007-2011)	179
Tablo 2.9 Otomatik İstikrarlandırıcıların Etkinliği.....	187
Tablo 2.10 2008-20103 Mali Canlandırma Paketleri (%2008 GSYİH).....	191
Tablo 3.1 ADF Birim Kök Testi Sonuçları.....	210
Tablo 3.2 Varyans Ayrıştırma Tablosu (DLYALM)	216
Tablo 3.3 Varyans Ayrıştırma Tablosu (DYLAU)	220
Tablo 3.4 Varyans Ayrıştırma Tablosu (DLYBE)	223
Tablo 3.5 Varyans Ayrıştırma Tablosu (LYFR)	226
Tablo 3.6 Varyans Ayrıştırma Tablosu (LYHOL)	228
Tablo 3.7 Varyans Ayrıştırma Tablosu (LYIRL)	232
Tablo 3.8 Varyans Ayrıştırma Tablosu (LYISP)	235
Tablo 3.9 Varyans Ayrıştırma Tablosu (DLYİTA)	238
Tablo 3.10 Varyans Ayrıştırma Tablosu (DLYLUK)	241
Tablo 3.11 Varyans Ayrıştırma Tablosu (DLYPOR)	244
Tablo 3.12 Varyans Ayrıştırma Tablosu (DLYSLO)	247
Tablo 3.13 Varyans Ayrıştırma Tablosu (LYYUN)	250

Tablo 3.14 Varyans Ayırıştırma Tablosu (DLYING)	253
Tablo 3.15 Varyans Ayırıştırma Tablosu (DLYISV)	257
Tablo 3.16 Varyans Ayırıştırma Tablosu (LYABD)	259

ŞEKİLLER

Şekil 1.1 Para Birliğine Katılmanın Faydası ve Ekonomik Entegrasyon.....	20
Şekil.1.2 Para Birliğine Katılmanın Fayda ve Maliyetleri ve Ekonomik Entegrasyon...	22
Şekil.1.3 Para Birliği'nin Fayda ve Maliyetlerine Keynesyen ve Monetarist Bakış.....	26
Şekil 1.4 Zaman Tutarsızlığı.....	27
Şekil.1.5 Euro Değişim Kurları.....	59
Şekil 1.7 EPB Para Birliği için Uygun mu?.....	78
Şekil 2.1 Finansal İstikrar Çerçevesi.....	86
Şekil 2.2 Yeni AB Finansal Denetim Mimarisi.....	146
Şekil 3.1 Euro'nun İmkansız Üçlüsü.....	272

GRAFİKLER

Grafik 1.1 1990-93 Ortalama Enflasyon Performansları.....	56
Grafik 2.1 Libor-OIS Spreadi (\$, 3 aylık).....	126
Grafik 2.2 Euribor-OIS Spread.....	127
Grafik 2.3 10 Yıllık Tahvil Spreadleri (Alman Tahvilleri Baz Alınarak)	132
Grafik 2.4 Nominal Birim İşgücü Maliyeti (1996=100)	134
Grafik 2.5 EPB 'de Finansal Gelişim.....	141
Grafik 2.6 Politika Faiz Oranları.....	153
Grafik 2.7 Merkez Bankaları Toplam Varlıklar (1 Ağustos 2007=100)	164
Grafik 2.8 Merkez Bankaları Toplam Varlıkların Dağılımı.....	167
Grafik 2.9 Avrupa Ülkelerinde Kamu Müdahalelerinin Bütçe Açığına Etkisi (% GSYİH).....	183
Grafik 2.10 AB Ülkelerinde Kamu Müdahalelerinin Brüt Borç Oranına Etkisi (% GSYİH).....	185
Grafik 2.11 Şartlı (Contingent) Yükümlülükler (2012, %GSYİH)	186
Grafik 2.12 Merkezi Hükümet Bütçe Dengesi (% GSYİH)	188
Grafik 2.13 Merkezi Hükümet Brüt Borç/GSYİH (2006)	189
Grafik 2.14 Dışa Açıklık Oranları ve Hükümet Harcaması Çarpanı.....	190
Grafik 2.15 Euro Bölgesi Mali Canlandırma Programlarının İçeriği.....	193
Grafik 3.1 AMB Toplam Varlıkları.....	212
Grafik 3.2 Almanya Sanayi Üretim Endeksi (YALM).....	212
Grafik 3.3 Almanya Tüketici Fiyat Endeksi (PALM)	214
Grafik 3.4 Etki- Tepki Fonksiyonları (Almanya, DLAMBMB'ye Şok)	215
Grafik 3.5 Etki-Tepki Fonksiyonları (Almanya, VIX'e Şok)	217
Grafik 3.6 Avusturya Sanayi Üretim Endeksi (YAU)	218
Grafik 3.7 Avusturya Tüketici Fiyat Endeksi (PAU).....	219
Grafik 3.8 Etki Tepki Fonksiyonları (Avusturya, DLAMBMB'e Şok)	220
Grafik 3.9 Etki-Tepki Fonksiyonları (Avusturya, VIX'e Şok)	220
Grafik 3.10 Belçika Sanayi Üretim Endeksi (YBE)	221
Grafik 3.11 Belçika Tüketici Fiyat Endeksi (PBE)	221
Grafik 3.12 Etki Tepki Fonksiyonları (Belçika, DLAMB'e Şok)	222

Grafik 3.13 Etki Tepki Fonksiyonları (Belçika, VIX'e Şok)	223
Grafik 3.14 Fransa Sanayi Üretimi (YFR)	224
Grafik 3.15 Fransa Tüketici Fiyatları Endeksi (PFR)	224
Grafik 3.16 Etki Tepki Fonksiyonları (Fransa, DLAMB'e Şok)	225
Grafik 3.17 Etki Tepki Fonksiyonları (Fransa, VIX'e Şok)	226
Grafik 3.18 Hollanda Sanayi Üretimi (YHOL)	227
Grafik 3.19 Hollanda Tüketici Fiyat Endeksi (PHOL)	227
Grafik 3.20 Etki-Tepki Fonksiyonları (Hollanda, DLAMBMB'e Şok).....	228
Grafik 3.21 Etki Tepki Fonksiyonları (Hollanda, VIX'e Şok)	229
Grafik 3.22 İrlanda Sanayi Üretim Endeksi (YIRL)	230
Grafik 3.23 İrlanda Tüketici Fiyat Endeksi (PIRL)	230
Grafik 3.24 Etki Tepki Fonksiyonları (İrlanda, DLAMBMB'e Şok)	231
Grafik 3.25 Etki Tepki Fonksiyonları (İrlanda, VIX'e Şok)	232
Grafik 3.26 İspanya Sanayi Üretim Endeksi (YISP)	233
Grafik 3.27 İspanya Tüketici Fiyat Endeksi (PISP)	233
Grafik 3.28 Etki Tepki Fonksiyonları (İspanya, DLAMBMB'e Şok).....	234
Grafik 3.29 Etki Tepki Fonksiyonları (İspanya, VIX'e Şok)	235
Grafik 3.30 İtalya Sanayi Üretim Endeksi (YİTA)	236
Grafik 3.31 İtalya Tüketici Fiyat Endeksi (PİTA)	236
Grafik 3.32 Etki Tepki Fonksiyonları (İtalya, DLAMBMB'e Şok)	237
Grafik 3.33 Etki Tepki Fonksiyonları (İtalya, VIX'e Şok)	238
Grafik 3.34 Lüksemburg Sanayi Üretim Endeksi (YLUK)	239
Grafik 3.35 Lüksemburg Tüketici Fiyat Endeksi (PLUK)	239
Grafik 3.36 Etki Tepki Fonksiyonları (Lüksemburg, DLAMBMB'e Şok)	240
Grafik 3.37 Etki Tepki Fonksiyonları (Lüksemburg, VIX'e Şok)	241
Grafik 3.38 Portekiz Sanayi Üretim Endeksi (YPOR)	242
Grafik 3.39 Portekiz Tüketici Fiyat Endeksi (PPOR)	242
Grafik 3.40 Etki Tepki Fonksiyonları (Portekiz, DLAMBMB'e Şok)	243
Grafik 3.41 Etki Tepki Fonksiyonları (Portekiz, VIX'e Şok)	244
Grafik 3.42 Slovenya Sanayi Üretim Endeksi (YSLO)	245
Grafik 3.43 Slovenya Tüketici Fiyat Endeksi (PSLO)	245
Grafik 3.44 Etki Tepki Fonksiyonları (Slovenya, DLAMBMB'e Şok)	246

Grafik 3.45 Etki Tepki Fonksiyonları (Slovenya, VIX'e Şok)	247
Grafik 3.46 Yunanistan Sanayi Üretim Endeksi (LYUN)	248
Grafik 3.47 Yunanistan Tüketici Fiyat Endeksi (PYUN)	248
Grafik 3.48 Etki Tepki Fonksiyonları (Yunanistan, DLAMBMB'e Şok)	249
Grafik 3.49 Etki Tepki Fonksiyonları (Yunanistan, VIX'e Şok)	250
Grafik 3.50 İngiltere Sanayi Üretimi (YİNG)	251
Grafik 3.51 İngiltere Tüketici Fiyat Endeksi (PİNG)	251
Grafik 3.52 BoE Toplam Varlıkları.....	252
Grafik 3.53 Etki Tepki Fonksiyonları (İngiltere, DLBOEMB'e Şok)	253
Grafik 3.54 Etki Tepki Fonksiyonları (İngiltere, VIX'e Şok)	254
Grafik 3.55 İsveç Sanayi Üretim Endeksi (YİSV)	255
Grafik 3.56 Riksbank Toplam Varlıkları.....	255
Grafik 3.57 İsveç Tüketici Fiyat Endeksi (PISV)	256
Grafik 3.58 Etki Tepki Fonksiyonları (İsveç, DLRIKSMB'e Şok)	256
Grafik 3.59 Etki Tepki Fonksiyonları (İsveç, VIX'e Şok)	257
Grafik 3.60 ABD Sanayi Üretimi (YABD)	258
Grafik 3.61 ABD Tüketici Fiyat Endeksi (PABD)	259
Grafik 3.62 Etki Tepki Fonksiyonları (ABD, DLFEDMB'e Şok)	259
Grafik 3.63 Etki Tepki Fonksiyonları (ABD, VIX'e Şok)	260
Grafik 3.64 İşsizlik Oranları (Avusturya, Belçika, Almanya)	261
Grafik 3.65 Reel GSYİH Büyüme Oranları.....	261
Grafik 3.66 İşsizlik Oranları (Yunanistan, İrlanda, İspanya, Portekiz, İtalya)	262
Grafik 3.67 Reel GSYİH Büyüme Oranlar.....	263
Grafik 3.68 İşsizlik Oranları (Fransa, Hollanda, Lüksemburg, Slovenya)	264
Grafik 3.69 Reel GSYİH Büyüme Oranları.....	265
Grafik 3.70 İşsizlik Oranları (İngiltere ve İsveç)	265
Grafik 3.71 İşsizlik Oranı (ABD)	266
Grafik 3.72 Reel GSYİH Büyüme Oranları.....	266

GİRİŞ

Yakın iktisadi ilişkileri olan ülkelerin; sabit kur uygulaması kur riskini ortadan kaldırdığı için karşılıklı ticareti arttırır. Bunun bir adım ötesine geçerek tek bir paraya geçmek, paralar arasındaki değişim maliyetlerinin de ortadan kalkması ile ticaretin daha fazla teşvik ettiği gibi refah da artar. Sonuçta işlem maliyetleri karşılığında hiçbir şey elde edilemeyen ölü bir kayıptır. Diğer yandan; tek bir para -dolayısıyla tek bir merkez bankası- tek bir para politikası anlamına gelmektedir. Parasal bağımsızlık ortadan kalkmakta, para politikasının kontrolü ulusüstü bir otoriteye devrolmaktadır. Birliğe giren ülke negatif bir şokla karşılaştığında bağımsız para politikası uygulama şansını kaybeder. Para birliği teorisi, bu avantaj ve dezavantajlar göz önünde bulundurulduğunda hangi ülkeler paralarını sabit kurlarla birbirlerine bağlayıp tek para ve merkez bankasına geçerek bir birlik oluşturmalıdır, sorusunun cevabını aramaktadır. Bu soruyu ilk olarak Mundell (1961) sormuş ve aralarında faktör hareketliliği fazla olan ülkelerin para birliği için iyi bir aday olduğunu vurgulamıştır. Faktör hareketliliği sayesinde bir ülkede negatif bir şok yaşandığında, atıl kalan faktörler diğer ülkelere gidecek ve böylece ayarlama kendiliğinden gerçekleşecektir. Daha sonrasında ise McKinnon (1963), dışa açık ülkelerin; Kennen (1969) ise, çok çeşitli mallar üreten ülkelerin para birliğine girmekten fayda sağlayacağını eklemiştir.

Para birliği teorisi ortaya atıldığı bu geleneksel döneminden sonra ilgiden oldukça uzak kalmıştır. Teorinin tekrar gündeme gelmesi ise Avrupa'da parasal entegrasyon alanında yaşanan gelişmelerle olmuştur. Para birliği teorisi tekrar akademik tartışmalara döndüğünde ise hâkim olan Keynesyen görüş yerini Monetarist ve Rasyonel Bekleyişlere bırakmıştır. Bu okulların da etkisi ile para politikası sadece fiyat istikrarına odaklanmalıdır, görüşü yerleşmiştir. Öyleyse para birliğinin en önemli maliyeti olarak tartışılan, parasal bağımsızlığın ortadan kalkması, sanıldığı kadar önemli bir maliyet de değildir. Hatta enflasyona eğilimli ülkelerde parasal kontrolün daha güvenilir bir kuruma devredilmesi enflasyonla mücadele açısından yararlı bile olabilir. Bu dönemde ayrıca analiz yöntemi de değişmiş bir ülkenin para birliğine katılması için taşıması gereken niteliklerin belirlenmesinden, ülkelerin yaşadığı şokların benzerliği dikkate alınmaya başlamıştır. Eğer para birliğine dahil olan ülkeler benzer şoklar yaşıyorlarsa, tek bir para politikası da bu ülkelerde sorun yaratmayacaktır. Frankel ve Rose (1996), ülkelerin para birliğine dahil olduklarında benzer şoklarla karşılaşmalar dahi, ticaretin entegrasyonu ile birlikte benzer

şoklar yaşayacaklarını vurgulamışlardır. Endojen para birliği adı altında ortaya atılan bu görüşler Avrupa parasal entegrasyonu kapsamında savunulan argümanlardan biri haline gelmiştir.

Avrupa'da para birliğinin oluşum sürecini sadece ekonomik faktörlere dayanarak açıklamak doğru değildir. Hatta para birliğinin kurulduğu dönemde katılan ülkeler ekonomik olarak belirtilen kriterlere de haiz değildir. Ancak yüzyıllarca savaflara ve çatışmalara ev sahipliği yapmış bir kıtada tüm ülkeler bir istikrar arayışına girmişlerdir. Farklı gerekçelerle yola çıksalar da ortak amaç istikrarsızlığın kaynağının ortadan kaldırılmasıdır. Bretton-Woods sistemi yıkıldıktan sonra parasal alanda yaşanan istikrarsızlıkların önüne geçmek için Avrupa ülkeleri paralarını, dar dalgalanma marjları içerisinde tutmaya çalışmışlardır da istikrarı sağlayamamışlardır. Bunun üzerine Bretton-Woods sisteminin daha esnek bir versiyonu olan Avrupa Para Sistemi (APS) geliştirilmiştir. Bu sistemde bir rezerv para yaratılmış ve merkezi kurlar belirlenmiştir. Sistem, kurlar arasında dalgalanma marjının belirli sınırları aşması durumunda, müdahale edilerek, tekrar eski düzeyine getirilmesine dayanmıştır. Ancak bu sırada ekonomik entegrasyon da devam etmiş, 1992 yılında Tek Avrupa Senedi (Single European Act) kapsamında sermaye kontrolleri kaldırılmıştır. Sermaye kontrollerinin kaldırılması ile birlikte Avrupa imkânsız üçlü ile karşılaşmıştır: sabit kurlar, serbest sermaye hareketleri ve bağımsız para politikası. 1992-93 krizi bu imkânsız üçlünün bir ürünüdür. Sabit kurlara, serbest sermaye hareketlerinin de yardımıyla, spekülâtif ataklar olmuş ve kuru korumak için ülkeler önemli oranda rezerv kaybetmişlerdir. İngiltere, bu ataklardan en çok etkilenen ülke olmuş ve sistem dışına çıkmıştır. Diğer ülkeler ise bu imkânsız üçlünün bağımsız para politikaları ayağını feda ederek Ekonomik ve Parasal Birlik (EPB)'i¹ oluşturmuşlardır.

EPB, Fransa ve Almanya'nın başını çektiği gruplar arasındaki önemli müzakereler sonucu kurulmuştur. Ülkeler bu müzakereler esnasında ekonomik faktörlerin yanında Almanya'nın birleşmesi gibi siyasi faktörleri de pazarlık konusu yapmışlardır. EPB'ye hangi ülkelerin katılacağı konusunda karar verilirken ise Mundell (1961), McKinnon (1963) ve Kennen (1967)'in ortaya attığı mikro ekonomik kriterler yerine enflasyon, bütçe açığı, borç ve faiz oranı gibi makroekonomik kriterlere odaklanmışlardır. Makroekonomik kriterlerin öne sürülmesinin altında ise Almanya, Hollanda, Avusturya gibi ülkelerin

¹ Ekonomik ve Parasal Birlik(EPB) ve Euro Bölgesi aynı ülke grubunu ifade ettiğinden bu tezde birbirleri yerine kullanılmışlardır.

birliğin enflasyon eğilimli olmasından korkmaları yatmaktadır. Kamu maliyesi disiplini olmayan ülkelerde enflasyonist politika uygulama isteği daha fazladır. Dolayısıyla para birliğine katılacak ülke kamu maliyesini disiplin altında tutmak durumundadır. Birliğe dahil olduktan sonra da disiplinin devam ettirilmesi için Aşırı Açık Prosedürü (Excessive Deficit Procedure, EDP) ve İstikrar ve Büyüme Paktı (Stability and Growth Pact) gibi cezaya dayanan mekanizmalar geliştirilmiştir.

1 Ocak 1999'da ortak para –Euro- ve ortak bir merkez bankası –Avrupa Merkez Bankası (AMB)- ile EPB yürürlüğe girmiştir. Kriterleri sağlayan ve makroekonomik olarak birbirlerine yakınsayan ülkeler birliğe dahil olmuşlardır. Ancak bu ülkeler yapısal olarak birbirlerinden ayrılmaktadırlar. Farklı sosyo-kültürel ve kurumsal yapı gösteren ülkeler farklı kalkınma modelleri tercih etmişlerdir. Almanya, Hollanda, Avusturya gibi merkez ülkelerde ihracata dayalı üretim modeli benimsenirken; İtalya, İspanya, Portekiz, Yunanistan gibi çevre ülkeler tüketime yönelik model geliştirmişlerdir. Dolayısıyla çevre ülkelerde ithalat artışı ile birlikte cari açık, Merkez ülkelerde ise ihracat artışı sonucu cari fazla oluşmuştur. İstikrarlı bir para ve olumlu dış koşullar altında bu farklılıklar sorun yaratmamış, ülkeler ucuz ve bol krediye kolay ulaşmışlardır. Bunun bir sonucu olarak da bazı ülkelerde emlak balonları oluşmuştur.

Bu döngü Global Finansal Kriz ile birlikte kırılmış ve ülkelerin kırılabilirlikleri su yüzüne çıkmıştır. Kriz, birçok Avrupa ülkesine öncelikle bankacılık krizi olarak sıçramıştır. Avrupa Bankaları, ABD ile olan finansal bağları ve yaşanan global likidite kıtlığı nedeniyle sıkıntıya düşmüşlerdir. Birçok ülke finansal kurumlara geniş destekler sağlamak durumunda kalmıştır. Finansal kriz yönetimi, EPB'nin kuruluş aşamasında düşünülmemiş ve ülkelerin kendilerine bırakılmıştır. Ne AMB, ne de herhangi başka bir kurum kriz yönetimi konusunda yetkili kılınmamıştır. Finansal kurumlara sağlanan destekler özellikle finansal piyasaların payının yüksek olduğu ülkelerde kamu maliyesine ciddi yükler neden olmuştur. Oysa ABD ve İngiltere gibi ülkelerde bu müdahalelerin bir kısmı Merkez Bankaları tarafından üstlenilmiştir. AMB ise daha tutucu davranmış ve sadece bankalararası para piyasasına fon sağlamıştır. Kriz yönetimi adına diğer Merkez Bankaları gibi geleneksel olmayan para politikası önlemlerini kullanmış ancak para politikasının aktarım kanallarındaki aksaklıklara odaklanmıştır.

Global Finansal Kriz sonrası, kriz yönetim konusundaki eksiklikleri göz önünde bulunduran Avrupa Konseyi bir komite kurmuş ve bu konuda yapılabilecekler konusunda bir rapor hazırlanmasını istemiştir. Larosière Raporu olarak bilinen raporda, birlik çapında makro ve mikro ihtiyati denetimden sorumlu olacak kurumların kurulması gerektiğinin altı çizilmiştir. Bu rapor doğrultusunda kurumlar hayata geçirilmiştir.

Mayıs 2010'da ise Finansal Kriz farklı bir boyut kazanmıştır. Yunanistan'ın bütçe istatistiklerinde hile yaptığının ortaya çıkması ve bütçe açığı istatistiklerinin iki katına revize edilmesi, bu ülkeye olan güvenin sarsılmasıyla sonuçlanmıştır. Tahvil spreadleri hızla artmış, Yunanistan piyasalardan borçlanamaz hale gelmiş ve borç ödemelerini ancak AB ve IMF'nin desteği ile yapabilmiştir. Yunanistan'dan sonra benzer kaygılar İrlanda ve Portekiz'e de sıçramış ve bu ülkeler de desteğe ihtiyaç duymuşlardır. Kamu borcu yüksek olan İtalya ve konut balonunun patlamasıyla bankaları sıkıntıya düşen İspanya'ya da borç krizinin sıçrama ihtimali bu ülkelerin tahvil spreadlerini de arttırmıştır. Borç krizi yaşayan ülkelerin tahvillerini ellerinde bulunduran bankalar açısından bu durum bir şok etkisi yaratmıştır. Bu durum bankaların kredi derecelerini de düşürmüş ve kredi bulmakta zorlanmışlardır. Ayrıca, devlet tahvilleri ile banka tahvilleri arasındaki ilişki tek boyutlu da değildir. Bankacılık sektöründe yaşanan sıkıntılar, o bankaların kamu desteğine ihtiyaç duyabileceği göz önünde bulundurularak, devlet tahvillerinin de riskini arttırmıştır. Bu kısır döngüyü kırabilmek için AB Devlet Başkanları; Bankalar Birliği (Banking Union) kurma kararı almışlardır. Bankalar Birliği, AB çapında Tek Denetim, Tek Çözüm (Resolution) Mekanizmaları ve ulusüstü bir mevduat sigortası sistemi kurulmasına dayanmaktadır. Tek Denetim ve Tek Çözüm Mekanizmaları kurulmuş olsa da mevduat sigortası konusunda bir anlaşma sağlanamamıştır. Bankalar Birliği en erken 2015'te yürürlüğe girebilecektir. Ayrıca İngiltere bu birliğe dahil olmayacağını açıklamıştır.

Borç krizi ile birlikte birkaç ülkenin iflas etmesi üzerine, bu ülkelerin birlik dışına çıkması ve hatta birliğin dağılması da tartışma konusu olmuştur. AMB ise bu tartışmalara; Euro'yu kurtarmak için ne gerekirse yapılacağını altını çizerek son vermiştir. Bu kapsamda Borç Krizi ile birlikte AMB daha aktif bir rol oynamıştır. İkincil piyasalardan devlet tahvilleri almış ve bu piyasalara destek sağlamıştır.

Bu tezin amacı para birliğinde kriz yönetiminin sorunlarını ortaya koymak ve özellikle Global Finansal Kriz sonrası, finansal kriz yönetimi uygulamalarını para birliği

içinde ve AB’de olduğu halde para birliğinin dışında bulunan ülkeler açısından değerlendirmektir. Bu amaçla para birliği içinde yer alan ve Global Finansal Krizle birlikte bankacılık kriziyle yüzleşip bankacılık sistemine müdahalede bulunan 12 ülkeye – Almanya, Avusturya, Belçika, Hollanda, Fransa, Lüksemburg, İrlanda, İtalya, İspanya, Portekiz, Yunanistan ve Slovenya- odaklanılacaktır. Bu ülkeler aynı zamanda OECD üyesi olan ve para birliğinin en büyük ülkeleridir.² Para birliği ülkeleri, para birliği dışında kalmayı tercih etmiş İngiltere ve İsveç ile karşılaştırılacaktır. AB’ye üye ancak EPB’ye dahil olmayan ülkelerden sadece İngiltere ve İsveç’in seçilmesinin nedeni, bu ülkelerin kendi istekleri doğrultusunda bağımsız para politikası uyguluyor olmasındandır. AB’ye yeni üye olmuş ülkeler para birliğine dahil olmadan önce Döviz Kuru Mekanizması’na girmekte ve Euro ile kurunu sabitlemektedir. Bu da uygulanan para politikasının bağımsızlığını sınırlamaktadır.³ Bu ülkelerin yanı sıra tam bir para birliği olan ABD ile de kıyas yapılacaktır.

Bu amaçla yola çıkan tezin birinci bölümü teorik, tarihsel ve politik tartışmalara yoğunlaşacaktır. Para birliği teorisinin temellerine vurgu yapıldıktan sonra iktisadi gelişmelerle birlikte ortaya atılan yeni yaklaşımlar açıklanacaktır. Ardından tarihsel bir bakış açısıyla para birliği örnekleri incelenecek ve bu birliklerin gelişim süreçleri içerisinde EPB için çıkarılabilecek derslere değinilecektir. Son olarak Avrupa parasal entegrasyonu’nun geçirdiği aşamalar ortaya konacak, ardından son aşama olan EPB’de nasıl politika üretildiği sistemin içindeki ve dışındaki ülkeler göz önünde bulundurularak analiz edilecektir.

Tezin ikinci bölümü ise birinci bölümde tanıtılan EPB’de finansal kriz yönetimine odaklanacaktır. Bu kapsamda ilk önce finansal kriz yönetiminin teorik altyapısı açıklanacaktır. Kuşkusuz finansal kriz yönetimi, finansal istikrarın ayrılmaz bir parçasıdır. Buradan hareketle öncelikle finansal istikrar tanımlanacak ardından da finansal krizler nedenlerine göre sınıflandırılarak açıklanacaktır. Ayrıca finansal krizler sonrasında finansal sistemi istikrara kavuşturacak önlemler, uygulama örnekleri ile ortaya konacaktır. Bu teorik altyapı ortaya konduktan sonra ise Global Finansal Kriz sonrası AB kapsamında

² Finlandiya aslında Slovenya’dan daha büyüktür ancak bu ülke finansal kriz sonrası ciddi bir bankacılık problemi ile karşılaşmamış ve herhangi bir destek de sağlamamıştır (Bkz. AK(2013)).

³ Para birliğine İngiltere ve İsveç ile birlikte dahil olmayan bir diğer ülke ise Danimarka’dır. Ancak bu ülke birliğe dahil olmasa da parasını Euro ile sabitlemiştir. Merkez Bankası da bu doğrultuda fiyat istikrarının yanında kur istikrarını da hedeflemektedir. Bu da bağımsız para politikasını sınırlamaktadır.

finansal kriz yönetimi ile ilgili kurumsal düzenlemelere değinilecektir. Son olarak, ülkelerin, finansal kriz yönetimi adına ne gibi uygulamalarda bulunduğu para birliği içinde ve dışında olmaları göz önünde bulundurularak incelenecektir. Para politikası birlik içinde AMB'ye devredilmiştir. AMB geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası önlemlerini kullanarak krize müdahale etmektedir. Bu uygulamalar para birliği dışındaki ülkeler -İngiltere ve İsveç- ve ABD ile karşılaştırılacaktır. Maliye politikasında ise ülkeler kendileri inisiyatif alsalar da AB çapında bir takım kısıtlar mevcuttur. Ayrıca maliye politikasının disiplinsiz olması para birliğinin geleceğini de tartışmaya açması nedeniyle para birliği açısından önemlidir. Kısaca ikinci bölümde para birliği içinde bulunmanın finansal kriz yönetiminde politika aletlerini kullanabilme açısından bir fark yaratıyor mu sorusunun cevabı aranacaktır.

Tezin son bölümünde ise para birliğinin içinde ya da dışında olmanın, finansal kriz yönetiminin makroekonomik sonuçları açısından bir fark yaratıp yaratmadığı incelenecektir. Para birliğine dahil olmak para birliğinin kontrolünün AMB'ye devredilmesi anlamına gelmektedir. AMB'de geleneksel olmayan para politikası aletlerini kullanarak finansal krizi yönetmiştir. AMB'nin uyguladığı bu politikanın etkinliği tek tek ülkeler açısından değerlendirilecektir. Ayrıca aynı değerlendirmeler İngiltere, İsveç ve ABD için de yapılacaktır. Bu değerlendirme yapılırken ampirik model olarak Vektör Otoregressif (Vector Autoregressive, VAR) modelleri kullanılmıştır. Değişkenler için herhangi bir içsel veya dışsal ayırımına gidilmeden uygulanan bu model, para politikasının etkinliği üzerine yapılan çalışmalarda ve kriz çalışmalarında sıklıkla kullanıldığından tercih edilmiştir. Analiz dönemi olarak ise krizin başlangıç tarihi olan Ağustos 2007 ile Aralık 2013 seçilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA BİRLİĞİ TEORİSİ

Para birliği, parasal entegrasyon sürecinin çeşitli evrelerini tamamlamış ülkelerin geri dönölmez bir şekilde paralarını birbirine bağlayarak tek para ve merkez bankasına geçmesi olarak tanımlanmaktadır. Teorinin kökenleri literatürde oldukça tartışılmış olan optimum para sahası (OPS) teorisine dayanmaktadır. Fiili uygulamalar eskilere dayansa da optimum para sahası teorisini ilk defa Mundell (1961) ortaya atmıştır. Çalışmasında Mundell, dalgalı kurlardan vazgeçilebilecek şartları aramakta ve bu durumda oluşabilecek fayda ve maliyetlere değinmektedir.

Optimum para sahası teorisi kısaca “paralar arasındaki ilişkilerin sabit olması gerektiği optimum bir coğrafî alanı” belirler. Para birliği teorisi ise buradan hareketle daha ileriye giderek bu ülkelerin tek para ve merkez bankasına geçmeleri süreciyle ilgilenir. Mundell (1961), McKinnon (1963) ve Kenen (1969) gibi iktisatçılar teorinin özünü ortaya koyarken, ulusal paralar arasındaki ilişkinin sabit olarak mı korunacağı yoksa ulusal paraların terk edilerek tek paraya mı geçileceği konusunu yeterince vurgulamamışlardır. Teorinin ilk oluşum evresinde bu ayırım çok önemli görülmesi de ilerleyen zaman süreci bize bu iki olgu arasında önemli farklılıklar olduğunu göstermiştir. Bu çalışmada, söz konusu ayırma dikkate çekilerek ülkelerin ulusal paralarının arasındaki kurların sabit olması ve ülkelerin ulusal paralarını terk ederek ortak paraya geçmeleri birbirlerinden ayrı ancak biri diğerini kapsayan olgular olarak ele alınacaktır.

Ertürk (1992: 122); iktisadi ilişkileri yoğun olan bir grup ülkenin paralarını sabit kurlarla birbirlerine bağlayıp ulusal paralarını terk ederek ortak bir para ve merkez bankasına geçmelerini *para birliği* olarak tanımlamaktadır. Bu tanımdaki ilk kısım; “iktisadi ilişkileri yoğun olan bir grup ülkenin paralarını sabit kurlarla birbirlerine bağlaması” da *para sahası* olarak adlandırılmaktadır. Para sahasında paralar fonksiyonlarını korumaya devam ederken, para birliğinde bu fonksiyonlar ortak bir paraya devredilir. Kısaca, para birliği oluştuğunda, para yaratma mekanizması uluslararası bir otoriteye devredilmiş olur. Bu da parasal alandan milli hakimiyetin kalktığı anlamına gelir.

Bu tanımlamaya göre; Avrupa Para Sistemi (APS) ve Bretton Woods sistemi para sahasına örnek olarak gösterilebilir. Bu sistemlerde de paralar arasındaki ilişkiler sabit tutulmaya çalışılmıştır. Ancak örneklerde de görüldüğü üzere, para sahasında kurlar

arasındaki ilişkiler sabit olsa da; hiç müdahale edilmeden aynı seviyede kalacağı anlamına gelmez. Bu anlamda para birliklerinde ki taahhüt para sahalara göre daha kesindir.

Literatürde de benzer ayrımlara farklı isimlendirmelerle gidilmiştir. Örneğin De Grauwe (2007: 121), paralarını birbirlerine sabitleyerek tek bir merkez bankasına geçmemiş ülkeler için tamamlanmamış para birlikleri (incomplete monetary unions) tanımını yapmakta benzer şekilde Bretton Woods sistemi ve APS'yi buna örnek göstermektedir. Corden (1972: 3) ise bu tür birliklere sahte kur birlikleri (psuedo exchange union) adını vermektedir. Böyle birliklerde ülkeler sabit kur ilişkisini korurlar ancak ekonomi politikasında tam bir entegrasyon yoktur. Rezervler havuzlanmamış ve tek bir merkez bankasına geçilmemiştir.

Para sahası, para birliği yolunda atılmış ilk adımdır. De Grauwe (2007)'un "tamamlanmamış" sıfatı ile nitelenmesi de bu sebeptendir. Dolayısıyla bir para birliği'nin sınırları ne olmalıdır sorusuna verilecek cevapla, optimum para sahası ne olmalıdır sorusuna verilecek cevap aynı olacaktır. Optimum para sahasının belirlenmesinde sayacağımız tüm kriterler para birliği için de geçerli olacaktır. Benzer şekilde bir para sahasına katılmakla ortaya çıkan tüm fayda ve maliyetler para birliği için de söz konusudur. Ayrıca tek para ve merkez bankasına geçmek ek fayda ve maliyetler de ortaya çıkaracaktır.

Bir para sahası, ne adla tanımlanırsa tanımlansın, para birliği kadar kesin bir taahhüt değildir. Bu durum ise para sahalalarının spekülative ataklara maruz kalmasına neden olmaktadır.

1. PARA BİRLİĞİ TEORİSİNİN EVRİMİ

Para birliği teorisinin temeli Mundell tarafından ortaya atılmış olsa da, konu öncesinde literatürde tartışılmıştır. Lerner, Scitovsky, Meade ve Friedman gibi iktisatçılar bu konuda ortaya koydukları fikirlerle teorisinin temel prensiplerini oluşturmuşlardır. Mundell (1961) ise sistematik bir şekilde konuyu işlemiş ve teorik olarak ortaya koymuştur.⁴

⁴ Konuya ilk değinen Cesarano (2006)'ya göre Abba Lerner olmuştur. Abba Lerner 1944 yılında; ülke içinde ters bir şokla karşılaştığı zaman devalüasyon imkansız olduğundan ayarlama bölgeler arasında mal, insan

Teorinin formülasyonunu yaparken Mundell, Friedman'ın dalgalı kurlar lehine olan güçlü argümanını çürütmeye çalışır. Friedman hangi şart olursa olsun dalgalı kurların ayarlamayı kolaylaştırdığını savunmaktadır.⁵ Mundell'in asıl amacı ise dalgalı kurların Friedman'ın ortaya attığından daha az maliyetle terk edilebileceği kriterleri tanımlamaktır (Dellas ve Tavlas, 2009: 1118).

Teorinin oluşumu ve evrilme süreci iktisadi gelişmelerle yakından ilgili olmuştur. Teorinin ortaya çıktığı dönemde Bretton Woods'un sabit fakat ayarlanabilir döviz kuru sistemi devam etmekte, Phillips eğrisi uyarınca enflasyon ve işsizlik arasında değiş-tokuş varsayılmakta ve dolayısıyla otoritelerin ekonomiyi ince ayar (fine-tuning) yaparak etkileyebileceği düşüncesi hüküm sürmektedir. 1970'lerle birlikte Bretton Woods sistemi yıkılmış, en azından uzun vadede enflasyon ile işsizlik arasında değiş tokuş olmadığı fikri kabul görmüştür. Politika ilintisizliği görüşünün hakim olması ile birlikte teorik tartışmalar da farklı bir boyut kazanmıştır.

Teorinin gelişim süreci yukarıda sayılan ekonomik gelişmeler ve Avrupa entegrasyon sürecindeki ilerlemeler göz önünde bulundurularak; iki ana evrede incelenecektir. Birinci evre geleneksel yaklaşım evresidir. Geleneksel yaklaşımda iktisatçılar özü aynı olan iki farklı analizde bulunmuşlardır. Birincisinde para birliğine katılacak bir ülkenin taşıması gereken nitelikler tanımlanmıştır. İkincisinde ise para birliğine katılmanın fayda ve maliyetleri analiz edilmiştir. Bu aşama 1970'lerde tartışma zemini bulmuş, sonrasında ise ilgiden uzak kalmıştır. Teorinin yeniden ele alınması Avrupa parasal entegrasyonundaki gelişmelerle olmuştur. Bu aşamada iktisadi düşüncedeki değişmeler ve gelişmelerle birlikte teori farklı açılardan ele alınmaya başlanmıştır. Tavlas (1993) bu aşamadan sonra teorinin değiştiğini ve artık "yeni" sıfatının eklenmesi gerektiğini savunur. Bu aşamada Krugman (1993) ve Frankel ve Rose (1998) gibi iktisatçıların çalışmaları sonucu teorinin farklı boyutları ortaya konmuştur.

ve sermaye hareketliliği ile sağlanabilir yorumunu yapar. Bir ülkenin bölgeleri arasında bu sağlanabilirken bağımsız ülkeler arasında sağlamak daha zordur sonucuna varır. Aslında optimum para sahası teorisi ile Mundell de aynı sonuca varır (Cesarano, 2006:720).

⁵ Dalgalı kurları Friedman'dan sonra asıl savuan Johnson (1969) olmuştur. Ancak Mundell (1961) çalışmasında Friedman'ı çürütmeye çalışır.

1.1 Geleneksel Para Birliği Teorisi

Para Birliği teorisinin köklerinin olduğu geleneksel dönemde araştırmacılar iki önemli varsayımla hareket etmişler ve teoriyi şekillendirmişlerdir. Bunlardan ilki Phillips eğrisinin istikrarlı olduğudur. Bu varsayımın sonucu olarak da enflasyon ve işsizlik arasında değiş tokuş vardır. İkincisi ise ücret ve fiyat katılığı varsayımdır. Söz konusu varsayımların doğal sonucu olarak da otoriteler para ve maliye politikaları ile Phillips eğrisi üzerinde istedikleri bir noktayı seçebilmektedirler (Tavlas, 2009: 537). Bu varsayımlarla; Mundell, McKinnon, Kenen, Ingram gibi iktisatçılar; bir ülkenin veya bir grup ülkenin dalgalı kurları terk ederek bir avantaj sağlaması için hangi şartları taşımalıdır sorusuna cevap aramışlardır. Takip eden bölümde bu soruya araştırmacıların verdiği cevaplar ışığında ortaya çıkan şartlar incelenecektir. İkinci bölümde ise aynı soru farklı biçimde sorulacak ve bir ülkenin para birliğine ye olmasının fayda ve maliyetleri tartışılacaktır.

1.1.1 Para Birliği'nin şartları

Faktör Hareketliliği- Mundell

Friedman'ın esnek kurların lehine sunduğu argümanında, ekonomik özellikleri ne olursa olsun bir ülkenin esnek kur uygulaması gerektiği vurgulanmaktadır. Ancak Mundell (1961) tek bir para ile i denge (düşük enflasyon ve işsizlik) ve dış dengenin (sürdürülebilir demeler bilançosu pozisyonu) birlikte sağlanabileceği optimum alanı belirlemeye çalışır. Bu coğrafı alanı belirlemede ise anahtar “faktör hareketliliği”dir. Faktör hareketliliği dış dengesizlikleri düzeltmede döviz kurunun görevini stleneceğinden döviz kuru değişimlerine de gerek kalmayacaktır (Tavlas, 1994: 212).

A ve B gibi iki ülke olduğunu ve bu iki ülkenin de başlangıçta tam istihdam ve dış denge halinde olduğunu varsayalım. Tercihlerde ortaya çıkan bir değişme ile talebin B'nin mallarından A'nın mallarına kayması sonucunda B ülkesinde negatif A ülkesinde ise pozitif bir talep şoku meydana gelir. Bu durumda B ülkesinde ticaret açığı A ülkesinde ise ticaret fazlası olması beklenmektedir. Reel ücretlerin katı olduğu durumda esnek kurları savunanlar, ayarlanmanın döviz kurlarındaki değişmeyle kolayca sağlanacağını ileri

sürerler.⁶ B'nin parası A'ya göre değer kaybedecek ve malları uluslararası pazarlarda görece ucuzlayacaktır. Tam tersi de A için geçerli olacaktır. B'nin mallarına talep artarken A'nın mallarına talep azalacak; ayarlama kendiliğinden sağlanacaktır.

Ancak Mundell (1961) bir ülkenin farklı bölgelerinde yaşanan şokların da bölgeler arasında dengesizliğe yol açabileceğini vurgulamaktadır. A ve B'nin bir ülkenin iki bölgesi olduğunu düşünelim. Bu durumda A'da enflasyonist baskı, B'de ise işsizlik ortaya çıkacaktır. Otoritelerin uyguladıkları politikalar bir bölgedeki baskıyı hafifletirken diğer bölgedekini arttırır. Esnek kurları savunanlar bu duruma Ricardocu ticaret teorisine dayanan bir açıklama getirmektedirler. Faktörler bölge içinde tam hareketliken bölgeler arasında hareketsizdir. Öyleyse bir ülke içinde B'de atıl kalan işgücü ve sermaye A'ya gidecek ve oradaki enflasyonist baskıyı azaltacaktır.

Ancak bu varsayım ne kadar doğrudur? Mundell (1961:666) esnek kurların istikrar fonksiyonunu gerçekleştirilmesi için, bir ülkenin bölgeleri arasında faktör hareketliliği yoksa bu ülkeyi faktör hareketliliğinin tam olduğu bölgelere bölerek her bölgenin farklı para birimi kullanmasını sağlamak gerekli midir sorusunu sorar. Ancak bu da hem politik olarak mümkün değildir hem de tedavüldeki para sayısının artması paranın ödeme birimi olma gibi geleneksel işlevlerini yerine getirmesine engel olacaktır.

A ve B'yi bir ülkenin bölgeleri yerine para birliğinin iki üyesi olarak düşünelim. Merkezi otorite A'ya hedef alan bir politika uygulasa B'de işsizlik sorunu derinleşecek, tam tersinde ise A'da enflasyon daha da artacaktır. Birlik çapında bir faktör hareketliliği bu sorunu çözer. B ülkesinde atıl kalan işgücü ve sermaye A ülkesinde istihdam edilecektir. Böylece ayarlama da faktör hareketliliği ile sağlanmış olur. Mundell (1961)'den alıntılanıldığı gibi eğer faktör hareketliliği varsa para birliğine girmek ülkelerin yararınadır.

...Eğer işgücü ve sermaye ülke içinde yeterince hareketli değilse ulusal paranın dış fiyatının esnek olmasına mal edilen istikrar fonksiyonunu yerine getirmesi beklenemez; ve biri, farklı bölgelerde çeşitli oranlarda işsizlik ya da enflasyon bekleyebilir. Benzer şekilde, eğer faktörler ulusal sınırların ötesinde hareketli ise esnek döviz kuru sistemi gereksiz olur, hatta

⁶ Eğer reel ücretler esnek ise döviz kurunun değişmesine zaten gerek kalmayacaktır. İşsizliğin olduğu B ülkesinde ücret talepleri azalacak, A ülkesinde ise artacaktır. B ülkesinde ücretler düşerek tam istihdam sağlanmış olur. A ülkesinde ise ücretlerin artması enflasyona neden olacak ve talep eski seviyesine dönecektir. Ancak teoremin olduğu dönemde Keynesyen düşüncenin hâkim olması nedeniyle ücretlerin katı olduğu varsayılmaktadır.

daha önce bahsedildiği gibi zararlı bile olabilir[tedavülde olan para sayısı arttıkça paranın ödeme birimi olma gücü zayıflar] (Mundell,1961:664).

Faktör hareketliliği literatürde oldukça tartışılmıştır. Tartışmalar temelde iki odak noktasında toplanır. Bunlardan ilki faktör hareketliliğinin döviz kuru ayarlamasının yerini alamayacağıdır. Örneğin Corden (1972:15) reel ücretleri değiştiremediğimiz için işsizleri ülkeden gönderdiğimizde bunun sosyal ve ekonomik maliyetlerinin marjinal işçilere yüklendiğini hatırlatır. Bir devalüasyon sonucunda reel ücretler azaldığında ise ayarlamaların maliyeti tüm işçilere dağılacaktır. Bertola (1989: 104) ise çalışmasında değişik bölgelerde gelir belirsizliği varsa kişilerin taşınmak için daha az istekli olduklarını ortaya koymuştur. Çünkü gelir farkının eski haline dönmesi durumunda geri taşınmak yeni bir maliyet yükleyecektir.

İkinci önemli tartışma odağı faktör hareketliliğinin gerçekte olup olmadığıdır. Özellikle Avrupa entegrasyon sürecinde bu konu tartışılmaktadır. Meade (1957), Avrupa'da işgücü hareketliliğinin var olmadığını savunur ve bunu para birliğine karşı savına kanıt olarak gösterir. Scitovsky (1958)'de bunu kabul eder ancak para birliği oluştuğunda sermaye hareketliliğinin kendiliğinden gerçekleşeceğini, işgücü hareketliliğinin ise geliştirilebileceğini ekler.

Avrupa'da yapılan çalışmalarda faktör hareketliliğinin ABD'ye kıyasla daha az olduğu birçok çalışma ile ortaya konmuştur. ABD ile kıyaslandığında Avrupa'da dil, kültür gibi farklılıklar hareketliliğin az olmasına yol açmaktadır (Gross ve Thygessen, 1998: 287). Decresin ve Fatas (1994), AB üzerine yaptıkları çalışmalarında işsizlik olduğunda, Avrupa'luların diğer bölgeye göç etmektense işgücünün içine ve dışına hareket ettiklerini ortaya koymuşlardır. Sonuçta para birliği teorisi için anahtar rol oynayan faktör hareketliliğinin AB içinde ne kadar var olduğu tartışmalıdır.

Dışa Açıklık- McKinnon

McKinnon (1963: 723) dışa açık ülkelerin yoğun ticaret yaptıkları ülkelerle para birliğine girerek paralarını sabitlemelerinin o ülkelerin yararına olacağını vurgular. Yazara göre bir ülkenin dışa açık olup olmadığının kararı ise ticarete konu olan mallarının ticarete konu olmayan mallarına oranı ile ölçülür. Buradan küçük ekonomilerde ticarete giren malların oranı daha fazla olduğundan dışa açık ekonomiler genellikle küçük ekonomilerdir sonucuna da varılabilir.

Dışa açık, küçük ekonomilerin para birliğine üye olup sabit kurlar uygulaması gerektiği dört gerekçe ile açıklanabilir. İlk olarak dışa açık bir ekonomide ödemeler bilançosu açıklarının döviz kurundaki değişme ile giderilmesi kapalı bir ekonomiye göre daha çok istirsizlik yaratır. Örneğin, ödemeler bilançosu açığı olduğu durumda ülkede en çok ticaret yaptığı ülkelerin parasına göre döviz kurunun artması beklenir. Bu durumda ithal mallarının fiyatı da artacaktır. Açık bir ekonomide ithal malların payı yüksek olduğundan genel fiyat seviyesi de yükselir. Fiyat istikrarı kaybedilir. Birbirleri ile yoğun ticaret yapan açık ülkeler paralarını birbirlerine karşı sabitleyip para birliği oluşturduklarında, istikrar artar.

İkinci olarak dışa açık ekonomilerde para ilüzyonu daha az görülür. Açık ekonomilerde döviz kurunda bir artış genel fiyat seviyesini arttırır. Bu durumda ücret pazarlıklarının sadece ulusal para cinsinden yapılmasını beklemek yanlış olur. Ücret talepleri yükselir, ulusal paranın değer kaybetmesi ile sağlanan rekabet avantajı ücret artışları ile elimine olur (Corden, 1972: 13). Sonuçta dışa açık bir ekonomide; döviz kurunda bir değişiklik ayarlamayı gerçekleştirilmede yetersiz kalır.

Üçüncü olarak, dalgalı kurlar sonucu fiyat istikrarsızlığı ulusal paranın likidite değerini düşürür. Eğer dışa açık, küçük bir ülke dalgalı kur uygularsa sermaye küçük ülkeden parası daha istikrarlı büyük ülkeye kaçabilir. Bu da küçük ülkenin gelişmesi için gerekli olan sermayeden yoksun kalmasına yol açar (McKinnon, 1963: 722).

Dördüncü gerekçe dışa açık ülkelerde ithalatın döviz kuru değişimlerine verdiği cevabın yetersiz olması ile ilgilidir. Ödemeler bilançosundaki dengesizliği gidermek için gerekli olan döviz kuru değişimi bu ülkelerde, kapalı ekonomilere nazaran daha fazla olmaktadır. Kurun büyük oranda değişmesi daha önce değindiğimiz gibi istikrarsızlık kaynağı olur (Ertürk, 1992: 126).

Sonuç olarak dışa açık, küçük ekonomiler açısından para birliğine katılmak daha fazla istikrar getirir. Ancak bu analiz de literatürde oldukça tartışılmıştır. Ishiyama (1975) ve Corden (1972); McKinnon'ın analizinin iki önemli varsayıma dayandığını ileri sürerler. Dengesizlikler arz ve talepten kaynaklanır, yani mikro yapıdadır ve dış alemde fiyat istikrarı vardır (Ishiyama, 1975: 352). Bu varsayımları kaldırdığımızda analiz, bizi tam

tersi bir sonuca da götürebilir. Tam tersine eğer bozukluk dışarıda ve makro kaynaklı ise döviz kurunun değişmesi ülkeyi dış istikrarsızlıklardan koruyacaktır (Corden, 1972: 19).

Ürün Çeşitliliği-Kenen

Üretimde ve ihracat sektörlerinde çeşitlenmiş olan ekonomiler paralarını sabitleyerek para birliğine katılmaktan yarar sağlarlar. Kenen (1969: 49)'e göre çok çeşitli mallar üreten ülkelerde döviz kurunun değişmesine gerek kalmaz. İhraç mallarının birinin talebinde düşme sonucu, işsizlikteki artış daha az çeşitli mal üreten bir ekonomiye göre daha sınırlı olacaktır.

Kenen'in ortaya koyduğu bu kriter, ekonomideki şokların arz ve talep koşullarındaki değişikliklerden kaynaklandığını, yani mikro temelli olduğunu vurgular. Eğer para birliğindeki ülkeler çeşitli mallar üretiyor ve benzer üretim yapılarına sahipse negatif şoklardan daha az zarar görecektir (Baldwin ve Wysplosz, 2009: 325).

Ancak Kenen (1969)'in analizinden çıkan sonuçlarla McKinnon (1963)'in analizinden çıkan sonuçlar çelişki yaratmaktadır. Kenen (1969)'e göre küçük ülkeler sınırlı üretim yapısına sahiptirler ve az çeşitlenmiş olduklarından dalgalı kurlar uygulayarak dış dengesizliklerden korunmalıdırlar. Aynı küçük ülkeler McKinnon'a göre dışa açık ekonomi olduklarından para birliğine üye olup, sabit kur uygulamalıdırlar. McKinnon ve Kenen'in sonuçlarının zıtlığı arasındaki temel neden, dengesizliğin kaynağı hakkındaki varsayımlarıdır. McKinnon iç şoklarla ilgilenirken, Kenen dış şoklarla ilgilenir.

Finansal Entegrasyon- Ingram

Ingram (1962); mali entegrasyonun yoğun olduğu ülkelerin para birliğine üye olmak için daha uygun ülkeler olduğunu ortaya koymuştur. Eğer A ve B ülkelerinin piyasaları birbirine entegre ise bir ülkede yaşanan bir şok diğer ülkeler tarafından paylaşılır. B ülkesinde negatif bir şok yaşandığını düşünelim. A ülkesinden de hanehalklarının B ülkesinden alacaklı oldukları için; B ülkesinde azalan gelir servet etkisi ile A ülkesindeki tüketimi de azalacaktır. Simetrik olarak, B ülkesindeki hanehalkı da A ülkesinin bono, tahvil ve hisse senedine sahiptir. Bunların değerinde bir azalma olmadığı için servet yoluyla tüketimdeki azalmayı hafifletir (De Grauwe, 2007: 13).

Mundell (1973)'de finansal entegrasyon sonucu uluslararası varlık tutma ve risk bölüşümü sonucunda ülkelerde; şokların etkisinin azaltılacağına vurgu yapar. Bu katkısıyla Mundell para birliğindeki ülkelerin birbirlerinin üretimlerinden alacaklı olduklarında ayarlamının kolayca sağlanacağını ve döviz kuru değişimlerine ihtiyaç kalmayacağını vurgular.⁷

Enflasyon Oranlarının Benzerliği

Dış dengesizliklerin kaynaklarından biri de enflasyon oranlarındaki daimi farklar olarak karşımıza çıkabilmektedir. Enflasyon oranlarındaki farklılıklar ise temelde yapısal problemleri işaret eder. Bu problemler; işgücü piyasasındaki yapısal farklılıklar, ekonomik politika seçenekleri ya da değişik sosyal tercihler gibi sebeplerden kaynaklanabilir (Mongelli, 2002: 3).

Fleming (1971)'e göre iki ülke arasında enflasyon oranları yakınsarsa ticaret hadleri de yakınsayacaktır. Bu da ülkeler arasında daha dengeli cari işlemlere neden olacaktır. Sonuçta kur değişimlerine ihtiyaç azalır. Öyleyse enflasyon oranları benzer ülkeler para birlikleri için iyi bir aday konumunda olurlar.

Para birliğine üye olan ülkelerde enflasyon oranları farklılaşıyorsa tek bir para politikasının uygulanması da zorlaşır. Ülkeler farklı Phillips eğrisine sahip ya da eğrinin farklı yerinde bulunuyorlarsa takip edecekleri politikalar da farklı olacaktır (Ertürk, 1992: 128). Merkezi otoritenin enflasyonun yüksek olduğu ülkenin problemine yönelik sıkı para politikası uygulaması işsizliği arttıracığından birliğin enflasyonu düşük ülkelerinin tepkisine yol açacaktır. Tam tersine enflasyonu yüksek olan ülkeyi dikkate almasa, ilgili ülkede ücretlerin de artmasıyla birlikte rekabet koşulları enflasyonu yüksek ülkenin aleyhine değişerek ticaret açıkları yaratabilecektir. Bu şartlar altında sağlıklı bir para politikası uygulamak mümkün olmayacaktır. Buradan hareketle Ekonomik ve Parasal Birlik (EPB)'in kurucu antlaşması olan Maastricht Antlaşması'nın yakınsama kriterlerinin başında enflasyonla ilgili kriter gelmektedir.

⁷ Mundell 1961 yılında yazdığı makalesinde Avrupa'da para birliğini savunmazken, 1973 yılında yazdığı makalesinde savunur. Bu nedenle McKinnon (2004), Mundell (1961)'i Mundell I, Mundell (1973)'i Mundell II olarak adlandırmıştır. De Grauwe(2006)'a göre Mundell II'de döviz piyasası ile ilgili görüşleri değişmiştir. Döviz kuru, istikrar bozucu spekülasyon atakların hedefi haline gelmiş ve dolayısıyla asimetrik şokların da kaynağı olmuştur. Döviz piyasası etkin değildir ve para birliğine katılarak ülke, uluslararası sermaye akımlarının istikrarlılığından kurtulmuş olur.

Mali Transfer

Eğer birlik içindeki ülkeler arasında mali bir transfer sistemi sağlanabilirse, negatif şok yaşayan bir ülkede döviz kuru ayarlamasına gerek kalmaz. Negatif bir şok yaşayan ülkeye fonlar transfer edilir ve ekonomideki talep düşüşü hafifletilir (Mongelli, 2002: 4). Bu ulusal bir ülke sınırları içinde kendiliğinden ortaya çıkar. Ülkede bir bölgeyi etkileyen bir şok olduğunu düşünelim. İlgili bölgede gelirler düşecek, gelir ve kurumlar vergisi merkeze daha az aktarılacaktır. Ayrıca işsizlik ve yoksulluk artacağından işsizlik sigortası gibi transfer ödemelerinde artış olacaktır. Böylece diğer bölgeler; geliri düşen bölgeye mali transfer sağlamış olur.

Bunu birlik çapında uygulamak, ulusal çıkarlarını düşünen ülkeler devreye girdiğinden oldukça zordur. Ayrıca vergileme merkezi otoritede değil ulusal hükümetlerdedir. Birlik içindeki ülkelerin birinde negatif bir şok olduğunda üretimi düşer, ulusal hükümetin vergi gelirleri azalır, transfer ödemeleri artar ve bütçe açığı oluşur. Birliğin fazla veren ülkeleri bütçe açığı veren ülkeye fon transfer ederler. Ancak Tavlas (1994: 1128) böyle bir transfer sistemine de karşı çıkmaktadır. Yazara göre mali transfer sistemi ile şokun azaltılmaya çalışılması istenilen sonuçları doğurmayacaktır. Bu üç nedene bağlanabilir. İlk olarak; maliye politikasının sürekli kullanılışı borç sürdürülebilirliği problemleri yaratır. Sonuçta bugün kullanılan mali enstrümanlar geleceği sınırlar. İkinci olarak; eğer şok kalıcı ise mali transferlerin kullanılması kaynakları bağlar, gerekli ayarlama yapılamaz. Son olarak ise yüksek bütçe açığı ve borç/GSYİH oranına sahip ülkeler birliğin diğer ülkeleri için negatif bir dışsallık oluştururlar. Birliğin genelinde faiz oranı artar ve diğer ülkeler de yüksek faizle borçlanmak durumunda kalır.

Mali transfer sistemi Avrupa Borç Krizinden sonra EPB kapsamında tartışılmıştır. Ancak Almanya, Hollanda, Lüksemburg gibi ülkeler bu fikre karşı çıkmışlardır. En önemli argümanları ise böyle bir sistemin ahlaki tehlike (moral hazard) içermesidir. Bu; bütçe disiplini olmayan ülkelerin de fonlanacağı anlamına gelir ki ileride bu ülkelerin bütçelerini disipline etmelerine gerek kalmaz.

Mali transfer sistemini bir adım öteye götürerek EPB'nin mali birliğe doğru evrilmesi de tartışılmaktadır. Mali birlik kapsamında ortak bir vergileme ve merkezi bütçenin olması gerektiği vurgulanmaktadır. Bu konuda tam bir para birliği örneği olan

ABD referans alınmaktadır. ABD’de fedearal bütçe ve vergilemenin olması, eyaletlerin birinde yaşanan bir şokun etkisini hafifletmektedir.

Politik Entegrasyon

Politik entegrasyon birçok açıdan para birliklerinin optimalliğini arttırmaktadır. Ancak politik birlik, para birliği kadar kolay tanımlanabilen bir kavram da değildir. Birçok yönü ve birçok aşaması vardır. Politik birliğin temelde iki unsuru vardır. Bunlardan ilki, ortak bir bütçe ve vergi mekanizmasının geliştirilmesidir. Bir önceki bölümde de bahsedildiği gibi bir ülkede negatif bir şok olduğunda mali transfer otomatik olarak devreye girer ve şokun etkisi hafifletilir (De Grauwe, 2007: 114-117)

Politik birliğin ikinci unsuru ise ülkeler arasında politik tutumların uyumlaştırılmasıdır. Habeler (1970) ve Tower ve Willet (1976) ülkelerdeki politik tutumların benzer olması gerekliliği üzerine vurgu yapmışlardır. Büyüme, enflasyon, işsizlik ve bunların değiş tokuşu arasında politika yapıcılarının tercihlerindeki uyum para birliğinin devamı için hayati olabilmektedir. Eğer ülkelerdeki politika yapıcılar farklı enflasyon-işsizlik tercihlerine sahip iseler bu durum para politikasının uygulanmasını da zorlaştıracaktır. Örneğin bir şok olduğunda ne kadar işsizliğe veya enflasyona katlanılacağı ülkeden ülkeye değişirse, uygulanan para politikası hoşnutsuzluk yaratabilir.

Bu farklı değiş tokuş tercihleri ise politik partilerin, sendikaların veya lobilerin yapısal farklılıklarından kaynaklanabilir (Baldwin ve Wypolzs, 2009: 327). Örneğin merkezileşmiş sendikaları bulunan ülkelerde negatif bir şok olduğunda ücret talepleri, merkezileşmemiş sendikaları olan ülkelere göre daha çok azalır ve ayarlama daha kolay hale gelir. Merkezileşmiş sendikalar enflasyonist etkileri daha çok hesaba katarlar. Oysa çok sayıda sendikadan her biri kendi üyelerine öncelik verecektir (De Grauwe, 2007: 117). Para birliğine katılacak ülkelerin benzer politik yapılara sahip olması politika uygulanabilirliği açısından gereklidir.

Para birliğinin oluşması ve başarılı olabilmesinin şartlarının tanımlandığı bu yaklaşım oldukça eleştirilmiştir. Tavlas (1994) ve Ishiyama (1975) şartların belirlendiği bu kriter bazlı yaklaşımın üç temel problemi olduğunu vurgulamaktadırlar. Bunlardan ilki optimalliğe karar verirken kullandığımız kriterlerin aynı yönde olmak zorunda olmadığıdır. Ekonomi açık bir ekonomi iken, ki bu ekonomiye para birliğine girmek önerilir, faktör

hareketliliği çok az olabilir. Bu durumda bu ekonomi para birliğine katılmalı mıdır? Bu problem sonuçsuzluk (inconclusive) doğurur. İkinci olarak daha önce de bahsettiğimiz gibi çeşitli şartlar, açıklık ve çeşitlilik şartları gibi, birbirleri ile çelişkili sonuçlar doğururlar. Bu problem de tutarsız (inconsistent) sonuçlara neden olur. Üçüncü olarak bu şartlar birbirine bağımlıdır, değerlendirme yapmak oldukça güçtür (Tavlas, 1994: 214). Bu şartlardan hangisinin diğerinden daha önemli olduğu net değildir. Bu eleştiriler sonucunda alternatif olarak fayda-maliyet analizi sunulmuş ve bir ülkenin para birliğine katılmasının fayda ve maliyetleri incelenmiştir. Bu ikinci yaklaşım bir sonraki bölümde ortaya konacaktır.

1.1.2 Para Birliği'ne Katılmanın Fayda ve Maliyetleri

Para birliğine katılarak ülke, daha geniş alanda yasal ödeme aracı olarak kullanılan bir parayı ulusal para olarak seçmiş olacaktır. Paranın geniş bir alanda kullanılması ile geleneksel fonksiyonlarını daha iyi yerine getirecek ve likidite yararları daha fazla olacaktır.

Ortak bir parayı kullanmanın en önemli yararlarından biri bölge içinde işlem maliyetlerini ortadan kaldırmasıdır. İşlem maliyetleri, tüketicinin karşılığında hiçbir şey elde etmediği bir ölü kayıptır. Bu kaybın ortadan kalkması birlik içinde refahı artırır (Tavlas, 1993: 668). Bu işlem maliyetlerinin tümü AB'de birlik GSYİH'sının yaklaşık %0.5'ini oluşturmaktadır. Uluslararası kullanımı daha az, zayıf paraya sahip olan ülkelerde ise bu oran ülkenin GSYİH'sının %1'ine ulaşmaktadır (Emerson, vd. 1992: 21)

Dış ticarete işlem maliyetlerinin azalması birliğe üye olan ülke sayısı arttıkça artacaktır. Alesina ve Barro (2000) bu durumu yabancı bir dili konuşanların sayısı arttıkça o dili bilmenin daha yararlı hale gelmesine benzetir. İşlem maliyetlerinin azalması ile birlikte ticaretin ve dolayısıyla gelirin artması beklenir. Para birliğine katılmanın ticareti artırıp arttırmadığı literatürde hala tartışılan bir konudur. Ticareti açıklayan çekim (gravity) hipotezine göre ticaret; coğrafi ve ekonomik etkenlere bağlıdır. Bu etkenlerden biri de mesafe (distance)'dir. Mesafe arttıkça ticaret azalır. Ancak bu etkeni sadece coğrafi anlamda düşünmemek gerekir. Ortak bir dil, siyasi görüş ve para mesafeyi kısaltır, ticareti artırır (Alesina, vd. 2000: 335). Bu hipotezden yola çıkan Rose (2000) çalışmasında iki taraflı ticaretin ortak para kullanan ülkeler arasında ayrı para kullananlara göre yaklaşık %200 fazla olduğu sonucuna varmıştır. Bu iddialı sonuç sonrasında ortak para kullanmanın

ticareti ne kadar arttırdığı birçok çalışmada araştırılmıştır.⁸ Euro Bölgesi özelinde yapılan çalışmalarda ise farklı sonuçlar ortaya çıkmıştır. Baldwin (2006); Euro'ya geçmenin etkisini yaklaşık %2 olarak bulurken, Gil-Pareja vd. (2008) yaklaşık %70 olarak bulmuştur. Berger ve Nitch (2008) ve Silva ve Tenreyro (2010) ise Euro'nun ticareti arttırıcı bir etkisi olmadığı sonucuna varmışlardır.

Ortak bir para kullanmak fiyat kıyaslamasını kolaylaştırdığından mikroekonomik etkinliğin sağlanmasına da yardımcı olacaktır. Fiyat kıyaslaması yapmanın şeffaflığa neden olması ve birlik çapında fiyatların yakınsaması beklenir. Ancak yapılan uygulamalı çalışmalarda Euro bölgesinde ortak para kullanmanın fiyat şeffaflığını arttırdığı yönünde bir sonuca varılamamıştır.⁹ Bunun altında yatan neden ise fiyat farklılıklarının piyasalardaki etkisizliğin bir sonucu olmasıdır. Piyasalar ulusal olarak bölünlenmiştir ve de bu bölünmeye neden olan dil, kültür ve düzenlemelerdeki ulusal farklılıklardır (De Grauwe, 2007: 8).

Para birliğine katılarak birlik çapında bir döviz kuru ve para politikasına sahip olmak ülkelerde bu kanallardan ortaya çıkan istikrarsızlıkların önlenmesine neden olur. Risk priminde azalma yatırımı harekete geçirir ve sermaye stoku artar. Veri bir işgücü ve artan sermaye stoku ile üretim de artacaktır (Gross ve Thygesen, 1998: 225).

Para birliğine katılmanın Fleming (1971)'e göre en önemli faydalarından biri de spekülative sermaye akımlarının önüne geçilmesidir. Avrupa parasal entegrasyonunda bu durum karşımıza çıkmıştır. Birbirlerine karşı paralarını sabitlemiş olan Avrupa Para Sistemi (APS) üyelerinin paralarına karşı spekülative ataklar oluşmuş ve bazı ülkeler döviz kuru mekanizmasını terk etmek zorunda kalmıştır. Yaşanan bu kriz ortak bir paraya geçilmesinde önemli bir motivasyon olmuştur.

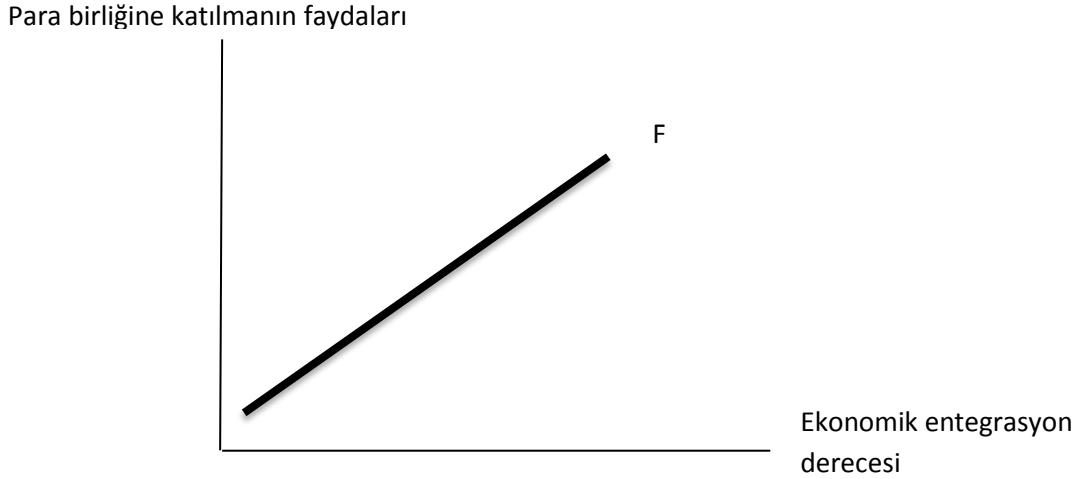
Son olarak para birliğine katılan ülkeler döviz rezervlerinden tasarruf edeceklerdir. Bu fayda para birliğinin kurulduğu ilk aşamalarda kendini göstermese de üyeler arasında işbirliği sağlandıkça artacaktır. Sonuçta birlik içindeki ülkeler birbirlerine karşı döviz

⁸ Bu çalışmalardan bazılarında ortak para kullanmanın ticarete neden olduğu artıştaki nokta tahminler şu şekildedir: Engel ve Rose (2002) yaklaşık %240, Persson (2001) yaklaşık %40, Tenreyro (2001) yaklaşık %60, Glick ve Rose yaklaşık %100, Levy (2001) yaklaşık %50, Nitsch (2002) yaklaşık %85 ve Klein (2002) yaklaşık %50. Ancak bu çalışmalarda endojenlik sorunu karşımıza çıkabilmektedir. Ortak paraya geçen ülkeler zaten yoğun olarak ticaret yaptıkları için ortak paraya geçmiş olabilirler. Yani ticaret birlik için bir sonuç değil neden olabilir. Bu durum endojenlik başlığı altında ileriki bölümlerde tartışılacaktır

⁹ Bu konuda bkz. Engel ve Rogers (2004), Wolsczack ve Derclacz (2006) ve Avrupa Komisyonu (2004).

rezervi bulundurmak zorunda kalmayacaklardır (Ishiyama, 1975: 363)¹⁰ Ayrıca Mundell (1973) ülkelerin para birliğine katılarak rezervlerini bir havuzda toplamış olacaklarını vurgular. Ülkelerden birini negatif etkileyen bir şok olduğunda bu sayede diğer ülkelerin rezervlerini de kullanabileceklerdir. Bu da daha fazla sigorta anlamına gelir.

Para birliğine katılmanın yukarıda saydığımız faydaları birlik içindeki ülkeler ekonomik anlamda birbirleri ile ne kadar entegre ise o kadar daha fazla olacaktır. Örneğin para birliğine katılarak ülke dış ticarete işlem maliyetlerinden tasarruf sağlar. Bu ülkenin ticaret partnerleri birlik içinde bulunuyorsa bu fayda daha fazla olacaktır. Bu durumu genelleyerek Şekil 1.1’de gösterebiliriz. Ekonomik entegrasyon derecesi arttıkça para birliğinden sağlanan faydalar da artmaktadır.



Şekil 1.1 Para Birliğine Katılmanın Faydası ve Ekonomik Entegrasyon

Yukarıda saydığımız bu faydaların yanında para birliğinin önemli maliyetleri de oldukça tartışılmaktadır. En çok tartışılan maliyeti ulusal hükümetlerin kullanabileceği politika aletlerini sınırlamasıdır. Döviz kurunu ve para politikasını belirlemek uluslararası bir otoriteye devredildiğinden, politika yapıcılar, Phillips eğrisi uyarınca istedikleri noktayı seçemeyeceklerdir. Dolayısıyla ekonomide ince ayar yapma kabiliyetleri sınırlanmıştır.

¹⁰ 1996 yılında 15 birlik ülkesi 260 milyar ecu ya eşit rezerv bulunduyorlardı ve bunun yarısı birlik içindeki ülkelerin paraları cinsindedi. Bugün Avrupa Merkez Bankası (AMB) sadece 63 milyar euro rezerv bulunduruyor.

Mundell (1961)'in teorisinin özünü ortaya koyduğundan beri bu maliyet çok tartışılmaktadır. Para birliği'ne katılmak için belirlenen şartların hedefi de bu maliyeti en aza indirmektir.

Döviz kurundaki kontrolün ortadan kalkması ise ulusal ücret, fiyat ve verimlilik trendlerinin sürmesi halinde fazla veren ülkede enflasyonist; açık veren ülkede ise deflasyonist baskıya neden olabilecektir (Ishiyama, 1975: 365). Bu baskılar maliye politikası kullanılarak hafifletilebilir ancak maliye politikasını da bağımsız olarak düşünmek hatalıdır. Avrupa pratiğinde görüldüğü gibi enflasyonist etkiler yaratması sebebiyle maliye politikası da kısıtlanabilir.

Fleming (1971: 471)'e göre para birliğine katılmanın en önemli maliyeti; tüm birliğin işsizlik-enflasyon ilişkisinin bu sayede kötüleşmesidir. Döviz kurunu sabitlemek enflasyonu belirli bir oranda tutmak için gerekli olan işsizliği artırır. Benzer şekilde, veri bir işsizlik oranını korumak için katlanılacak enflasyon oranını da arttıracaktır. Bunun altında yatan neden ise işsizlik ve enflasyon arasında Phillips eğrisinde kendisini bulan eğrisel ilişkidir.

Para birliğine katılmanın maliyetlerinden biri de bölgesel ekonomilerdeki olası bozulmalardır. Sermaye hareketlerinin uluslararası işgücü hareketlerinden daha kolay olması bazı bölgelerde ekonomik sıkıntının artmasına ve durgunluğa neden olabilecektir. Bunun en önemli nedeni bölgeler ya da ülkeler arasında parasal ücretlerdeki artış farklarının verimlilikteki artış farklarından daha sınırlı olmasıdır. Bu dinamik artan getirilerin bir sonucudur ve Kaldor "Verdoorn Kanunu" olarak adlandırılır. Bu kanuna göre yüksek büyüme hızına sahip olan bölgeler birim işgücü maliyetleri düşük olduğundan sermaye çekerler. Ancak bu durum düşük işgücü büyüme hızına sahip olan bölgenin işsizlik problemini daha da derinleştirir (Ishiyama, 1975: 369).

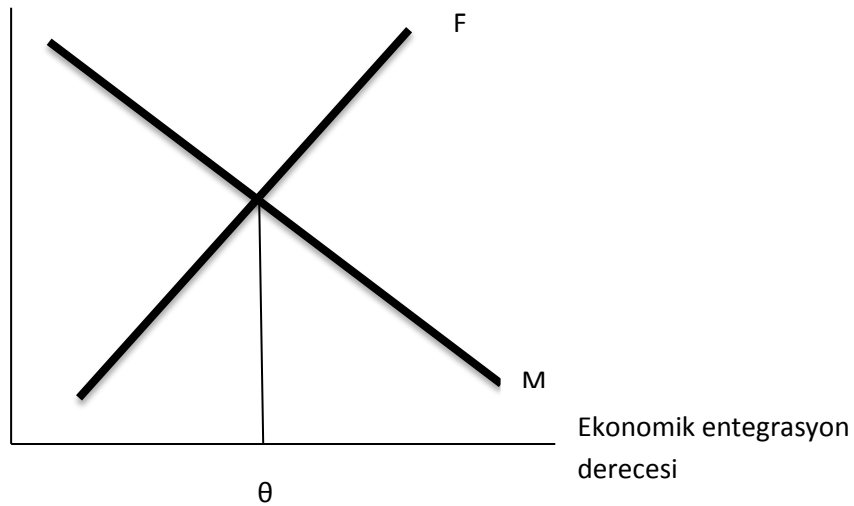
Para birliğine katılmanın bir diğer maliyeti de birlik içindeki ülkelerden biri yada birkaçı bütçe açığı verirse oluşacaktır. Bütçe açığına çözüm birlik çapında bir parasallaşma ile sağlanırsa, bütçe açığı vermeyen diğer ülkelerde negatif bir dışsallık oluşur. Birlik çapında faiz oranları yükselir ve birliğin parasına olan güven sarsılır. Bu da birliğin istikrarlı ülkeleri için önemli bir maliyet unsurudur (Mongelli, 2002: 9).

Para birliğine katılmak mikroekonomik etkinlik kaybına da neden olabilmektedir. Sonuçta yeni bir paraya geçilmesinin yasal ve prosedürel birtakım maliyetleri vardır. Tüm

kontratların birliğin parasıyla yeniden düzenlenmesi gerekecektir (Mongelli, 2002: 8). Daha ciddi bir problem uzun vadeli finansal kontratlar ulusal para ve değişken faize bağlı ise oluşacaktır. Örneğin bir mortgage kontratı yurtiçi bankalararası para piyasası oranına prim eklenerek yapılıyorsa sorun oluşabilir. Çünkü artık yurtiçi bankacılık piyasası değişmiştir (Gross ve Thygesen, 1998: 300).

Para birliğine katılmanın maliyeti ülkenin birliğe ekonomik entegrasyonu arttıkça azalır. Ekonomik entegrasyonun artması; birliğin ülkelerini farklı etkileyen asimetrik şokların olma olasılığını azaltır.¹¹ Bu durumda ulusal para politikası kullanma gerekliliği de ortadan kalkar.¹² Para birliğine katılmanın fayda ve maliyetleri Şekil 1.2’de birlikte gösterilmiştir. Ekonomik entegrasyon arttıkça fayda artarken maliyet azalır. Bir ülkenin para birliğine katılması ve net fayda sağlaması için entegrasyon seviyesi en az θ kadar olmalıdır.

Para birliğine katılmanın fayda ve maliyetleri



Şekil 1.2 Para Birliğine Katılmanın Fayda ve Maliyetleri ve Ekonomik Entegrasyon

Fayda ve maliyet analizi birçok açıdan eleştirilere maruz kalmıştır. Öncelikle fayda ve maliyetlerin kantitatif olarak ölçülmesi oldukça zordur. Ayrıca bu analizde para

¹¹ Krugman (1993) ise uzmanlaşma hipotezi ile para birliğinin asimetrik şokların olma olasılığını arttırdığını öne sürer. Bu hipotez bir sonraki bölümde incelenecektir.

¹² Para birliğinden sağlanan faydaların bir kısmı para sahasında da sağlanabilir. Ancak en önemli maliyet olan döviz kuru ve para politikasının politika aleti olarak kaybı para sahasında da ortaya çıkacaktır. Kısaca para sahasına geçildiğinde maliyetlerin büyük bir kısmına katlanılırken ortak paranın sağladığı faydalardan yoksun olunacaktır (Gross ve Thygesen, 1998:264). İşte bu yüzden para sahası tamamlanmamış bir para birliğidir.

birliğine katılmak isteyen bir ülke için refah analizi yapılmaktadır. Ancak Kawai (1992); bunun ulusal bir refah analizi olduğunu vurgular. Küresel anlamda refah dışsallıklar yüzünden ulusal refahtan farklı olabilir.

Akademik gelişmeler de genel olarak geleneksel yaklaşımın oldukça eleştirilmesine neden olmuştur. Geleneksel yaklaşımın dayandığı temel Keynesyen varsayımlar olan fiyat ve ücret katılığı, enflasyon-işsizlik değiş tokuşu, ekonomide ince ayar; Monetarist ve Yeni Klasik okullardan oldukça eleştiri almıştır. Bu eleştiriler ve yapılan uygulamalı çalışmalar sonucunda teori farklı boyutlarıyla ele alınmıştır. Bir sonraki bölümde öncelikle bu eleştirilere yer verilecek ardından da farklı yaklaşımlar incelenecektir.

1.2 Yeni Para Birliği Teorisi

Para birliği teorisi; 1970'lerden sonra akademik ilgiden oldukça uzak kalmıştır. Yaklaşık yirmi sene Tavlas (2009)'un deyimi ile "akademik zindana" atılmıştır. 1990'ların başında Avrupa parasal entegrasyonundaki gelişmelerle birlikte teori yine akademik tartışmaların içine girmiştir. Ancak teori tartışma alanına yeniden döndüğünde iktisadi dünya oldukça değişmiştir. Geleneksel teorinin dayandığı temel varsayımların teker teker yıkılması, para birliği teorisinin argümanlarının yeniden incelenmesine neden olmuştur.

Emerson, vd. (1992), Avrupa Komisyonu için hazırladıkları "Tek Piyasa, Tek Para" adlı raporlarında yeni iktisadi bakışla ve ampirik analizlerle, para birliğinin maliyetlerinin aslında daha az öneme sahip olduğunu ve ek olarak bir takım faydaları da olduğunu vurgulamışlardır. Bu gelişmeler ışığında takip eden alt bölümde iktisadi dünyadaki değişimler ve bunların para birliği teorisine yansımaları tartışılacaktır. İkinci alt bölümde son on yılda gelişme gösteren para birliğinde endojenlik incelenecektir.

1.2.1 İktisattaki Gelişmelerin Etkisi

II. Dünya Savaşı sonrası döneme Keynes'in görüşleri damgasını vurmuş ve iktisadi dünyada para ilüzyonu, ücret ve fiyat sertlikleri, aktif iktisat politikası önemli bir yer tutmuştur. Ancak Friedman'ın 1960'lı yıllarda ortaya attığı görüşler bu düşüncelerin yeniden sorgulanmasına neden olmuştur.

Friedman 1968 yılında yayımladığı “Para Politikasının Rolü” adlı çalışmasında Keynes’in görüşlerini eleştirmiş; para ve para politikasının rolü hakkında oldukça önemli çıkarımlarda bulunmuştur.¹³

Öncelikle Friedman (1968: 10) ekonomik birimleri irrasyonel ve para ilüzyonu içinde olduğunu reddeder. Ekonomik birimler bekleyişlere sahiptirler ve bu bekleyişlerini değiştirmeleri zaman alır. Ancak uzun vadede bekleyişlerini değiştireceklerdir. Uzun vadede bir para ilüzyonu yoktur. Parasal ücretler müzakereler sonucunda oluşsa da işveren de işçi de reel ücretlerle ilgilenir. Ücret kontratları belirli zaman aralıkları ile yapıldığından beklenen reel ücret, kontrat dönemindeki beklenen enflasyon oranına göre şekillenecektir. Bu da bizi Phillips eğrisi ile ilgili farklı bir sonuca götürür. Phillips eğrisine bekleyişleri ekleyerek şu şekilde yazabiliriz;

$$\dot{W} = f(U) + \beta P^e \quad (1.1)$$

Denklem 1.1’de \dot{W} ücret artış oranını, $f(U)$ işsizlik oranını ve P^e ise enflasyon bekleyişlerini yansıtmaktadır. β katsayısı ise beklenen enflasyonun ne oranda ücret belirlenme sürecine yansıdığını gösterir. 0 ile 1 arasında değerler alan bu katsayı uzun dönemde 1’e eşit olur. Buradan ücretlerdeki artış oranının enflasyon oranı ile değiştirerek bilinen formda Phillips eğrisini beklentiler eklenmiş olarak elde ederiz.

$$\dot{P} = f(U) + \beta P^e \quad (1.2)$$

Bu denklemlerden ortaya çıkan bir sonuç ise tek bir Phillips eğrisi olmadığıdır. Farklı enflasyon beklentilerine göre birden fazla Phillips eğrisi oluşacaktır (Snowdan ve Vane, 2005: 176). Ayrıca Friedman (1968: 8)’a göre işsizliğin mal ve işgücü piyasasının yapısından kaynaklı bir “doğal oranı” vardır. Otoritelerin işsizlik oranının bu doğal oranın altına düşürmeye çalışması hiçbir işe yaramayacak aksine enflasyon artışını hızlandıracaktır. Uzun dönemde bekleyişler tam olarak oluştuğundan işsizlikle enflasyon arasında bir ilişki kalmaz ve işsizlik, doğal işsizlik oranına eşit olur. Uzun dönemde işsizliği azaltmak için uygulanan politikalar sadece enflasyonu arttıracaktır.

¹³ Bu çalışması Friedman’ın en etkileyici çalışması olmuştur. 1981’de Robert Gordon bu çalışmayı son yirmi senenin en etkileyici çalışması olarak tanımlar. James Tobin (1995), Friedman’ı en çok eleştiren akademisyenlerden olmasına rağmen bu çalışmanın ekonomik dergilerde yayımlanmış en etkileyici makale olduğunu vurgular. Paul Krugman (1994), Mark Blaug (1997) ve Robert Skidelsky (1996) da savaş sonrası dönemin en etkileyici çalışması olduğunu kabul ederler (Snowdan ve Vane (2005)).

...Bu sonucu farklı şekilde ifade etmek gerekirse, her zaman enflasyonla işsizlik arasında geçici bir değiş-tokuş vardır. Ancak kalıcı bir değiş-tokuş yoktur. Bu geçici değiş-tokuş enflasyonun kendinden kaynaklanmaz, beklenmedik enflasyondan kaynaklanır, bu da genellikle artan enflasyon demektir. Kalıcı bir değiş tokuşun olduğuna dair oluşan yaygın kanı da yüksek ve artan ifadelerindeki karışıklığın sofistike bir versiyonudur. Artan enflasyon oranı işsizliği azaltabilirken, yüksek enflasyon oranı azaltamaz (Friedman, 1968: 11).

Kısaca eğer işsizliği doğal oranın altına indirmek istiyorsak devamlı artan bir enflasyonla karşılaşmak durumunda kalırız. Ancak enflasyon maliyetli bir olgudur ve bu maliyetler enflasyonun sürekli artması halinde daha da ağır olabilmektedir.¹⁴

Ayrıca Friedman'a göre para oldukça kuvvetli ve yararlı bir "makine"dir.¹⁵ Bu makine kontrolden çıktığında ekonomiyi istikrarsızlığa sürükleyebilir. Bu yüzden para politikasının hedefi parayı istenilen düzeyde tutmak olmalıdır. Para politikası başka amaçlar için kullanılmamalı, ekonomide sadece fiyat istikrarını sağlamalıdır.

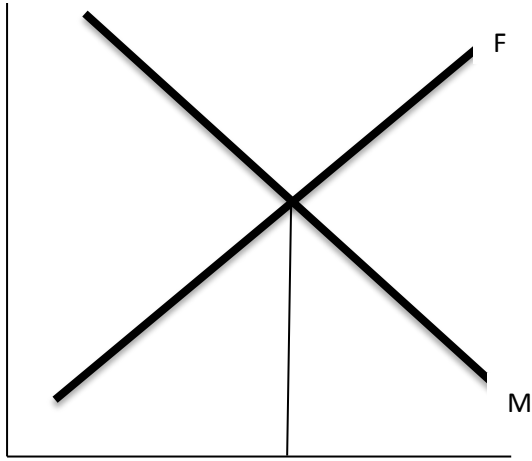
Friedman'ın bu katkılarından sonra Yeni Klasik okul rasyonel beklenti hipotezini ortaya atmış ve işsizlik-enflasyon değiş-tokuşunun kısa dönemde dahi gerçekleşmeyeceği tezini savunmuştur. Lucas (1976), ekonometrik modellemeyi eleştirmiş ve politika simülasyonlarında parametrelerin aynı kalamayacağını iddia etmiştir. Politika yapımcılar bu var olan simülasyonları kullanarak alternatif politikaların sonuçlarını değerlendirdiklerinde o parametreler çoktan değişmiş olacaktır.

Bu gelişmeler iktisadi düşüncenin yanı sıra para birliği teorisine bakışı da değiştirmiştir. Para politikası etkin bir politika aracı değildir, görüşü hakim olmaya başlamıştır. Öyleyse para politikasındaki kontrolü kaybetmek de önemli bir maliyet değildir.

¹⁴ Enflasyonun maliyetleri beklenen enflasyon ve beklenmedik bir enflasyonun maliyetleri olarak iki grupta incelenebilir. Bu maliyetlerle ilgili detaylı bilgi için bkz. Shiller (1996).

¹⁵ Burada makine benzetmesini J.S. Mill'den almıştır. Ancak Mill makine benzetmesinde paranın, işlerimizi kolaylaştıran makineden başka bir şey olmadığını vurgular.

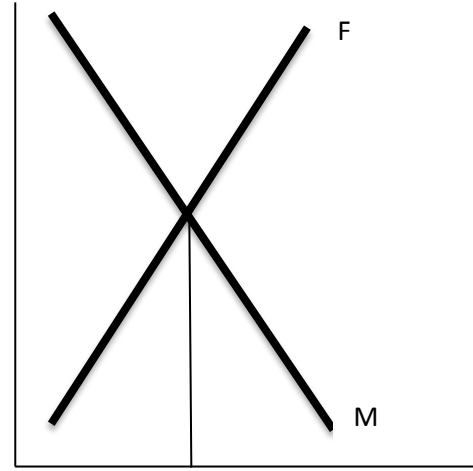
Para birliğine katılmanın fayda ve maliyetleri



Θ1 Ekonomik entegrasyon derecesi

Keynesyen Görüş

Para birliğine katılmanın fayda ve maliyetleri



Θ2 Ekonomik entegrasyon derecesi

Monetarist Görüş

Kaynak: De Grauwe (2007)

Şekil 1.3 Para Birliği'nin Fayda ve Maliyetlerine Keynesyen ve Monetarist Bakış

De Grauwe (2007), Keynesyen ve Monetarist okulun para birliğinin fayda ve maliyetlerine bakışını Şekil 1.3'teki gibi göstermektedir. Monetarist görüşe göre para birliğine katılmak için gereken ekonomik entegrasyon derecesi, Keynesyen görüşe göre gereken entegrasyon derecesinden daha azdır ($\theta_2 < \theta_1$). Monetarist görüşün hakimiyeti arttıkça para birliğine katılmak için daha az bir entegrasyon seviyesi yeterli olacaktır inancı yerleşmeye başlamıştır ve Avrupa parasal entegrasyonu için de itici güç haline gelmiştir.

Bu dönemde ortaya atılan bir diğer argüman da *zaman tutarsızlığı* (*time inconsistency*) argümanıdır. Kydland ve Prescott (1977) dinamik oyun teorisi modelleri ile ihtiyari bir politikanın optimal olmayan sonuçlar doğurabileceğini ortaya koymuşlardır. (t) döneminde optimal olan bir politika (t+n) döneminde optimal olmaktan çıkıyorsa bu politikaya zaman tutarsız politika denmektedir.

Örneğin otoritelerin sıfır enflasyon hedeflediklerini varsayalım. Rasyonel bekleyişlere sahip olan ekonomik birimler bekleyişlerini bu doğrultuda oluşturacaklardır ve ekonomi doğal işsizlik oranında dengeye gelecektir. Ancak bu denge zaman tutarlı mıdır? Demokratik bir toplumda her zaman için otoritelerin politikalarından cayma ihtimali söz konusudur (Kydland ve Prescott, 1977: 487)

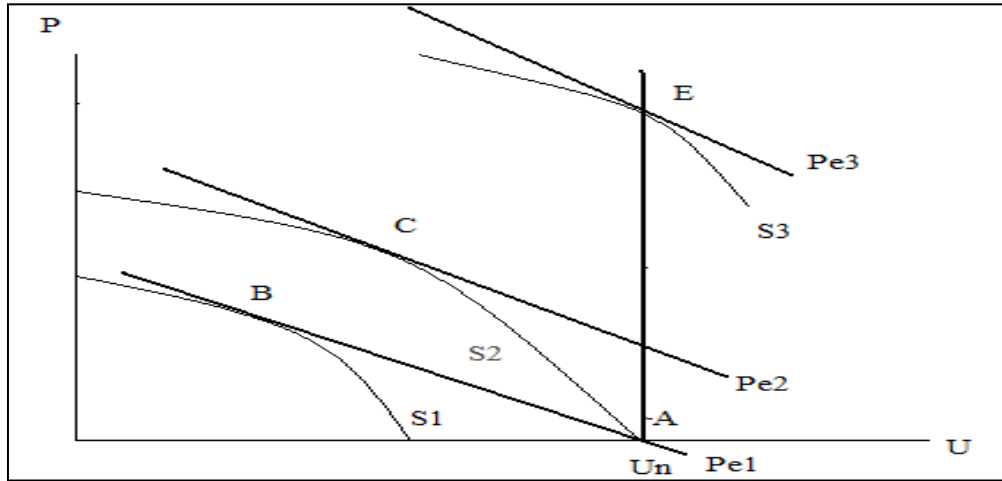
Zaman tutarsızlığını Kdyland ve Prescott (1977) ve Barro ve Gordon (1983) modellerini kullanarak açıklayabiliriz. Para otoritelerinin sosyal amaç fonksiyonu denklem 1.3'teki gibidir:

$$S = S(\dot{P}_t, U_t) \text{ ve } S(\dot{P}_t) < 0, S(U_t) < 0 \quad (1.3)$$

Para otoritesi için enflasyon ve işsizlik tercih edilmeyen olgulardır. Bu oranların artması sosyal faydayı azaltacaktır. Phillips eğrisini de işsizlik cinsinden ifade edecek olursak;

$$U_t = U^n + \alpha(\dot{P}_t^e - \dot{P}_t) \quad (1.4)$$

denklem 1.4'ü elde etmiş oluruz. İhtiyari bir politika süreci şu şekilde işleyecektir: Öncelikle rasyonel ekonomik birimler tüm bilgilerini kullanarak bir enflasyon bekleyişi, (\dot{P}_t^e) oluştururlar. Ardından ise para otoritesi para politikasını kullanarak enflasyon oranını (\dot{P}_t) belirler. Nihayetinde beklenen ve gerçekleşen enflasyon oranına göre ise işsizlik oranı (U_t) belirlenir (Mankiw, 2003: 403). Denklem 1.4'ten anlaşılacağı gibi eğer para otoritesi beklenenden fazla bir enflasyon yarattırsa işsizlik doğal oranın altına düşebilir. Ancak bu durum rasyonel olan ekonomik birimler tarafından da bilineceği için denge yine doğal işsizlik oranına dönecek ancak daha yüksek bir enflasyon yaşanacaktır. Bunu denklem 1.3 ve 1.4'ü aktardığımız Şekil 1.4'te açıklayabiliriz.



Şekil 1.4 Zaman Tutarsızlığı

Şekil 1.4’te para otoritelerinin doğal işsizlik oranında ve sıfır enflasyon yani A noktasını hedeflediklerini varsayalım. Ekonomik birimler de bu doğrultuda beklentilerini oluşturacaklardır. Ancak para otoriteleri B noktasına geçerse daha yüksek bir sosyal amaç fonksiyonuna geçmiş olacaklardır. Öyleyse A noktası zaman tutarsızdır. Bunun farkında olan bireyler enflasyon beklentilerini yükseltirler. Denge E noktasında kurulacaktır; çünkü bu noktada doğal işsizlik oranında sosyal amaç fonksiyonu ile Phillips eğrisi teğet olmuştur. Bu nokta zaman tutarlıdır, para otoritesinin daha fazla enflasyon yaratarak daha yüksek bir (geçici) refaha geçme olasılığı yoktur.¹⁶ Görüldüğü gibi ihtiyari para politikası enflasyon yanlı bir politikadır.¹⁷

Zaman tutarsızlığı anti-enflasyonist politikaların uygulanabilirliğini de sınırlayacaktır. Enflasyonun daha az maliyetle düşürülebilmesi¹⁸ için para otoritesinin enflasyonu düşüreceğine, sürpriz bir enflasyon yaratmayacağına yönelik taahhütünün kredibl olması gerekir. Yüksek enflasyon tecrübesine sahip ülkelerde bu taahhütün inandırıcılığa da düşük olur. Para birliğine katılarak ülke, para politikasının kontrolünü uluslararası bir otoriteye devreder ve güvenilirliği ithal etmiş olur. Daha önce maliyet olarak görülen bu durum, yüksek enflasyon tecrübesi yaşamış bir ülkede avantaja dönüşür. Alesina ve Barro (2000)’da bu konuya vurgu yaparak; kendi parasını bırakıp başka bir paraya geçmeye en iyi aday olabilecek ülkelerin geçmişte enflasyon tecrübesi yaşamış ülkeler olacağını belirtir.¹⁹

¹⁶ Burada enflasyon ve işsizlik azaldığında daha yüksek bir refah ifade ettiğinden, sosyal amaç fonksiyonu orjine yaklaştıkça refahın arttığını ifade eder.

¹⁷ Kdyland ve Prescott (1977) dinamik oyun teorisine göre modellerini açıklamışlardır. Buradaki oyun Stackelberg tarzı, hakim bir oyuncunun bulunduğu bir oyundur. Hakim oyuncu (para otoritesi) ilk hamleyi yapar ve diğer oyuncular(ekonomik birimler) da ona göre strateji oluştururlar. Hakim oyuncunun hile yaparak kendi getirisini maksimumlaştıracığını (kayıp fonksiyonunu minimumlaştıracığını) anlayan oyuncular buna göre davranırlar ve bu zaman tutarsız denge bir “Nash dengesi” olur. Bu dengede her oyuncu diğer oyuncuların kendi için en iyisini yaptığını varsayarak en iyi stratejiyi seçer. Ekonomik birimler de para otoritesinin enflasyon hedefinden caydığında daha çok fayda sağlayacağını (kaybının daha az olacağını) bilirler ve buna göre enflasyon beklentisini oluştururlar. Sonuçta denge yine doğal işsizlik oranında ancak daha yüksek bir enflasyonda sağlanır. (Snowdan ve Vane, 2005: 253)

¹⁸ Enflasyonun düşürülmesindeki maliyet fedakarlık oranı (sacrifice ratio) ile ölçülür. Bu da enflasyonu düşürmek için ne kadar bir işsizlik oranına katlanılabileceğini ifade eder.

¹⁹ Alesina, vd. (2000:308)’e göre ülke enflasyon yaratan bir ülke ise kredibl bir paraya çıpalamak enflasyonu düşürmek açısından iyi olacaktır. Eğer sabit kur kredibl ise aynı durum söz konusu olabilir. Ancak tarih sabit kurların hiçbir zaman geri dönülmez bir şekilde sabit olmadığını göstermiştir.

Fritianni ve Von Hagen (1990)'e göre ise para birliğine katılan ülkelerdeki otoriteler, nominal ücret belirlendikten sonra sürpriz bir enflasyon yaratma şansını kaybederler. Bu da uygulanan politikanın güvenilir olmasına yol açar.

1.2.2 Şokların Benzerliği ve Endojenlik Tartışmaları

Yeni para birliği teorisinde bu iktisadi değişmelerin yanında çalışmaların yöntemi de değişmiştir. Bir ülkenin para birliğine katılması için gereken kriterlerin belirlenmesinden önce ülkelerin yaşadığı şokların benzerliği dikkate alınmaya başlamıştır. Eğer ülke, para birliğinin diğer ülkeleri ile benzer şoklara maruz kalıyorsa ortak bir para politikasının kullanılması sorun yaratmayacaktır. Öyleyse ülkenin para birliğinin diğer ülkeleri ile simetrik şoklar yaşaması diğer bütün kriterleri kapsayan bir kriter olarak karşımıza çıkmaktadır.

Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği (EPB) özelinde de şokların benzer olup olmadığı birçok çalışmada araştırılmıştır. Fransa ve Almanya üzerine yaptıkları çalışmalarında Cohen ve Wyplosz (1989) şokların daha çok simetrik nitelikte olduğu sonucuna varmışlardır. Christou, vd. (1993) ise Avrupa Topluluğu (AT) ülkelerinde arz şoklarının asimetrik, talep şoklarının ise simetrik olduğunu iddia etmişlerdir. Ayrıca bu ülkelerin şoklara verdiği politika cevapları da asimetriktir. Bunun yanında Bayoumi ve Taylor (1995), topluluk üyelerinin şoklarının yüksek korelasyona sahip olmadığını ortaya koyarlar.

Frankel ve Rose (1997, 1998) para birliği teorisine farklı pencere açarlar ve para birliğine katılmadan önce ülkeler benzer şoklar yaşamasalar dahi, para birliğine katılarak benzer konjoktüre sahip olacaklardır sonucuna varırlar. Para birliğinin endojenliği başlığı altında yürüyen bu tartışmanın temelinde ticaretin entegrasyonu yatar. Para birliğine katılmak ülkeler arasında ticareti artırır. Ticaretin artması ise bu ülkelerin benzer konjoktüre sahip olması ile sonuçlanır. Artis ve Zhang (1995) Avrupa'da döviz kuru mekanizmasına giren ülkelerin konjoktürlerinin simetrik olduğunu ve bunların ABD'nin konjoktüründen ayrıştığını vurgulamaktadır. Daha da ileri giderek yazarlar, ortak bir Avrupa konjoktüründen de bahsederler.

Parasal entegrasyon daha geniş bir ekonomik entegrasyon için bir taahhüt oluşturduğu gibi ileride herhangi bir rekabetçi devalüasyon ya da tarife dışı bir engelle

karşılaşılmayacağı garantisi olarak görülür (De Grauwe ve Mongelli, 2005: 5). Bu da daha önce değindiğimiz gibi ticareti arttırır. Ticaretin artması ise endüstri içi ticaretin yaygın olduğu varsayımıyla konjonktürlerin benzer olması sonucunu doğurur. Para birliğine katılan ülkeler birbirlerine benzer mal sattıklarından benzer endüstriler geliştirecekler ve benzer şoklara maruz kalacaklardır. Krugman (1993: 242)'ın uzmanlaşma hipotezi ise bu varsayımı değiştirerek bizi farklı bir sonuca götürür. Eğer ticaret endüstriler arası ise, ticaretin artması ile birlikte her ülke rekabet avantajı olan malın üretiminde uzmanlaşacak ve bu ürünün ticaretini yapacaktır. Bu durumda ise endüstri spesifik şoklar ülke spesifik şoklara dönüşür.²⁰ Bu da ülkeler arasında asimetrik şok yaşanması anlamına gelir. Ortak bir para politikası ise ülkeler arasında yaşanan bu asimetrik şoklar da sorun yaratacaktır.

Finansal entegrasyon üzerine yaptıkları çalışmalarında Kalemli-Özcan, vd. (2003), ülkelerin entegre oldukça üretim riskini dağıtacaklarını ve bunun da üretimde uzmanlaşma ile sonuçlanacağını ortaya koymuşlardır. Eğer sermaye piyasası entegrasyonu ileri seviyede ise ülkeler ya da bölgeler sektöre özgü şoklara karşı korunmuş olurlar. Böylece teknolojik farklılıklardan, faktör zenginliğinden ya da ölçek ekonomisinden kaynaklanan karşılaştırmalı üstünlüklerden daha iyi yararlanırlar ve uzmanlaşırlar. Kalemli-Özcan, vd. (2003)'nin çalışması bizi Krugman (1993)'ın uzmanlaşma hipotezi ile aynı sonuca götürür: para birliğine katılan ülkelerde uzmanlaşma artar ve şoklar (ya da konjonktürler) asimetrik hale gelir. Tek bir para politikası ise bu ülkelerde asimetrik şoklara karşı otoritelerin politika uygulamasını zorlaştırır.

Frankel ve Rose (1997, 1998) ise artan ticaretin konjonktürlerin korelasyonunu arttırdığını ortaya koymuşlardır.²¹ Fridmuc (2001), bu araştırmayı bir adım daha ileri götürerek Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği (EPB) içinde endüstri içi ticareti ve konjonktürlerin benzerliğini araştırmış ve endüstri içi ticareti anlamlı bulmuştur. Bu durumda EPB'ye katılacak bir ülke *ex ante* olarak uygun olmasa da *ex post* olarak iyi bir adaya dönüşür (Frankel ve Rose, 1997: 755).

²⁰ Krugman (1993) bu çalışmasında ABD'nin eyaletlerini örnek gösterir ve eyaletlerin üretimde uzmanlaştığını ortaya koyar. Mali transfer sistemi gelişmiş olan ABD'de asimetrik şokların etkisi azaltılabilir ancak Avrupa'da sorun yaratacaktır.

²¹ Frankel ve Rose (1997) çalışmalarında Lucas kritiğine değinirler ve EPB'ye katılacak ülkeler için geçmiş konjonktürlerine bakarak karar vermenin yanlış olacağını vurgularlar. Birliğe katılan ülke artık yapısal olarak farklılaşmıştır.

De Grauwe ve Mongelli (2005) ise endojenlikten değil, endojenliklerden bahsetmek gerektiğini vurgularlar. Ticaretteki artışın yanında başka faktörler de konjonktürlerin birbirine benzemesi sonucunu doğurabilir. Ülkeler para birliğine katılarak bilgi ve teknoloji transferi sağlayarak benzer bir arz yapısına sahip olabilirler. Bu da benzer konjonktüre sahip olacakları anlamına gelir. Ayrıca para birliğine katılarak uygulanan birlik çapındaki politikalarla fiyat ve ücret esneklikleri sağlanabilir. Bu şekilde ülke daha önce para birliği için iyi bir aday olmasa da para birliğine katılmaktan dolayı bir net fayda sağlayabilir.

2. PARA BİRLİĞİ UYGULAMALARI

Para birlikleri en dar tanımından en geniş tanımına kadar tarihte defalarca karşımıza çıkmıştır. Bu birliklerden bazıları para sahasından öteye geçememiş bazıları ise tam bir birlik oluşturarak tek bir para ve merkez bankasına geçmiştir.

Para birliği tecrübelerini incelerken Bordo ve Jonung (1999)'u takiben ulusal ve uluslararası para birliğine dikkat çekilecektir. Ulusal para birliklerinde politik birlik ve para birliği hedefleri bir arada gitmektedir. Bu politik istek para birliğinin devamı için esas unsur olmuştur. Uluslararası para birlikleri deneyimlerinde ise çoğunda para sahasından öteye geçilememiştir. Uygulamada paralar sabit paritelerle birbirlerine bağlanmış ve ülkelerin paraları bu sabit paritelerle diğer ülkelerde geçerli olmuştur.

2.1 Ulusal Para Birlikleri

Ulusal para birlikleri; politik birlik ve ulus bilinci oluşturmak isteyen milletlerin bu amaçları doğrultusunda parasal alanda da birlik oluşturma çabası olarak görülmektedir. Çünkü parasal hakimiyet ulus bilincinin oluşturulmasında önemli bir harç vazifesi görmekte ve milletleri ortak bir amaca sevk etmektedir.

Bu anlamda takip eden bölümlerde ulusal para birliklerinin oluşmasında üç örnek birlik ele alınacaktır. Bu para birliklerinin bu gün hala devam ediyor olmasının altında şüphesiz ki ülkelerin politik birliğinin de devam etmesi yatmaktadır. Bu birliklerin oluşması yıllar almıştır. Ekonomik ve politik açmazlar ülke içinde anayasal çözümlerle ortadan kaldırılmakta, bu da para birliğinin devamı için zemin hazırlamaktadır.

2.1.1 ABD Para Birliği

ABD’de para birliğinin başlangıcı 1789’da Anayasının imzalanması olarak kabul edilir. Anayasa madeni para basmada ve değerini dūzenlemede kongreyi tek yetkili kılmıştır. Ticari bankalar banknotlar basabilse bile bu banknotlar da madeni paraya konvertibl olmak zorundadır. (Bordo ve Jonung, 1999: 8).

Kurulan bu para birliği iç savaş sırasında bir takım problemlerle karşılaşmıştır. Yařanan deflasyon itileri ağır borç yūkū altında bırakmış ve bu borçlara farklı eyaletlerde farklı uygulamalar getirilmesi isyanlarla sonuçlanmıştır. Bu dūnemde yaşanan sıkıntılar politik birliğin geekleşmesi için para birliğinin tam olarak sağlanması gerekliliğini ortaya koymuştur (Rockoff, 2000: 8)²².

Tam bir para birliđine dođru evrilmede iki defa para otoritesi kurma giriřimi olmuřtur. Bunlar yirmi yıllık sūrelerle kurulmuř ve sūresi dolduđunda ise yařanan politik istikrarsızlıklar sonucu sonlandırılmıřtır. 1836’dan 1913’e kadar bir merkez bankası oluřturulamamıřtır. Bu gūnkū Federal Sistem ancak 1913’te hayat bulmuřtur.

Para birliđi için gerekli olan kriterler açısından baktıđımızda 19.yy ABD’sinin para birliđi için uygun bir alan olduđunu sūylemek mūmkūn deđildir. İřgūcū mobilitesi az, kurumsal yapılanmadan dolayı sermaye mobilitesi dūřūktūr. Federal hūkūmet mali transfer sađlayacak kadar da būyūk deđildir (Rockoff, 2000: 18). Sonuçta ABD’de para birliđi için gerekli řartlar birlik oluřtuktan sonra ortaya çıkmıřtır. Bahsedilen dūnemde ayrı bōlgelerde farklı paralar savunulabilirken politik istek para birliđinin devamını sađlamıřtır. Zaman geçtikçe entegrasyon artmıř ve para birliđi ekonomik anlamda da savunulmaya bařlamıřtır. Bu da para birliđinin endojenliđinin bir kanıtı olarak karřımıza çıkmaktadır.

2.1.2 Almanya Para Birliği

1790’lı yılların bařında Almaya’da yaklařık 300 farklı devlet kendilerine oźgū gūmrūk tarifesi uygulamıř ve bu da ticaretin önūnde būyūk bir engel teřkil etmiřtir. Bu engeli ortadan kaldırmak isteyen Alman devletleri 1818’de bir gūmrūk birliđi, *Zollverein*,

²² Bu bize para birliđi ile politik birlik arasında iki yōnlū bir iliřki olduđunu gōstermektedir. Tam bir para birliđinin geekleřmesi için politik birliđe ihtiyaç vardır. Aynı zamanda politik birlikte para birliđi olmadan sađlanamamaktadır. Ulusal para birliklerinde para birliđi ve politik birlik beraber gitmiřtir.

kurma girişiminde bulunmuşlar ve Prusya ile başlayan bu süreci ancak 1833'te tamamlayabilmişlerdir (Cown, 2003: 46).

Gümrük birliğini kuran antlaşma eyaletlerin madeni para sistemini ortak bir standartta tutmalarını öngörmüştür. Bu dönemde devletlerin para arzları ise temel olarak altın ve gümüş sikkelere (coinage) dayanmakta ve her devlet bu sikkelerin saflığını, ağırlığını ve sikke harcını (coinage fee) kendi belirlemekeydi. Zollverein ise bu harçların harmonizasyonu ile ilgili birçok antlaşmaya dayanmıştır. 1837'den sonra devletler iki para alanı etrafında toplanmışlardı: Kuzeyde *thaler* ve güneyde *gulden* (Kenen ve Meade, 2008: 83).

Para birliğinin tamamlanması 1871 yılında, politik birlik tamamlandıktan sonra gerçekleşebilmiştir. Prusya önderliğinde Avusturya-Prusya savaşından sonra ancak Almanya'nın politik birliği sağlanabilmiş; 1871'de birleşmiş Alman *Reich*'inde ortaya atılan yeni bir kanunla Mark ülkenin hesap birimi olmuştur. 1875'te ise bankacılık yasası ile Prusya Merkez Bankası, *Reichsbank*, Alman Merkez Bankasına dönüştürülmüştür. Bu banka II. Dünya Savaşına kadar devam etmiş sonrasında ise Bundesbank'a dönüşmüştür (Ertürk, 1992: 144). Diğer bütün bankalar ise normal bankacılık fonksiyonlarını yerine getirmeye sevk edilmiştir. I. Dünya Savaşına kadar Reichsbank altın standardına bağlı kalmıştır.

2.1.3 İtalyan Para Birliği

İtalya'da 1859 yılına kadar 90 kadar farklı para tedavülde olmuş ayrıca küçük eyaletlerdeki farklı bankalar da o bölgede geçerli olan banknotlar çıkarmışlardır. Diğer para birlikleri uygulamalarında olduğu gibi, İtalya'da da para birliği ancak politik birlik oluştuktan sonra tamamlanabilmiştir.

İtalya'nın 1861'de politik bütünleşmesi parasal bütünleşmeye de hız kazandırmıştır. Farklı paraların olması ticaretin önünde önemli bir engel teşkil etmiştir. Bu anlamda öncelikle eyaletler dört farklı para etrafında toplanmışlardır. 1862 yılında ise Sardunya Lirası yasal ödeme aracı olarak kabul edilmiştir. Bu dönemde henüz gerçek bir merkez bankası olmadığından bölgesel bankalar benzer görevleri üstlenmişlerdir (Cown, 2003: 48).

Tek bir merkez bankasının kurulması biraz zaman almıştır. Bu dönemde bir çok banka bu görevi üstlense de Banca Nazionale del Regno d'Italia (BNR), bu süreçte diğer bankaları absorbe ederek hakim banka haline gelmiştir. Bu sırada yeni kurulan İtalyan hükümeti de 2,4 milyar lira borç devralmıştır. Bu mali açıklar sonucunda hükümet 1866'da banknotların sikkelere konvertibilitesini kaldırmıştır. *Il corso forzono* olarak bilinen bu durum 1881'e kadar sürmüştür. Aynı dönemde hükümetin BNR bankasından borç alması, bankanın pozisyonunu güçlendirmiştir (Bordo ve Jonung, 1999: 11). 1891'de likidite krizini aşmak için hükümet rezerv gerekliliklerini düşürmüş ve ardından da bankacılık sisteminde bir soruşturma başlatmıştır. Sonucunda ise 1893 yılında BNR ve iki Toskana bankası birleştirilerek Banca d'Italia kurulmuştur (Cown, 2003: 49). Sonuçta İtalya para birliğinin de tamamlanması diğer para birliklerinde olduğu gibi zaman almış ve ancak politik birlik kurulduktan sonra gerçek bir para birliği oluşturulmuştur.

2.2 Uluslararası Para Birlikleri

Uluslararası para birliklerinin tarihine baktığımızda iki tip para birliği karşımıza çıkmaktadır. Bunlardan ilki madeni para standardında kurulmuş para birlikleridir. Ticaret, kültürel ya da ekonomik bağları kuvvetli olan ülkelerin paralarının birbirlerinin ülkelerinde yasal ödeme aracı olarak kullanılması sonucu, paraların basılma ve dolaşım koşullarına ortak bir standart getirmek üzere kurulmuş birliklerdir. Bu tarz birliklere örnek olarak Latin Para Birliği (LPB) ve İskandinav Para Birliği (İPB) gösterilebilir.

İkinci tip para birlikleri ise para kurullarının gelişip evrimleşmesi ile ortaya çıkmışlardır. Bunlarda genel olarak sömüren devletin parası rezerv olarak kabul edilmiş, bu rezervin bir nispetinde para basılmıştır. 1950 ve 60'larda bu ülkelerin bağımsız hale gelmesi sonucu bu para kurulları evrimleşerek para birliklerine dönüşmüşlerdir. Ancak bazılarında sömüren devletin etkisi sona ermemiştir. Bu tip birliklere ise CFA (Communauté Financière Africaine) Frank Sahası, Ortak Para Alanı (OPA) ve Doğu Karayip Para Sahası (DKPS) örnek olarak gösterilebilir.

Tarihsel olarak baktığımızda uluslararası para birliklerinden sadece dört tanesi başarılı olmuştur. Bu birlikler; Belçika-Lüksemburg Ekonomik Birliği (BLEB), CFA Frank Sahası, Ortak Para Alanı (OPA) ve Doğu Karayip Para Sahası (DKPS)'dir. Bu birliklerin başarılı olmasının altında yatan neden Cohen (2000)'e göre bu ülkelerin para birliğini terk edip parasal bağımsızlıklarını kazanmalarından onları caydıracak bir faktörün

olmasıdır. Bu caydırıcı faktör hakim bir devletin olması ve o devletin cezasına maruz kalmamak olabileceği gibi geri dönmenin maliyetli olacağı iyi örölmüş kurumsal bağlar da olabilmektedir. Bu faktörlerden birinin olması o ülkeyi para birliğini terk etmekten alıkoyacak ve böylece para birliğinin devamı sağlanacaktır.

Takip eden altbölümlerde uluslararası para birliği örnekleri daha detaylı incelenecektir. Tablo 1.1’de ise bu birlikler özet olarak birbirleri ile karşılaştırılabilir.

Tablo 1.1 Uluslararası Para Birlikleri Karşılaştırması

	Latin Para Birliği (LPB)	İskandinav Para Birliği (İPB)	Belçika-Lüksemburg Ekonomik Birliği (BLEB)	CFA Frank Sahası	Doğu Karayip Para Birliği (DKPB)	Ortak Para Alanı (OPA)
Faaliyet Süresi	1865-1927	1873-1920'lerin ortası	1922-1999	1945- hala devam ediyor	1950-hala devam ediyor	1920-hala devam ediyor
Üye Ülkeler	Fransa, Belçika, İsviçre, İtalya, Yunanistan	İsveç, Norveç, Danimarka	Belçika, Lüksemburg	Benin, Burkina Faso, Fildişi Sahili, Gine Bissau, Mali, Nijer, Sengal, Togo, Çad, Ekvator Ginesi, Gabon, Kamerun, Kongo Cum., Orta Afrika Cum.	Antika ve Barbuda, Dominik, Granda, St. Kitts ve Nevis, St. Lucia, St. Vincent ve Grenada	Güney Afrika, Lesoto ve Swaziland
Ortak ya da ulusal paralar	Ulusal paralar	Ulusal paralar	Ulusal paralar	Ortak para	Ortak para	Ulusal paralar
Yasal Ödeme aracı	Ulusal paralar yasal ödeme aracı statüsünde	Ulusal paralar yasal ödeme aracı statüsünde	Belçika Frankı iki ülkede de yasal ödeme aracı	Bölgesel CFA franklar kendi bölgesinde yasal ödeme aracı	Doğu Karayip doları yasal ödeme aracı	Swaziland dışında Güney Afrika Rand'ı yasal ödeme aracı
Para Otoritesi	Ulusal merkez bankaları	Ulusal merkez bankaları	Merkez bankası Belçika'da, Lüksemburg para otoritesi onu takip ediyor	İki bölgesel merkez bankası: Batı Afrika Devletleri Merkez Bankası ve Orta Afrika Devletleri Merkez Bankası	Tek merkez bankası: Doğu Karayip Merkez Bankası (1983'te kuruldu ondan önce 1965'te para otoritesi idi)	Ulusal merkez bankaları
Tamamlayıcı antlaşma	yok	Yok	Benelux, Avrupa Topluluğu(AT)	Gümrük birliği	Ortak Pazar antlaşması	Gümrük birliği
Dağılma nedeni	Birinci Dünya Savaşı ve konvertibilitenin son bulması	Birinci Dünya Savaşı ve konvertibilitenin son bulması	EPB'ye giriş	Hala devam ediyor	Hala devam ediyor	Hala devam ediyor

Kaynak: Kenen ve Meade (2008: 91) ve Cohen (2000: 184)

2.2.1 Latin Para Birliği (LPB)

Latin Para Birliği (LPB) 1865'te kurulana kadar Fransa, Belçika, İsviçre ve İtalya birbirlerinin paralarını ödeme aracı olarak kabul ediyorlardı. Ancak İtalya ve İsviçre'nin sikkelerin gümüş içeriğini düşürmesi ve bu sikkelerin Fransa ve Belçika'ya akması sonucunda, İtalya ve İsviçre diğer ülkeler aleyhine bir senyoraj geliri elde etmeye başladılar. Fransa'da bu duruma sikkelerin gümüş içeriğini düşürerek cevap verdi. Ortaya çıkan bu problemi çözmek için Belçika bir konferans önerdi ve bu konferans sonucunda 1865'te Latin Para Birliği (LPB) kuruldu (Bordo ve Jonung, 1999: 14). Belçika, Fransa, İtalya ve İsviçre'den oluşan birliğe 1876 yılında Yunanistan'da katıldı.

LPB sikkelerin basılmasında ortak standartlar getirirken, ülkelerin merkez bankalarına diğer ülkelerin paralarının kabul edileceği şartları da belirlemiştir. Ancak bu birlikte ülkeler kendi paralarını ve parasal bağımsızlıklarını sürdürmeye devam etmişlerdir. Kısaca bu oluşum para sahasından öteye geçememiştir.

1870'li yıllarda dünya piyasalarında gümüşün değeri altına göre düşmüş ancak birlik içinde aynı pariteler devam etmiştir. Ülkeler altın sikkeleri eriterek ihraç etmişler ve daha fazla senyoraj geliri elde etmek için gümüş sikkelerin miktarını arttırmışlardır. Bunun üzerine 1874'te toplanan bir konferans ile gümüş sikke basımı kısıtlanmıştır (Kenen ve Meade, 2008: 84). Sonuçta ülkelerin ayrı ayrı merkez bankasına sahip olması birlik içinde istikrarsızlık kaynağı oluşturmuştur.

Cohen (2000)'e göre ülkeler arasında ücret ve fiyat esnekliklerinin olması bu birliğin uzun süreli olmasının en önemli nedenlerinden biridir. Ancak I. Dünya Savaşı ile birlikte artan askeri harcamalar ve bu harcamaların kağıt para basarak finanse edilmesi birliğin sonunu hazırlayan bir etmen olmuştur. Karşılığı olmadan basılan bu kağıt paralar diğer ülkelerde yasal ödeme aracı olarak kullanılamamıştır.

İlk olarak Belçika 1925'te 1927 itibarı ile birliği terk edeceğini açıklamış ve diğer ülkeler de takip etmiştir. Birliğin dağılması kolay bir süreç olmuştur. Bu birliğin yıkılmasının nedeni olarak iki farklı görüş öne çıkmaktadır. Bir görüş ortak para politikası uygulanmadığı için birliğin yıkıldığını öne sürerken, diğer bir görüşte merkez bankalarının başına buyruk davrandığını öne sürmektedir (Ertürk, 1992: 143). Her ülke

kendi parası ve merkez bankasına sahip olduğundan para birliğinden çıkmak bu ülkeler için herhangi bir sorun yaratmamıştır.

2.2.2 İskandinav Para Birliği (İPB)

İsveç, Norveç ve Danimarka aralarındaki yoğun ticaretten dolayı 1862’de ulusal paralarına ortak bir standart getirme girişiminde bulunmuşlardır. Yapılan görüşmeler sonucunda 1873’te İsveç ve Danimarka arasında para birliği fiilen başlamıştır. Norveç ise 1875 yılında katılmıştır.

İskandinav Para Birliği ile birlikte krona adı altında, altına dayanan yeni bir para yaratılmıştır. Altın standardına geçilmesindeki en önemli neden ise bu ülkelerin en önemli iki ticari partneri olan İngiltere ve Almanya’nın altın standardını tercih etmesidir. Her üç ülkede ayrı ayrı basılan bu paraların, üç ülkenin de merkez bankalarınca limitsizce kabul edilme koşulu getirilmiştir. Buna ek olarak 1894 yılında ülkelerin kağıt paraları da diğer birlik ülkelerinde kabul edilmesi konusunda anlaşmaya varılmıştır.

Bergman (1999) İskandinav ülkelerinin bu dönemde asimetrik şoklara maruz kaldığını yani para birliği için uygun bir aday olmadıklarını ortaya koymuştur. Buna rağmen İPB birçok araştırmacı tarafından başarılı para birliklerinden biri olarak kabul edilir. Birlik tam olarak konvertibilitateyi sağlamış ve ortak hareket edebilmiştir. Cohen (2000)’e göre İskandinav ülkelerini diğer para birliği ülkelerinden farklı kılan bu ülkelerin kültür, dil, gelenek gibi ortak paydalarının olmasıdır. Birlik ülkelerinde bu politik istek her zaman yerini almıştır.

Bu birlik her ne kadar başarılı sayılsa da I. Dünya Savaşı sırasında altına konvertibilitenin kalkması ile ömrünü tamamlamıştır. 1920’lerin ortasında paraların yasal ödeme statüsünün parayı basan ülke ile sınırlandırılması ile birlik fiilen yıkılmıştır.

2.2.3 Belçika-Lüksemburg Ekonomik Birliği (BLEB)

Belçika ve Lüksemburg arasındaki ekonomik ilişkiler 1921’de ekonomik birlik kurulması ile hız kazanmıştır. Lüksemburg ve otuz kat büyük ekonomiye sahip olan Belçika 1922 yılında para birliği oluşturmuşlardır. Her ülke kendi parasını basmaya devam etmiş, Belçika frankı Lüksemburg’da yasal ödeme aracı olarak kabul edilmiştir. Ancak Lüksemburg frankı Belçika’da hiçbir zaman yasal ödeme aracı statüsü kazanmamıştır (Kenen ve Meade, 2008: 90).

Bu birlikte Belçika hakim ülke konumunda olmuştur. İki ülke için de önemli kararlar Belçika merkez bankası tarafından verilmiştir. Hatta EPB kurulana ve Lüksemburg bu birliğe üye olana kadar Lüksemburg'da bir merkez bankası kurulmamıştır. Bu görevi Lüksemburg Para Enstitüsü yerine getirmiştir.

BLEB başarılı bir birlik olarak gösterilmektedir. Hakim bir üyenin olduğu bir sisteme dayanmaktadır. Dolayısıyla Belçika'nın ortak konularda sorumluluk alması ya da almak istemesi birliğin başarılı olması ile yakından ilgili olmuştur (Cohen, 2000: 193). BLEB; EPB'in kurulması ile son bulmuştur.

2.2.4 CFA Frank Sahası

CFA Frank sahası on ikisi eski Fransız sömürgesinden oluşan on dört Afrika ülkesini kapsamaktadır. 1930'lu ve 40'lı yıllarda Fransa kendi sömürgelerinde para yaratmış ve II. Dünya Savaşından sonra bu paraları Fransız frankına sabitlemiştir. 1960'larda bu ülkelerin bağımsızlıklarını almaları sonucunda para basma yetkisi iki bölgesel merkez bankasına devredilmiştir. Ancak bu bankalar Fransa'da ve Fransız hazinesinin kontrolünde bulunmaktadır. Bu iki merkez bankası farklı CFA frankları basmakta ve bu paralar sadece kendi birliği içinde yasal ödeme aracı görevini üstlenmektedir. Değerleri eşit olan bu paralar aynı zamanda Fransız frankına (EPB'ten sonra ise Euro'ya) çıpalandırılmıştır. Fransa bu CFA franklarına konvertibilite garantisi vermektedir. Aynı zamanda para politikasının uygulanmasına da çeşitli koşullar getirmektedir. Bu kapsamda hükümetlere açılan kredilere sınırlamalar getirilmiştir (Hedjimichael ve Galy, 1997: 6).

CFA Frank sahası iki ayrı birlikten oluşur. Bu birliklerden ilki Batı Afrika Ekonomik ve Para Birliği'dir ve sekiz ülkeyi kapsamaktadır (Benin, Burkina Faso, Fildişi Sahili, Gine Bissau, Mali, Nijer, Senegal ve Togo). İkincisi ise Orta Afrika Ekonomik ve Para Birliği'dir ve altı ülkeyi kapsamaktadır (Çad, Ekvator Ginesi, Gabon, Kamerun, Kongo Cumhuriyeti ve Orta Afrika Cumhuriyeti).

CFA Frank Sahası en uzun süreli para birliklerinden biri olmuştur ve hala faaliyettedir. Ancak bu birliği, para birliği için gerekli olan kriterler açısından değerlendirdiğimizde ekonomik açıdan savunulması güçtür. Boughton (1991)'a göre bu ülkeler para birliği için gerekli olan niteliklere sahip değildir. Farklı ekonomik

yapıdadırlar ve bu yüzden de asimetrik şoklara açıktırlar. Ayrıca bunu tazmin edebilecek bir faktör mobilitesine de sahip değildırler. Ancak yazara göre bu birliği Fransa'yı ayrı tutarak değerlendirmek de hatalıdır. Fransa'da birliğin içinde ve hakim ülke konumundadır. Fransa'nın parasına sabitlenen birlik parası sayesinde kredibilite ve istikrar ithal edilmiş olur. Hegomonik bir gücün olması ve yokluğunda oluşabilecek kredibilite ve istikrar kaybı birliğin devamını sağlamaktadır.

2.2.5 Doğu Karayip Para Birliği (DKPB)

Bu birliğin kökenleri İngiltere'nin sömürgelerinin finansal işlerini yürütmek üzere kurduğu para kuruluna dayanmaktadır. Bu birlik ilk defa 1950 yılında oluşturulmuş, daha sonra 1965 yılında Doğu Karayip para otoritesine dönüştürülmüştür. 1983 yılından beri Doğu Karayip Dolarını yasal ödeme aracı olarak kabul etmektedir.

DKPB, altı küçük Karayip ülkesinden oluşmaktadır (Antika ve Barbuda, Dominik, Grenada, St. Kitts ve Nevis, St. Lucia, St. Vincent ve Grenada). Bu birlikte havuzlanmış rezervler bulunmakta ve her üye ülkenin hükümetleri bu rezervlere erişebilmektedir. Senyoraj geliri üyeler arasında oransal olarak dağıtılmaktadır. Ayrıca ortak pazar ve çok taraflı kliring mekanizması ile birlik desteklenmektedir (Kenen ve Meade, 2008: 93).

Doğu Karayip doları 1950 ile 1976 arasında İngiliz pounduna, 1976'dan beri ise ABD dolarına sabitlenmiştir. Ancak CFA Frank Sahasından farklı olarak hiçbir zaman ABD hakim ya da caydırıcı bir faktör olmamıştır. Bu birliğin başarısının altındaki en önemli neden ise ülkeler tarafından ortak olan bir kültür ve sömürge geçmişidir (Cohen, 2000: 195).

2.2.6 Ortak Para Alanı (OPA)

Ortak Para Alanı (OPA)'nı Güney Afrika, Lesoto ve Swaziland oluşurmaktadır.²³ Para birliğine üye olan her ülkenin kendi merkez bankası bulunmaktadır. Her ülke ulusal parasını Güney Afrika'nın parası olan Rand'a sabitlemiş ve %100 yabancı rezerv ile desteklemektedir. Rand her ülkede yasal ödeme aracı konumundadır.

OPA'nın kökenleri 1920'lere dayanmaktadır. Güney Afrika'nın parası olan Rand, diğer ülkeler tarafından yasal ödeme aracı olarak kabul edilmiştir. 1960'larda başlayan

²³ Namibiya bağımsızlığını kazandıktan sonra otomatik olarak birliğe üye olmuş ancak 1993'te Namibiya dolarına geçmiştir. Ancak esnek kur uygulamak yerine parasını Güney Afrika Rand'ına sabitlemiştir.

bağımsızlık hareketleri ile 1974'te Rand para sahası oluşturulmuş 1986'da ise OPA'ya dönüşmüştür. OPA içinde Güney Afrika hâkim ülke olma konumunu sürdürmüş ve para politikasında etkin rol oynamıştır.

Güney Afrika enflasyon rejimi uygulayarak para politikasını belirlemekte ve diğer ülkelerde ise Rand'e bağlı para kurulu işlev görmektedir. Ancak zamanla bu ülkelerin güçlenmesi ile dengeler değişmeye başlamıştır. Swaziland daha da ileri giderek Rand'ın yasal ödeme aracı statüsünü değiştirmiştir. Belçika-Lüksemburg Ekonomik Birliği'ndeki kadar olamamakla birlikte hâkim devlet statüsü Güney Afrika için devam etmekte ve birliğin sürekliliğini sağlamaktadır (Cohen, 2000: 188).

3. AVRUPA'DA EKONOMİK VE PARASAL ENTEGRASYON

Avrupa'da entegrasyonun nedenlerini açıklarken birçok tez öne sürülmüştür. Ertürk (2009: 226), AB'nin kuruluşunun beş temel teze dayandırarak açıklamaktadır. Bu tezlerden ilki çatışma tezidir. Bu tez, AB'nin kuruluşunu Avrupa'daki çatışmayı önlemeye bağlamaktadır. 200 yıl öncesinden beri var olan bu görüş; Avrupalı ülkelerin birbirleri ile entegre oldukça çatışmadan uzak duracaklarına odaklanır. İkinci tez; Avrupalı ülkelerin ABD'nin kuruluşu ve yayılması sonucunda sıkışmasına ve manevra kabiliyetini kaybetmesine dayanmaktadır. ABD karşısında daha güçlü ve entegre bir Avrupa ancak söz sahibi olabilir.²⁴ Üçüncü tez, birinciye benzer ancak Fransa ve Almanya arasındaki çatışmaya yoğunlaşmaktadır. Fransa ve Almanya arasındaki temel çatışma kaynağı olan kömür ve çeliğin uluslararası bir kontrole sahip olması böylece çatışma nedeninin ortadan kalkması gerekliliğini ortaya koyar. Dördüncü tez; ekonomik nedenlerle ilgilidir. Avrupa'da serbest iktisadi ilişkilerinin olması tüm ülkelerde etkinlik ve refahı arttıracaktır. Beşinci teze göre ise Avrupa; ortak toprağı, geçmişi, değerleri ve hedefleri olan ülkelere oluşmaktadır. Bu ülkelerin entegre olup çelişkileri asgariye indirmesi, herkesin yararına olacaktır.

Bahsedilen bu tezlerin hepsi tüm ülkelerde az ya da çok kabul görmektedir. Ülkeler kendi çıkarlarını da göz önünde bulundurarak bu entegrasyona destek olmuşlardır. Fransa politika yapıcılara göre ancak bir Franko-Alman entegrasyonu kıtadaki ABD-İngiliz etkisini dengeleyebilecektir ve bu anlamda güçlü bir Almanya'ya ihtiyaç vardır. Alman

²⁴ ABD'de Avrupa'nın Sovyetler Birliği karşısında güçlü olmasını istemektedir. Farklı nedenlerle de olsa hem Avrupa'da hem de ABD'de güçlü bir Avrupa isteği oluşmuştur.

politika yapıcıları ise ülkelerini “normal”leştirmeye çalışmaktadır ki bu bir entegrasyonla mümkün olabilecektir. İtalyanlar ise daha ideolojik bakmış ve ülkelerindeki aykırı ideolojilerin bu şekilde dengelenebileceğini düşünmüştür. Son olarak Benelüks ülkeleri için ise böyle bir entegrasyon savaş ihtimalini ortadan kaldırdığı için desteklenmelidir (Baldwin ve Wyspłosz, 2009: 8).

Farklı ancak politik amaçlarla başlayan bu fikir, gelişerek bu günün en önemli ekonomik ve politik deney sahalarından biri haline gelmiştir. Bordo ve Jonung (1999)’a göre EPB ne kadar ulusal para birliklerine yaklaşırsa o kadar başarılı olacaktır. Politik birliği ile desteklenmiş ve kurumsal ağları iyi kurulmuş bir para birliğinin devamlılığı olacaktır.

3.1 Ekonomik Entegrasyon

Dünya Savaşı sonrasında Avrupa’nın Sovyet etkisinde kalmasını istemeyen ABD, Marshall planı olarak bilinen Avrupa’nın kalkınmasına ayrılacak bir fon düzenlemiştir. ABD’nin bu konudaki tutumu ekonomik olmaktan çok siyasi bir amaç taşımaktadır. Winston Churchill 1947 yılında bir konuşmasında *“Birleşmiş Avrupa Devletleri kurulması harap edilmiş bir kıtanın insanlarına mutluluk, başarı ve huzur getirecektir”* açıklamasında bulunmuştur (Chabot, 1999: 31). Planın idarecisi Paul Hoffman ise verdiği demeçlerde Avrupa’ya “entegre olun” çağrısını yapmıştır (Kindleberger, 1994: 447). Bu fonun dağıtılması için Paris’te bir araya gelen Avrupa devletleri, Avrupa Ekonomik İşbirliği Örgütü (Organization for European Economic Cooperation, OECC)’nü kurmuşlardır. Örgüt; bu fonun dağıtılmasından çok, ülkeler arasındaki ticaret bariyerlerinin kaldırılmasını ve Avrupa Ödemeler Birliği (European Payments Union, EPU)²⁵’nin gelişmesini sağlamıştır (Baldwin ve Wyspłosz, 2009: 10).

Marshall planı ile başlayan bu entegrasyon süreci hızla devam etmiştir. Altılılar olarak adlandırılan altı Avrupa ülkesi²⁶ 1951 yılında Paris Antlaşması ile Avrupa Kömür ve Çelik Topluluğu (European Coal and Steel Community, ECSC)’nu kurmuşlardır. Ardından da 1957 yılında Roma Antlaşması ile Avrupa Ekonomik Topluluğu (European

²⁵ 18 OECC ülkesi Avrupa Ödemeler Birliği’ne üye olmuştur. Bu birlik Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) aracılığı ile ülkelerin ticarettten doğan alacak ve borçlarını her ay sonunda takas ediyor, eğer sonuç negatifse ülkeyi borçlandırıyor, pozitif ise alacaklı duruma getiriyordu. Böylece altın, dolar gibi uluslararası rezervler daha az ihtiyaç duyuluyordu. Ancak sistem çok uzun sürmedi. 1954 ve 55 yıllarına biriken borçlar çok artınca birlik dağıldı. Detaylı bilgi için bkz. Eichengreen ve Mocado (2001).

²⁶ Belçika, Fransa, Batı Almanya, İtalya, Hollanda ve Lüksemburg

Economic Community, EEC) kurulmuştur. Roma Antlaşması gümrük birliği ve ortak pazarı kurmuştur. Ancak bu antlaşmada topluluğun parasal konulardaki sorumluluğu net değildir. Ayrıca bu antlaşma üye ülkelerin döviz kurlarını ayarlama yetkilerini de kısıtlamaz (Karluk, 1996: 237). O dönemde Bretton-Woods antlaşması geçerli olduğundan böyle bir düzenlemeye gerek duyulmamıştır.

3.2 Parasal Entegrasyonun İlk Adımları

1960'ların ikinci yarısında para birliğine geçiş fikri daha çok gündeme gelmeye başlamıştır. Fransız frangı devalüe edilmiş, Alman markında ise ülkenin ödemeler dengesindeki fazlalıkları yüzünden sürekli bir revalüe edilme baskısı olmuştur. Ayrıca ABD'nin açığının hızla artması sonucu ortaya çıkan parasal istikrarsızlık ve ortak pazar için istikrarlı kurların gerekli olması Avrupa devletlerinin parasal alana yoğunlaşmasına neden olmuştur.

Aralık 1969'da Lahey'de toplanan Avrupa zirvesinde para birliği “resmi bir amaç” statüsüne kavuşmuştur. Para birliği tartışmaları esnasında iki önemli rapor yayımlanmıştır. Bunlardan ilki Almanya Ekonomi Bakanı Shiller tarafından ortaya atılmış Shiller planıdır. Bu planda birlik kurulmadan önce üye ülkelerin ekonomi politikalarını uyumlaştırması gerekliliği ortaya konmaktadır. İkinci rapor ise Fransa Başbakanı Barre tarafından hazırlanmıştır. Bu plana göre ise öncelikle kur birliği sağlanmalı ve döviz rezervleri bir araya toplanmalıdır. Ekonomik politikaların uyumu sonradan gelmelidir (Balkır, 2010: 266). Almanya'nın başını çektiği ilk grup “*ekonomistler*”, Fransa'nın başını çektiği ikinci grup ise “*paracılar*” adını almaktadır. Paracıların amacı, ortak bir rezervle zayıf paralara müdahale etmek zorunda bırakarak ödemeler fazlası veren Almaya'ya sorumluluk yüklemektir (Karluk, 1996: 239). 1970 yılında hazırlanan Werner raporu ise bu iki görüşün harmanlanması ile oluşmuştur.

3.2.1 Werner Raporu

1970 yılında Lüksemburg Başbakanı Werner tarafından hazırlanan raporda Ekonomik ve Parasal Birlik (EPB)'nin aşamalar halinde 1980 yılında tamamlanması planlanmıştır. Para birliği; paraların geri döndürülemez şekilde konvertibilitesine, döviz kurlarındaki dalgalanmaların ortadan kaldırılmasına, kurların sabitlenmesine ve sermaye hareketliliğinin tam olarak sağlanmasına dayanmaktadır (Werner, 1970: 10). Ayrıca

Werner; raporda ulusal paraların devam edebileceğini ya da ortak bir paraya geçilebileceğini ortaya koymuş ancak ikincinin daha iyi olacağını da vurgulamıştır.

Werner, ABD federal sistemine benzer bir sistem tasarlamıştır. Ayrıca raporda ekonomi politikaları için de bir karar merkezi oluşturulması önerilmiştir. Rapor 1971’de Konsey tarafından kabul edilmiştir (Savaş, 1999: 10). İlk aşama olarak belirlenen 1971-73 yılları arasında önemli gelişmeler sağlanmıştır. Döviz kuru dalgalanmalarını azaltmak için yılan uygulamasına geçilmiştir. İkinci aşamada orta vadeli politikaların uyumlaştırılmasına geçilmesi, son aşamada ise rezervlerin ortak kontrolünün sağlanması ve Avrupa Merkez Bankası kurulması hedeflenmiştir (Kindleberger, 2000: 457).

Werner raporu Konsey tarafından benimsense de tam anlamıyla uygulamaya konulamamıştır. Bunun ilk sebebi mevcut kurumların dışında yeni kurumların kurulması ve Roma Antlaşmasının değişmesi gerekliliğinin ortaya çıkmasıdır. Konsey buna yanaşmamıştır. İkinci sebep ise maliye politikalarının uyumlaştırılmasına istekli olunmamasıdır. Son olarak zaten Bretton-Woods sisteminin sabit kurları hakimken ayrı bir kurum oluşturulmasına gerek olmadığı düşünülmesidir (Savaş, 1999: 10).

3.2.2 Tüneldeki Yılan

Werner planının kabul edildiği dönemde Bretton-Woods sistemi de krize girmiştir. 15 Ağustos 1971 tarihinde ABD tek taraflı olarak doların altına konvertibilitesini kaldırmıştır. Bu gelişmeler üzerine 17-18 Aralık 1971’de Smithsonian Enstitüsünde alınan kararla dalgalı kur sisteminden vazgeçilmiş, ABD doları diğer paralara göre %9 devalüe edilmiştir. Sistemde esnekliği arttırmak adına paraların dolar etrafındaki dalgalanma marjı % ± 2.25 olarak belirlenmiştir. Böylece toplam dalgalanma marjı daha da genişlemiştir ($2 \times 2.25 = \%4.5$). (Balkır, 2010: 267). Bu dalgalanma marjının çok görülmesi üzerine 1972’de Basel’de bir araya gelen Avrupa devletleri, kendi paraları arasındaki dalgalanma marjının % ± 2.25 ’i geçmemesi konusunda anlaşmışlardır. Bu dalgalanma marjı *yılana* benzetilmiştir. Ayrıca paralar dolar etrafında Smithsonian antlaşması uyarınca dalgalanmaya devam edeceklerdir. Bu uygulama için de *tüneldeki yılan* benzetmesi yapılmaktadır.

Alınan tedbirler arasında en önemli olanlarından biri dalgalanmalara karşı gerekli müdahalenin topluluk paraları ile yapılmasıdır. Buradaki amaç doların müdahale parası

olarak etkinliğini azaltmaktır (Karluk, 1996: 227). Ayrıca 1973 yılında Avrupa Parasal İşbirliği Fonu (European Monetary Cooperation Fund, EMCF) kurulmuştur. Merkez bankası başkanlarından oluşan bu fon yönetimi, topluluğun döviz kuru sistemini izlemekle görevlendirilmiştir (Gross ve Thygesen, 1998: 20).

Ne yazık ki sistem çok uzun süreli olamamıştır. 1973 yılında doların ikinci kez devalüe edilmesinden sonra Avrupa piyasaları da iki hafta süre ile kapalı kalmışlardır. Açıldığında ise dolara olan bağları ortadan kalkmıştır. Ancak kendi aralarında ki marjlar bir süre daha devam etmiştir. Bu dönem de *tünelsiz yılan* adını almıştır (Balkır, 2010: 268).

Avrupa para yılanı uygulamasında bir çok ülke sisteme dahil olmuş, terk etmiş ve tekrar girmiştir. Norveç AET'na dahil olmadığı halde parasına istikrar sağlamak için sisteme dahil olmuştur. 1976'da ise Fransa yeniden terk etmiş ve yılan artık bir Alman markı alanına dönüşmüştür (Kindleberger, 1994: 458).

Sonuçta, bu uygulama başarısız olsa da daha sonra oluşturulacak parasal entegrasyon için bir deneyim niteliği taşımaktadır. Bu deneyim Avrupa ülkelerine, üye ülkelerin ekonomik yapılarında ya da politik tercihlerindeki farklılıkların önemli sorunlara yol açabileceğini göstermiştir (Karluk, 1996: 243).

3.3 Avrupa Para Sistemi (APS)

1970'li yılların başında yaşanan istikrarsızlıklar Avrupa Ekonomik Topluluğu üyelerinin gümrük birliği ve ortak pazar hedefleri ile ters düşmüştür. Dönemin Almanya Şansölyesi Bremen Raporu olarak bilinen bir rapor hazırlayarak Avrupa'yı bir "istikrar alanı"na dönüştürmeyi planlamıştır. Daha sonra Almanya Başbakanı Schmidt ve Fransa Başbakanı d'Estaing bir araya gelerek uzlaşmışlardır. Nihai karar ise Aralık 1978'te Komisyon tarafından alınmış ve Avrupa Para Sistemi (APS) hayata geçirilmiştir.

3.3.1 APS'nin İşleyişi

APS, Bretton-Woods sisteminin daha esnek bir versiyonu olarak ortaya atılmıştır. Bu anlamda, her ülkeye parasını merkezi kurlardan oluşan bir *parite ızgarası* (*parity grid*) etrafında tutma zorunluluğu getirilmiştir. Döviz kuru bu bandın sınırlarına geldiğinde ülkeler döviz piyasasına müdahale ederek daha fazla sapmayı önleyeceklerdir (Kenen, 1995: 6).

Bu sistemde ilk önemli unsur olarak yeni bir para birimi *Avrupa Para Birimi (European Currency Unit, ECU)* yaratılmıştır. Bu para birimi sisteme dahil olan ülkelerin paralarından meydana gelen bir sepete dayanmaktadır ve sadece üye ülkelerin para otoriteleri tarafından kabul edilen bir hesap birimidir. Bunun yanında ödeme aracı özelliğini de taşıdığından “rezerv para” niteliğindedir (Karluk, 1996: 253).

ECU’yu yaratama yetkisi, Avrupa Parasal İşbirliği Fonu’na verilmiştir. Üye ülkeler altın ve döviz varlıklarının yüzde yirmisini bu fona devretmişler ve fon da karşılık olarak ECU yaratmıştır. Bu mevduatlar fon tarafından üç aylık tekrarlanan swaplar şeklinde yapılmıştır ve rezerv varlıkların fiyatlarındaki değişimlere göre düzenlenmiştir (Gross ve Thygesen, 1998: 67). ECU’yu yaratma yetkisinin APS’nin kuruluş aşamasına Avrupa Para Fonu (European Monetary Fund, EMF)’na verilmesi düşünülmüştür. Ancak bu fon hiçbir zaman hayata geçirilememiştir. Bu çeşitli nedenlere bağlanmaktadır. Öncelikle böyle bir kurumun kurulması Roma Antlaşması’nın revüzyonuna ve parlamentolarda onaylanmasına ihtiyaç duyacaktır. Bu da oldukça uzun ve meşakkatli bir süreç olacaktır. İkinci olarak Alman Merkez Bankası Bundesbank, bu fonla birlikte merkez bankacılık fonksiyonlarının hükümetlerin sorumluluğuna gireceği endişesini taşımıştır. Böyle bir durumda ise tek bir Avrupa Merkez Bankası fikri zarar görebileceği için ısrarla hükümete karşı çıkması yolunda baskı yapmıştır. Son olarak da bu tarz bir fonun kurulması ile ülkelere yeni kaynak sağlanmış olacak ve bu da ülkeleri parasal gevşemeye teşvik edecektir. Almanya ve Benelüks ülkeleri böyle bir durumdan çekinmişlerdir (Gross ve Thygesen, 1998: 55).

Tablo 1.2’de 1 ECU’nun bileşimi ve merkezi kurlar verilmiştir. Görüldüğü gibi Alman Markı ECU’nun içinde önemli bir yer tutmaktadır. Bu nedenle bazı yazarlar APS için Alman Markı Standardı benzetmesini yapmaktadırlar. Diğer ülkeler ECU aracılığı ile paralarını Alman Markına bağlamışlardır. Bu durum da Bretton-Woods sisteminde ABD Dolarının oynadığı role benzemektedir (Savaş, 1999: 26).

Tablo.1.2 ECU'nun Bileşimi ve Merkezi Kurlar(12 Eylül 1990)

Ulusal Para	Sepet İçindeki Milli Paraların Tutarları	Sepet İçindeki Milli Paraların Ağırlıkları	Merkezi Kurlar
Alman Markı	0.6242	30.8	2.51064
Fransız Frangı	1.332	19.3	5.7983
İngiliz Sterlini	0.08784	12.5	0.663247
İtalyan Lirası	151.8	9.9	1148.15
Hollanda Florini	0.2198	9.6	2.72
Belçika Frangı	3.301	7.9	33.9341
Lüksemburg Frangı	0.130	0.2	33.9341
İspanyol Pesetası	6.885	5.4	-
Danimarka Kronu	0.1976	2.5	7.08592
İrlanda Sterlini	0.008552	1.1	0.662638
Yunan Drahmisi	1.440	0.4	-
Portekiz Escudosu	1.393	0.4	-
Toplam	1 ECU	100.0	

Kaynak: Karluk(1996)

APS'nin ikinci önemli unsuru *Döviz Kuru Mekanizması (Exchange Rate Mechanism, ERM)*'dir. Bu mekanizma şu şekilde işlemiştir: Her üyenin ulusal parası cinsinden bir merkezi değişim oranı belirlenmiştir. Bu merkezi kurlar ancak ülkelerin "karşılıklı onayı" ile değiştirilebilmektedir.²⁷ Ardından da üye ülkelerin paraları arasında buna dayalı karşılıklı döviz kurları belirlenmiştir. Örneğin 1ECU=2.051DM ve 1ECU=0.66 £ merkezi kurları ifade etmektedir. Öyleyse Alman Markı ve İngiliz Sterlini arasındaki karşılıklı kur da DM 3.10/1£ olacaktır. Belirlenen bu karşılıklı kurlar arasında \pm %2.25 bir dalgalanma marjı söz konusu olabilecektir.²⁸ Bu bandın alt ve üst sınırına gelindiğinde ülkeler döviz piyasasına müdahale ederek piyasadan zayıf parayı alacaklar ve güçlü parayı vereceklerdir.

²⁷ Bretton-Woods sisteminden önemli bir fark burada ortaya çıkmaktadır. Bretton –Woods'da ülke temel dengesizlikle karşılaştığında kuru tek taraflı olarak değiştirebiliyorken APS'de diğer ülkelerin de buna onay vermesi gerekiyordu.

²⁸ Bu dalgalanma marjı öncelikle İtalya için daha sonra da İngiltere ve İspanya için %6 olarak belirlenmiştir.

Sistem bu şekliyle Avrupa para yılanına benzemektedir. Ancak bu müdahale sistemine bir yenilik gelmiş ve kurlar için aynı zamanda bir *sapma eşiği (divergence indicator)* belirlenmiştir. Eğer kurlar belirlenen bu bandın %75'ine yaklaşırlarsa ulusal hükümetler yurtiçi ekonomi politikaları ile gerekli önlemleri almak durumunda kalacaklardır (Gross ve Thygesen, 1998: 66). Sapma eşiği bir nevi alarm çanı vazifesini görmektedir (Karluk, 1996: 256). Bu da topluluk üyesi ülkelerin birbirlerinden çok farklı politikalar uygulayarak sistemi tehdit etmesini önlemek adına önemlidir.

APS sitemi içerisinde kredi mekanizması ise üç tip finansman aracına dayanmıştır. Bunlardan ilki kırk beş günlük, döviz piyasasına müdahale etmek için kullanılan çok kısa vadeli finansman aracıdır. Bu finansman tipi merkez bankalarının birbirine sağladıkları kredilerle gerçekleşmiştir. Buna ek olarak ülkelerin ödemeler dengesinde ortaya çıkabilecek geçici açıkların finansmanında ise üç aylık, kısa vadeli finansman aracı kullanılmıştır. Bu kredilerin de kaynağı merkez bankalarının sağladığı krediler olmuştur. Son olarak orta vadeli krediler kullanılmıştır. Bunlar da Konsey tarafından sağlanan krediler olup, verilmesi bir takım şartlara bağlanmıştır (Karluk, 1996: 201).

3.3.2 APS'nin Değerlendirilmesi

APS'yi değerlendirirken göz önüne alacağımız kriter Avrupa'nın ne kadar bir "parasal istikrar alanına" dönüştüğü olmalıdır. Zira APS; 1970'lerin sonlarına doğru ortaya çıkan parasal istikrarsızlıklara karşı; döviz kurundaki oynaklıkları azaltma hedefi ile kurulmuştur. Bu anlamda APS'nin ne kadar başarılı olduğuna; nominal döviz kurundaki oynaklıkları ne kadar azalttığına bakılarak karar verilebilir. Tablo 1.3'te döviz kuru mekanizmasındaki sekiz ülkeye karşı nominal döviz kuru oynaklığı verilmiştir. APS kuruluşundan önceki döneme göre kademeli olarak oynaklığı düşürmeyi başarmıştır. Ancak yaşanan 1992-93 krizi bu başarıyı sekteye uğratmıştır.

**Tablo 1. 3 Döviz Kuru Mekanizmasındaki 8 Ülkeye* Karşı Nominal Döviz
Kuru Oynaklığı**

	1960-8	1969-78	1979-83	1984-7	1988-91	1992-5	1996
Belçika- Lüksemburg	0.25	1.00	0.91	0.49	0.33	0.87	0.46
Danimarka	0.46	1.17	0.92	0.66	0.58	1.09	0.48
Fransa	0.22	1.32	0.90	0.63	0.41	0.84	0.63
Almanya	0.21	0.91	0.62	0.40	0.30	0.67	0.44
İrlanda	0.66	2.01	0.92	1.02	0.41	1.60	1.59
İtalya	0.23	1.74	0.94	0.80	0.55	2.55	1.45
Hollanda	0.26	1.12	0.74	0.52	0.46	0.77	0.52
Portekiz	0.26	1.77	2.28	0.90	0.84	1.97	0.57
İspanya	0.63	2.33	2.20	1.20	1.12	2.31	0.82
İngiltere	0.66	2.01	2.98	2.24	1.64	2.13	1.96
Ortalama DKM8	0.24	1.16	0.78	0.54	0.39	1.00	0.64

*DKM'deki 8 ülke: Belçika, Danimarka, Fransa, Almanya, İrlanda, İtalya ve Hollanda

**Oynaklık aylık karşılıklı kurların logaritmasındaki değişimlerin standart sapmasının ağırlaklandırılmış toplamıdır.

Kaynak: Gross ve Thygesen (1998)

Bunun yanısıra APS'nin başarısı, çeşitli evrelere ayrılarak incelenmelidir. Kuruluş dönemi olan 1979-83 dönemi dünya ekonomisinde dalgalanmalara sahne olmuş ve üye ülkeleri oldukça zorlamıştır. Petrol şoku sonucunda sadece enflasyon artmakla kalmamış aynı zamanda üretim de düşmüş, stagflasyona yol açmıştır. Ayrıca ABD'de para politikaları değişime uğramış ve parasal kontrol mekanizmaları hakim olmuştur.

Bununla beraber, ülkelerde uygulanan politikalar büyük farklılıklar göstermiştir. Bu farklılıklar Fransa'da Mitterand'ın Cumhurbaşkanı olması ile daha da ortaya çıkmıştır. Fransa ve İtalya gibi ülkeler gevşek bir para politikası uygularken, Almanya buna karşı olmuştur (Savaş, 1999: 19). Bu karışık ortama rağmen Tablo 1.3'ten görüldüğü üzere APS döviz kurlarındaki oynaklığı azaltmada kısmen başarılıdır.

Bu dönemde yedi defa yeniden ayarlama yapılmıştır. Bu yeniden ayarlamalarda iki önemli noktayı vurgulamak gerekir. İlk olarak; kurlarda yeniden ayarlamalar ortak kararlar sonucu ve ihtiyaridir. Önceden tahmin edilemediğinden spekülasyon ataklara da sahne olmamıştır (Padoa-Schioppa, 1988: 371). İkincisi ise bu yeniden ayarlamaların; enflasyon farklılıklarından doğan rekabetçilik farklarını tanzim etmek için yapılmış olmasıdır. Ülkeler arasındaki enflasyon farklılıkları sonucu artan reel döviz kurundaki aşırı değerlenmeleri rahatlatmıştır (Gross ve Thygesen, 1998: 77).

Bağımsız merkez bankalarına sahip olan ülkelerden oluşan APS için yeniden ayarlamalar şaşırtıcı değildir. Örneğin; eğer İtalyan Lirası Alman Markına göre değer kaybederse, İtalya Merkez Bankasının parasının değerini korumak için, İtalyan Lirası alıp, Alman Markı satması gerekir. Ancak bu İtalyan Merkez Bankasının rezervleri ile sınırlıdır. Bu durum APS'nin temel yapısal eksikliğidir. Alman Merkez Bankası, Bundesbank'ı bu konuda zorlayacak bir düzenleme yoktur. Bu eksiklik APS'nin istikrarlı kurlar amacını da zedelemektedir. APS'nin başarılı olabilmesi için bağımsız Merkez Bankalarının Bundesbank'ın para politikasını takip etmesi gerekmiştir (Bagus, 2012: 25).

İkinci dönem 1983-87 yılları arasını kapsamaktadır. Bu dönem daha istikrarlı bir dönem olmuştur. Ülkeler nominal olarak birbirlerine yakınsamışlar ve para politikalarında büyük ölçüde Bundesbank'ı takip etmişlerdir. Bunun sonucu olarak da, APS bu dönemde daha çok Alman Markının hakim para olduğu bir para sahasına dönüşmeye başlamıştır. Diğer ülkelerin merkez bankaları Bundesbank'ın "kredibilitesini ödünç almışlar"dır (Giavazzi ve Pagano, 1988: 304). Bu nominal çıpayı baz alarak yurtiçi politikalarını uygulamışlardır. APS'nin doğasındaki bu değişim Eylül 1987'de Basle-Nyborg Antlaşmasının imzalanması ile de onaylanmıştır. Bu antlaşmada APS parite ızgarasını korumak için ülkelerin faiz oranı farklılıklarını kullanmaları kararı alınmıştır. Böylelikle faiz oranları politikaları Bundesbank'ın politikalarına bağlanmıştır (Kenen, 1995: 8).

İkinci dönemde aynı zamanda bir sonraki bölümde detaylarını inceleyeceğimiz Tek Avrupa Senedi (Single European Act) imzalanmıştır. Tek Avrupa Senedi ile birlikte 1992'de Tek Piyasanın tamamlanması düşünülmüştür. Bu anlamda 1990'a kadar da sermaye kontrollerinin tamamen kaldırılması kararlaştırılmıştır. Sermaye kontrollerinin kaldırılması ile imkansız bir üçlü açığa çıkmaktadır. (1) Tam sermaye hareketliliği, (2) sabit (ya da yönetimli) kurlar ve (3) bağımsız para politikası hedeflerinin hepsi bir arada

gerçekleşemeyecektir ve bunlardan en az birinin feda edilmesi gereklidir. Üçüncü dönem, böyle bir üçlünün sonucunda ekonominin nasıl spekülâtif ataklara maruz kalacağını göstermiştir.

Üçüncü dönem, 1988-93 dönemidir. Bu dönemin başında ülkeler birbirine yakınsamıştır. Eylül 1992'ye kadar herhangi bir ayarlama yapılmamıştır. Ülkelerde ortalama enflasyon oranı artsa da birbirlerine yakın seyretmiştir. Tablo 1.3'te döviz kuru oynaklığının 1988-92 döneminde en düşük seviyelere indiği izlenebilir. Aynı zamanda bu dönemde Döviz Kuru Mekanizmasına yeni üyelerin de katıldığı bir dönem olmuştur. İspanya, Haziran 1989'da İngiltere, Ekim 1990'da ve Portekiz de Nisan 1992'de \pm %6 dalgalanma marjı ile sisteme katılmışlardır.

Bu iyimserlik Almanya'nın birleşmesi ile ortadan kalkmıştır. Birleşme ile birlikte artan bütçe açığı ve ücret oranına Bundesbank, sıkılaştırıcı para politikası ile cevap vermiştir (Kenen, 1995: 10). Diğer APS ülkeleri için ise iki seçenek ortaya çıkmıştır. Ya Almanya'yı takip edip resesyona sürüklenecekler ya da döviz kuru mekanizmasını terk edeceklerdir. Bu finansal piyasaları oldukça meşgul etmiştir. Ardından Danimarka'nın Maastricht Antlaşması'nı referandumda reddetmesi ve Fransa'nın küçük bir farkla kabul etmesi endişeleri daha da arttırmıştır. Sermaye kontrollerinin de ortadan kalkmış olması sonucu spekülâtif ataklar başlamıştır.

1992'in ikinci çeyreğinden itibaren İtalyan Lirası ve İngiliz Sterlin'i piyasada riskli görülmeye başlamıştır. İngiltere bu dönemde Alman Markı ile olan kuru korumak için \$1.3 milyar rezerv harcamıştır. Daha sonraki müdahaleler için ise \$14.5 milyar borç almış ve \$20 milyar daha müdahale etmiştir. Bu müdahaleler de yeterli olmamış ve İngiliz Hükümetine DKM'den çıkması için baskılar gelmiştir (Eichengreen ve Wyplosz, 1993: 59).

Yaşanan bu kriz yeni bir kriz modelinin ortaya çıkmasına neden olmuştur: kendi kendini doğrulayan ataklar. Aslında DKM ülkelerinde temel bir dengesizlik ya da kriz yaratacak çok önemli bir sebep yoktur. Buna rağmen yaşanan bir şok sonucu başlayan spekülâtif ataklar ülkeleri bir tercih yapmak durumunda bırakmıştır. Ya DKM'yi terk edip enflasyonla karşı karşıya kalacaklar ya da pariteleri koruyup işsizliğe maruz kalacaklar. Otoriteler bu durumda bir optimizasyon problemi ile karşılaşmışlar ve toplumsal faydayı

maksimize etmeye çalışmışlardır. Spekülatörler ise birinci olasılığı gerçekçi görüp döviz almaya devam etmişlerdir. Bu da sabit kurun korunmasını daha maliyetli hale getirmiş ve sonunda artık kur korunamaz bir hale gelmiştir. Eylül 1992’de İngiltere ve İtalya Döviz Kuru Mekanizmasını terk etmişlerdir. Ardından da İspanya, Portekiz ve İrlanda döviz kurlarını yeniden ayarlamışlardır. Sonuçta spekülatif ataklar kendini doğrulamıştır. Bu çalkantıları sona erdirmek için ise paraların daha geniş bir bantta dalgalanmaları kararı alınmıştır. Bu karar doğrultusunda da dalgalanma marjı $\pm\%15$ olmuştur.²⁹

3.4 Ekonomik ve Parasal Birlik (EPB)

Yaşanan bu gelişmeler hem Fransa’da hem de Almanya’da daha ileri bir entegrasyona gitmenin gerekli olduğu fikrini de pekiştirmiştir. Feldstein (1997: 28)’a göre bu aşamada bir para birliğinin olup olmayacağını belirleyecek olan Fransa ve Almanya’dır ve her iki ülke de kendi çıkarlarını göz önünde bulundurarak karar vereceklerdir. Diğer ülkeler ise sadece böyle bir birlik oluşursa dahil olup olmamama konusunda bir karara varacaklardır.

Almanya kamuoyunda para birliğine geçiş fikri pek destek görmemiştir. 155 Alman ekonomi profesörü para birliğinin ertelenmesi gerektiğini öne sürmüşlerdir. Bundesbank mensupları da bu konuda kaygılarını dile getirmişler ve politik birliğin, para birliğinden önce gerçekleştirilmesi gerektiğini savunmuşlardır. Ayrıca Alman anayasa hukukçuları, para birliğinin politik birlik olmadan gerçekleştirilemeyeceğini, politik birliğin ise Alman Anayasasına aykırı olduğunu vurgulamışlardır. Kamuoyundaki bu itirazlara rağmen Alman politikacıları; yakınsama kriterleri ile tek paranın istikrarlı olacağı, AMB’nin bağımsız kalacağı, İstikrar ve Büyüme Paktı ile sorumsuz maliye politikalarına otomatik cezalar getirileceği tezlerini öne sürerek kamuoyunu ikna etmişlerdir. Alman politikacıların aldıkları bu tutumun en önemli nedeni ise Almanya’nın birleşmesi esnasında Fransa’nın onayının alınmasının zorunlu olmasıdır. Hatta dönemin Fransa Başbakanı, Almanya’nın tek paraya geçmemesi halinde Almanya’nın birleşmesini onaylamayacağını açıklamıştır.³⁰ Fransa’nın Almanya konusunda bu kadar ısrarcı olması ise birleşmiş, güçlü bir

²⁹ Almanya’nın birleşmesinden sonra ortaya çıkan baskıları hafifletmek adına Almanya bir devalüasyon yapabilir ve aslında Almanya bunu teklif etti. Ancak bu sitemin istikrarını zedeleyeceği için diğer ülkeler tarafından kabul edilmedi. Almanya bu dönemde pariteleri korumak adına müdahalelerde bulunmuş ancak bu da fiyat istikrarını tehlikeye sokabileceği için sınırlamak durumunda kalmıştır (Eichengreen ve Wyplosz, 1993: 101).

³⁰ Para birliğine geçiş Almanya’nın birleşmesi üzerinde yapılan bir anlaşma olmuştur. Birleşmiş bir Almanya’nın Fransa tarafından kabul edilmesinin fiyatı para birliğidir (Ljungberg, 2004: 10).

Almanya'dan korkmasından kaynaklanmaktadır. Para birliği sayesinde Almanya'nın en güçlü silahı olan parasını elinden almış olacaktır. Birleşmiş ve güçlü bir Almanya'dan aslında kendisi de çekinmektedir. Alman politikacıları tarafından güçlü parası, güçlü kurumları olan Almanya'nın komşularını kıskançlığı ve öfkesine maruz kalacağı düşünülmektedir (Bagus, 2012: 26-66). Almanya ayrıca böyle birlik içinde ekonomik ağırlığı, askeri kapasitesi ve merkezi konumu ile birliğin doğal lideri olacağını beklemektedir. Buna ek olarak, Bundesbank tarzı bir merkez bankası ile para politikasında hakim durumunu sürdürebilecektir. Fransa ise bahsedildiği üzere Almanya'nın baskınlığını hafifletmek istemektedir. Fransa'nın eşit olma yaklaşımı ile Almanya'nın hakim olma yaklaşımı çelişse de para birliğine geçiş sürecinde iki ülkenin de istekli olmasına yol açmıştır (Feldstein, 1997: 29). Sonuçta Almanya'nın birleşmesinden sonra bozulacak politik denge ortak bir parayla yeniden tesis edilebilecektir. Bu bölümde Ekonomik ve Parasal Birliğin oluşum süreci bu bahsedilenler ışığında açıklanacaktır.

3.4.1 Tek Avrupa Senedi ve Delors Raporu

1985 yılında Komisyon, "Beyaz Kitap (White Paper)" adıyla bilinen bir rapor hazırlamış ve ortak pazara geçilmesi için gerekenleri belirtmiştir. Bu doğrultuda 1986 yılında *Tek Avrupa Senedi (Single European Act)* imzalanmıştır. *1992 inisiyatifi* olarak da bilinen Tek Avrupa Senedine göre piyasaların harmonizasyonu ve tek bir pazar haline gelmesi 1992 yılına kadar tamamlanmalıdır. Bu yolda önemli bir adım finansal piyasaların bütünleştirilmesidir. Bunun sağlanabilmesi için 1990 yılına kadar sermaye hareketlerinin tam olarak serbestleşmesi kararlaştırılmıştır.

Bu düzenlemeler aslında Ekonomik ve Parasal Birliğin altyapısını da hazırlamıştır. 1988 yılında Hannover Zirvesinde Komisyon başkanı Jacques Delors önderliğinde bir komite kurulmuş ve bu komiteden ekonomik ve parasal birliğe geçiş için detaylı bir plan istenmiştir. Delors komitesi planın detaylarını Nisan 1989 yılında açıklamış ve kurları geri döndürülemez bir şekilde sabitlemeden önce ekonomik yakınsama, fiyat istikrarı ve bütçe disiplini gibi konularda kademeli bir geçiş öngörmüştür.

Bu rapora göre birinci aşamada tek piyasanın koşulları yerine getirilecek ve parasal kooperasyon güçlendirilecektir. İkinci aşama geçiş niteliği taşıyacak ve EPB'nin gerekli kurumsal unsurları hayata geçirilecektir. Son aşamada ise paralar sabitlenecek, tek para ve

merkez bankasına geçilecektir. Tek paraya geçmemiş ülkeler için yeni bir döviz kuru mekanizması yaratılacaktır (Mongelli, 2010: 126).

3.4.2 Maastricht Antlaşması ve Yakınsama Kriterleri

Delors Raporu, 26-27 Haziran 1989'da Madrid'de düzenlenen zirvede kabul edilmiştir. Ancak bu şekilde EPB'yi gerçekleştirebilmek için Roma Antlaşmasında değişiklik yapmak gerekecektir. Bu değişikliği yapmak amacıyla bir konferans toplanmış ve Maastricht Antlaşması adıyla bilinen Avrupa Birliği Antlaşması 7 Şubat 1992'de imzalanmıştır. 1 Ocak 1993'te yürürlüğe girmesi planlanmış ancak Danimarka ve Almanya'da onaylama süreçlerinin uzaması yüzünden 1 Kasım 1993'te girebilmiştir (EC, 2011: 21).

Bu antlaşma büyük ölçüde Delors Raporundan esinlenmiştir. Üç aşamalı bir süreç öngörmektedir. Üçüncü aşamada tek bir para ve merkez bankasına geçilecektir. Bu aşamaya geçebilmesi için Delors, ülkelerin birbirlerine yakınsaması gerekliliğini ortaya koymuştur. Ancak bu yakınsamanın net kriterlerini belirtmemiştir. Maastricht Antlaşması bu eksiklikleri gidermiş ve ülkelerin üçüncü aşamaya geçebilmesi için taşıması gereken özellikleri belirtmiştir. Bu kriterler Maastricht Antlaşmasının 109(J) maddesinde ve protokolde ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

EPB'nin son aşamasına geçecek ülkenin;

- Enflasyon oranı en düşük enflasyon oranına sahip üç üye ülkenin enflasyon oranları ortalamasının %1.5'inden fazla olmamalıdır.
- Bütçe açığı ülkenin GSYİH'sının %3'ünü aşmamalıdır ve ulusal borcu GSYİH'sının %60'ını aşmamalıdır.³¹
- Uzun vadeli faiz oranı en düşük enflasyon oranına sahip üç ülkenin uzun vadeli faiz oranı ortalamasından %2 fazla olmamalıdır.
- Döviz kuru istikrarlı olmalıdır. DKM'da en az iki yıl süre ile bulunmuş olmalıdır.

³¹ Bu oranlar zaman zaman eleştiriye uğrasa da borç seviyesini istikrarlı bir düzeyde tutma adına olması gerek bütçe açığı formülünden türetilmiştir: $d=gb$, bu formülde d, borç seviyesini, g; büyüme oranını ve b bütçe açığını vermektedir. Borç seviyesinin istikrarlı kalabilmesi için büyüme oranı bütçe açığı çarpımının borç seviyesine eşit olması gerekir. Maastricht Antlaşması imzalandığı dönemde borç oranı ortalama olarak GSYİH'nin %60'ı kadardır. Borcu bu seviyede tutmak için ortalama %5 büyüyen bir ekonomide bütçe açığı da %3 olmalıdır (DeGrauwe, 2007: 148)

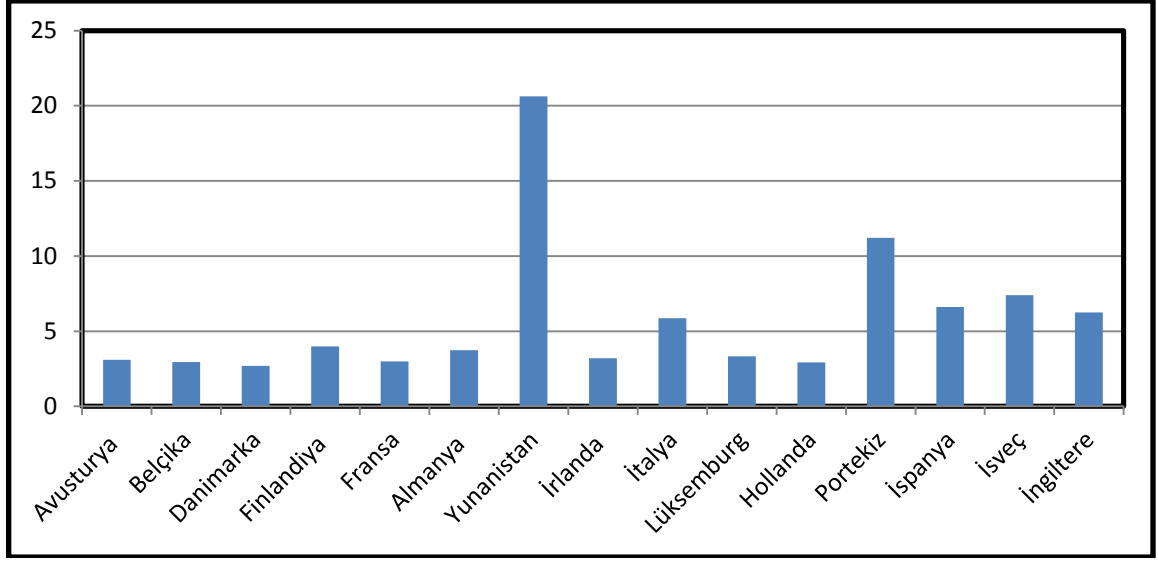
Mundell (1961), bir ülkenin para birliğine katılması için ülkede işgücü piyasasının esnek ve ülke ile birlik arasında işgücü hareketliliğinin fazla olması gerektiğini vurgulamıştır. Ancak Maastricht Antlaşması bu mikroekonomik kriterlerden ziyade enflasyon, bütçe ve borç gibi makroekonomik kriterlere vurgu yapmaktadır. Bunun en önemli nedeni birliği kuran bazı ülkelerin birliğin enflasyon eğilimli olmasından korkmalarıdır. Birlik içinde Almanya ve İtalya gibi farklı enflasyon tercihlerine sahip ülkeler olduğunda bu Avrupa Merkez Bankasının aldığı kararlara da yansımaya sebep olacaktır. Örneğin Almanya düşük enflasyon ve İtalya ise yüksek enflasyon tercihine sahip ülkelerdir. Ortak Merkez Bankası üye ülkelerin tercihlerinin ortalamasına göre para politikası uygulamak zorunda kalacaktır. Bu da düşük enflasyonlu Almanya gibi ülkeler için refah kaybı anlamına gelmektedir.³² Borcun ve bütçe açığının da yüksek olması ülkelerin enflasyonist politika tercihlerini güçlendireceğinden para birliği kurulmadan önce bunların da disipline edilmesi gerekmektedir (De Grauwe, 2007: 145). Bu doğrultuda Maastricht’de para birliğine geçilmeden önce bu kriterlerin yerine getirilmesi şartına bağlanmıştır.

3.4.3 EPB’nin Aşamaları

Maastricht Antlaşmasına göre Ekonomik ve Parasal Birlik’in *1. Aşaması* 1 Temmuz 1990’dan 31 Aralık 1993’e kadar sürecektir. Bu aşamada AB üyesi ülkeler arasında tek pazarın tüm şartları yerine getirilecek ve sermayenin serbest dolaşımı sağlanacaktır. Bu aşamada ayrıca ülkelerin fiyat istikrarını sağlaması ve ekonomik olarak birbirlerine yakınsamaları da öngörülmüştür.

Grafik 1.1’de AB ülkelerinin 1990-93 yılları arasında ortalama enflasyon oranları gösterilmiştir. Bu dönemde Yunanistan ve Portekiz’i dışlayarak baktığımızda ülkelerin enflasyon oranlarının büyük ölçüde yaklaştığını görebiliriz.

³² Tek Avrupa parası enflasyona eğilimli ülkeler için tek çözümdür: Bundesbank’ın frenlemelerine maruz kalmayacaklar ve aynı zamanda istikrarlı bir paraya sahip olacaklardır. Bu çözüm, Bundesbank’ın ruhunun ve gücünün kırılmasına neden olmuştur (Bagus, 2012: 27).



Kaynak: IMF WEO Veritabanı.

Grafik 1.1 1990-93 Ortalama Enflasyon Performansları(%)

EPB'nin 2. Aşaması 1 Ocak 1994'te Avrupa Para Enstitüsünün (*European Monetary Institute, EMI*) kurulması ile başlatılmıştır. Bu kurumun görevleri antlaşmanın 109. Maddesinde sıralanmıştır. Bunlar;

- Fiyat istikrarı hedefiyle para politikalarının koordinasyonunu sağlamak
- Avrupa Merkez Bankaları Sistemi (*European System of Central Banks, ESCB*)'nin kurulması, tek bir para politikası uygulanması ve yeni bir paranın yaratılması için gerekli hazırlıkları yapmak
- ECU'nun gelişimini idare etmek

İkinci aşama daha çok üçüncü aşamaya geçiş için bir hazırlık safhası olarak tanımlanmıştır. Avrupa Para Enstitüsü gerekli hazırlıkları yaparak üçüncü aşamaya geçişi sorunsuz bir şekilde sağlayacaktır.

Maastricht Antlaşması, üçüncü aşama için geri dönülmez bir tarih de belirlemiştir. Antlaşmanın 109(j) maddesinde şu ifade yer almaktadır:

...1997 yılının sonunda eğer üçüncü aşamanın başlangıcı için herhangi bir tarih konulmamışsa, üçüncü aşama 1 Ocak 1999'da başlar. 1 Temmuz 1998'de Konsey nitelikli çoğunlukla karar alarak hareket eder ve hangi ülkelerin tek paraya geçeceğini belirler...

Bu ifade hem ekonomist hem de paracı tarafları memnun etmiştir. Paracı tarafa göre ne olursa olsun son bir tarih verilmiştir ve bu tarihte para birliği başlamış olacaktır.

Ekonomistlere göre ise sadece yakınsama kriterlerini sağlamış ülkeler üye olabileceğinden para birliği daha az enflasyon eğilimli olacaktır (Issing, 2008: 11) .

Avrupa Konseyi'nin 1995 yılı sonunda Madrid'de yapılan zirvesinde, ortak para birimin adı "Euro" olarak belirlenmiş ve bu para birimine 1 Ocak 1999'da geçilmesine karar verilmiştir. Antlaşmanın da öngördüğü üzere 1998 yılında Konsey hangi üye ülkelerin üçüncü aşamaya geçebileceğini belirlemiştir. Bu süreçte Ekonomi ve Maliye Bakanları Konseyi (ECOFIN), Komisyon ve Avrupa Para Enstitüsü'nün de görüşleri alınmıştır. Tablo 1.4'te üye ülkelerin durumu ve Konsey kararı belirtilmiştir.

Tablo 1.4 Yakınsama Kriterleri ve Ülkelerin Durumu

	Enflasyon $\leq\%2.9^*$	Uzun Vadeli Faiz Oranı $\leq\%9.1^{**}$	Bütçe Açığı/GSYİH $\leq-\%3$	Borç/GSYİH $\leq\%60$	Kabul/R et
Avusturya	1.1	5.6	1.1	64.1	KABUL
Belçika	1.4	5.7	5.1	122.5	KABUL
Finlandiya	1.3	5.9	0.1	52.8	KABUL
Fransa	1.2	5.5	-0.2	59.4	KABUL
Almanya	1.5	5.6	0.2	59.7	KABUL
Yunanistan	5.5	9.8	3.6	98.7	RED
İrlanda	1.3	6.2	5.2	64.1	KABUL
İtalya	1.8	6.7	5.9	117.4	KABUL
Lüksemburg	1.4	5.6	2.6	7.4	KABUL
Hollanda	1.8	5.5	2.9	68.2	KABUL
Portekiz	1.8	6.2	-0.4	54.3	KABUL
İspanya	1.8	6.3	0.9	66.2	KABUL
İsveç	1.9	6.5	0.2	71.1	RED

Kaynak: AMECO, IMF WEO ve Savaş (1999)

*Enflasyon oranı en düşük üç üye ülkenin enflasyon ortalamasından %1.5 fazla

** Enflasyon oranı en düşük üç üye ülkenin uzun vadeli faiz ortalamasından %2 fazla

Tablo.4'te ülkelerin yakınsama kriterlerini sağlayıp sağlayamadıkları ortaya konmuştur. Yunanistan kriterleri tutturamadığı için, İsveç ise DKM'da iki sene kalma

şartını yerine getiremediği için üçüncü aşamaya geçememişlerdir.³³ İngiltere ve Danimarka ise sisteme katılmayacaklarını önceden bildirdiklerinden değerlendirilmeye alınmamışlardır (Savaş, 1999: 36).

Tablo 1.4'ten izlenebileceği üzere ülkelerin büyük çoğunluğu enflasyonu birlik ortalamasına yakın seviyelere getirebilmişlerdir. Bunun nedenlerinden biri emtia fiyatlarının bu dönemde düşük seyretmesi ve enflasyonda yukarı yönlü bir baskı yaratmamasıdır. Ayrıca merkez bankalarının maliye ve ücret politikalarını kullanarak enflasyonu düşürme konusundaki kararlılığı bu mücadelede en önemli faktör olmuştur. Para birliğinin başında bu kriterleri sağlayamama korkusu ülkeleri daha disiplinli davranmaya itmiştir (Issing, 2008: 14). Ancak bütçe gerçekleştirmelerinde ki başarının arkasında bir takım muhasebe oyunları da yatmaktadır. Ülkeler bir kerelik gelirler göstererek bütçe oranlarını tutturmuşlardır (Cown, 2003: 217).³⁴ Belçika ve İtalya borç kriterini tutturamamalarına rağmen borç oranları azalan bir seyir izlediği gerekçesi ile üçüncü aşamaya geçmelerine karar verilmiştir.

Yakınsama kriterlerini yerine getiren 11 ülke 1999'un başında 3. Aşama'ya geçmişlerdir. Bu aşama da iki alt aşama olarak gerçekleşmiştir. 1 Ocak 2002'ye kadar Euro sadece kaydi para olarak işlem görmüştür. Bu aşamanın başında kurlar geri dönülmez şekilde birbirlerine bağlanmışlardır. Bu değişim kurları Şekil 1.5'te gösterilmiştir.

³³ Yunanistan Haziran 2000'de kriterleri tutturabilmiş ve 2001'den itibaren üçüncü aşamaya geçmiştir.

³⁴ Örneğin Fransa'da France Telecom hükümete 5.7 milyar euro ödemedeki bulunmuş ve bütçe açığı kriterini bu sayede tutturabilmiştir. İtalya da kriteri tutturabilmek için özel bir vergi getirmiştir. Hatta Almanya dahi altın rezervlerini revalüe ederek bir seferlik olan bu kârı bütçesine gelir kaydetmiştir (Cown, 2003: 217).

		40.3399 Belçika Frankı
		1.95583 Alman Markı
		166.386 İspanyol Pesetası
		6.55957 Fransız Frangı
		0.787564 İrlanda Poundu
1 EURO	=	1963.27 İtalyan Lirası
		40.3399 Lüksemburg Frangı
		2.20371 Hollanda Guilderi
		13.7603 Avusturya Şillingi
		200.482 Portekiz Esküdosu
		5.94573 Finlandiya Markkası

Kaynak: AMECO

Şekil 1.5 Euro Değişim Kurları

Bu aşamada ayrıca Avrupa Para Enstitüsü, Avrupa Merkez Bankası (AMB)'na dönüşmüş ve Euro Bölgesindeki ülkelerin para politikasından sorumlu olmuştur. 2002'den sonra ise Euro dolaşıma çıkmış ve 1 Temmuz 2002'den itibaren "tek para" haline gelmiştir (Balkır, 2010: 276).

Bu aşamadan sonra Yunanistan (2001), Slovenya (2007), Malta ve GKRY (2008), Slovakya (2009) ve Estonya (2011)'de kriterleri sağlayarak Euro'ya geçmişlerdir. İngiltere, 1992'de Avrupa Birliği Antlaşmasını imzalarken "*para birliğine katılmama imtiyazı (opt-out)*" almıştır. Danimarka ise 1992 yılında antlaşmayı imzalamış ancak antlaşma yapılan referandumda reddedilmiştir. Danimarka'ya da böyle bir imtiyaz tanındıktan sonra kabul edilmiştir (Chabot, 1999: 25). Bu ülkeler için Maastricht Antlaşmasında "*ihlâl hakkı verilmiş imtiyazlı ülkeler (derogation)*" statüsü oluşturulmuştur. Ayrıca bütçe açığı, Avrupa Merkez Bankaları Sistemi (AMBS) ve döviz kuru müdahalesi gibi konulardaki maddelerin bu ülkelere uygulanamayacağı belirtilmektedir (Savaş, 1999: 40). İsveç resmi olarak böyle bir imtiyaza sahip değildir ancak kamuoyundaki olumsuz bakış yüzünden döviz kuru sabitliği kriterini ihlal ederek sisteme dahil olmamıştır (Chabot, 1999: 25).

3.5 EPB’de Politika Üretimi

Ekonomik ve Parasal Birlik 1999 yılından beri ortak bir para politikası uygulamaktadır. Ortak para politikası kapsamında ülkeler kendi bağımsız politikalarını ve para politikalarının yürütülmesini sağlayan organlarını kaybetmişler ve yeni bir sistemin parçası olmuşlardır. Maliye politikaları ise bağımsız olmasında rağmen; para politikalarına olan etkileri düşünülerek kısıtlamaya uğratılmıştır. Bu bölümde öncelikle sistemin kurumları ardından da kurumların para politikasını nasıl uyguladıkları açıklanacaktır. Ayrıca maliye politikasının sistemde nasıl bir çerçeve içine alındığı ve son dönemde ne gibi değişikliklere tabi tutulduğu incelenecektir.

3.5.1. Sistemin Parasal Kurumları: Avrupa Merkez Bankaları Sistemi (AMBS) ve Eurosystem

Avrupa Merkez Bankaları Sistemi (AMBS); Avrupa Merkez Bankası (AMB) ve 28 AB ülkesi Merkez Bankalarından oluşmaktadır. AMBS; Euro Bölgesine dahil olsun ya da olmasın tüm AB ülkelerinin Merkez Bankalarını kapsamaktadır. AMBS’nin yasal zeminin olduğu dönemde bazı ülkelerin Euro Bölgesi dışında kalacağı düşünülmemiştir.

Sistemin yasal zemini Avrupa Topluluğu Antlaşması³⁵ ve Avrupa Merkez Bankası Sistemi Protokolü³⁶’ne dayanmaktadır. Ancak antlaşmada terminolojik bir karışıklık bulunmaktadır. AMBS’nin görevlerinden bahsederken tüm AB üyesi ülkelerin Merkez Bankaları demek ama aslında Euro Bölgesi ülkelerinin Merkez Bankalarını kastetmektedir. AMB bu karışıklığı önlemek için “Eurosystem” kavramını tanıtmıştır. Bu kavram Euro Bölgesine dahil olan ülkelerin Merkez Bankalarını ve AMB’ni ifade etmektedir (Issing, 2008: 53). Yasal statüsü olmayan bu kavram ilk defa Lisbon Antlaşmasında yasal statüye kavuşmuştur.

Avrupa Topluluğu Antlaşması AMBS’ne birliğin para politikasını yürütme görevi vermiştir. Birlikteki bazı ülkelerin Euro Bölgesi yani ortak para politikasının dışında kalması nedeniyle bu görevi Eurosystem yerine getirecektir. Bu görevler;

- Birliğin para politikasını yönetmek

³⁵ Bilinen adıyla Roma Antlaşması 1 Aralık 2009’dan beri ise “AB’nin Yürütülmesi Antlaşması (Treaty of Functioning of EU) olarak adlandırılmaktadır.

³⁶ Bu protokol AB Antlaşmasına ek olarak verilmiştir.

- Döviz işlemlerini gerçekleştirmek
- Ödeme sistemlerinin sorunsuz işlemlerini sağlamak
- Döviz rezervlerini tutmak ve yönetmektir.

Bu temel görevlerinin yanında diğer bazı görevleri de bulunmaktadır. Bunlar danışmanlık sağlamak, istatistiki veri toplamak ve yayımlamak, finansal istikrar kapsamında gerekli denetim mekanizmasına katılmak, Euro banknotları basmak ve uluslararası kooperasyonu sağlamaktır. Haziran 2012’de Konsey tarafından alınan bir kararla bankacılık denetimi konusundaki görevi güçlendirilmiştir.

3.5.1.1 Avrupa Merkez Bankası (AMB)

Avrupa Merkez Bankaları Sisteminin en önemli parçası Avrupa Merkez Bankası (AMB)’dir. EPB’ye geçişin üçüncü aşamasının başında Avrupa Para Enstitüsü’nün yerini almıştır. AMB; Avrupa Topluluğu Antlaşmasınının 105. Maddesine göre AMBS’nin para politikası ile ilgili görevlerini kendi ya da ulusal merkez bankaları tarafından yerine getirilmesinden sorumludur (Eraslan, 2011: 28).

Avrupa Merkez Bankasının üç önemli organı bulunmaktadır ve bunlar AMBS’nin de görevlerini yerine getirmekten sorumludurlar. **Yönetim Konseyi**, yönetim kurulu üyeleri ve Euro’yu kullanan ülkelerin Merkez Bankası Başkanlarından oluşur. Kararlar basit oy çoğunluğuyla alınmaktadır. Yönetim Konseyi AMBS’ne verilen görevleri yerine getirirken uyulması gereken temel ilkeleri, birliğin orta vadeli parasal hedefleri ve bunların gerçekleştirilmesi için gereken yöntemleri belirlemektedir (Savaş, 1999: 54).

Yürütme Kurulu ise Yönetim Konseyi’nin yanında karar alıcı diğer önemli organdır. Kurul AMB Başkanı ve dört üyeden oluşmaktadır. Kurulun görevi, Yönetim Konseyinde belirlenen temel ilkelere göre para politikasını uygulamaktır. Son olarak **Genel Konsey**; AMB Başkanı, Başkan Yardımcısı ve tüm AB üyesi ülkelerin Merkez Bankası Başkanları’ndan oluşmaktadır. Görevi ise Euro Bölgesine dahil olan ve olmayan ülkelerin para politikalarının uyumlaştırılmasıdır.

3.5.1.2 Ulusal Merkez Bankaları (UMB)

Ulusal Merkez Bankaları Euro sisteminin bir parçası olarak çalışmakta ve AMB'nin kararları doğrultusunda hareket etmektedir. Kendi ülkelerinin ilgili yasalarına tabi olup sistemin de bir parçası sayılmaktadırlar.

Ulusal Merkez Bankaları, Euro Bölgesindeki tek bir para politikasının uygulanmasından sorumludurlar. Merkez Bankası parasını kredi kuruluşlarına aktarmak, AMB adına döviz rezervlerini bulundurmak ve operasyonlarını yönetmek gibi para politikası operasyonlarını gerçekleştirirler. Ayrıca Euro sisteminin temel görevlerine aykırı olmamak şartı ile kendi yasal görevlerini yerine getirebilirler (AMB, 2011a: 16).

3.5.1.3 Avrupa Merkez Bankaları Sistemi (AMBS) ve Bağımsızlık

AMBS en önemli hedefi birlik içinde fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlenmiştir. Bunu gerçekleştirmek için AMB'nin bağımsızlığı vazgeçilmez bir şart olarak görülmüştür. Bu 1980'lerin sonunda alınan bir karardır ve dönemin koşullarına göre oldukça ilerici bir nitelik taşımaktadır. O dönemde Bundesbank dışındaki merkez bankaları için bağımsızlıktan söz etmek pek mümkün değildir. Buna rağmen koşulsuz olarak bütün ülkeler merkez bankası bağımsızlığını onaylamışlardır. Bunda birkaç faktör öne çıkmaktadır. Öncelikle 1970'lerden beri hükümetlerin isteği ile uygulanan ihtiyari para politikaları enflasyona yol açmıştır. Ayrıca akademik dünyada ortaya atılan beklentiler, para politikası kredibilitesi gibi yeni kavramlar bu konuda otoriteleri farklı düşünmeye itmiştir. Bu dönemde Monetarist okul güç kazanmış ve para politikasının hedefinin sadece fiyat istikrarı olması, genel kabul görmüştür. Fiyat istikrarını sağlamak için ise merkez bankası bağımsızlığı ön şart olarak görülmektedir. Ayrıca güvenilirliği ile ün yapan Bundesbank'ta olumlu bir örnek olarak durmaktadır (Issing, 2008: 54). Bu nedenle Avrupa Birliği Antlaşması'nın 108. Maddesinde şu ifadeler yer verilmektedir:

...Bu antlaşmanın ve AMBS Antlaşmasının verdiği gücü kullanırken ve görevlerini yerine getirirken ne AMB, ne UMB'ları nede karar verme organları; Topluluk kurumlarından, organlarından, üye ülkelerin hükümetlerinden ya da herhangi birinden talimat almaz...

Sistemin bağımsızlığı ülkeleri enflasyonist politikalar uygulamaktan alıkoymak için oldukça önemli görülmüştür. Bağımsızlık kapsamında dört tip bağımsızlıktan söz edilebilir. Bunlardan ilki *fonksiyonel bağımsızlıktır*. Merkez bankası temel hedeflerini

yerine getirirken ve bu hedef için gerekli enstrümanları kullanırken herhangi bir otoriteye bağlı değildir. Diğer bir bağımsızlık, *kurumsal bağımsızlıktır*. AMB ve UMB'ları hiçbir kurumdan talimat almazlar. Bağımsızlığın sağlanabilmesi için *personel bağımsızlığının* da sağlanması gerekmektedir. Bu anlamda Yürütme Kurulunun üyelerinin görev süresi sekiz yıldır ve yeniden seçilemezler. Üye devlet Merkez Bankaları Başkanları da beş yıldan az olmamak koşulu ile seçilirler. Görevden sadece görevi kötüye kullanmaktan dolayı, Adalet Divanı ile alınabilirler. Sonuçta ortak para politikası belirlenirken karar alma sürecine katılacak kişilerin siyasi bağımsızlığı sağlanmaya çalışılmıştır. Son olarak *finansal bağımsızlık* da söz konusudur. Diğer kurumlardan bağımsız bütçeleri bulunmaktadır.

3.5.1.4 Avrupa Merkez Bankaları Sistemi (AMBS) ve Hesap Verilebilirlik

Demokratik hesap verilebilirlik iki temele dayanmaktadır: raporlama ve şeffaflık. Resmi olarak AMBS, Avrupa Parlamentosuna bağlıdır. Parlamento'ya, Konsey'e ve Komisyon'a yıllık rapor sunmakta yükümlüdür. Ayrıca Avrupa Konseyi ve Komisyon üyeleri oy hakkı olmadan isterlerse Genel Konsey toplantılarına katılabilmektedirler. Şeffaflık adına ise alınan kararların detaylarının kamuoyuna açıklanması gerekmektedir. AMB para politikası kurullarından sonra basın konferansı düzenlemekte ve alınan kararlar ilgili kamuoyunu bilgilendirmektedir (Baldwin ve Wyplosz, 2009: 504).

Ancak bu kadar geniş anlamda bir bağımsızlığa sahip olan bir kurumun sınırlı hesap verebilir olması oldukça tartışılmaktadır. Demokratik sistemlerde politikacılar kurumlara devrettikleri yetkileri daha sonradan değerlendirebilmekte ve gerekirse ceza da uygulayabilmektedir. Ancak AMB'nin kararlarını denetleyecek bir kurum söz konusu değildir.

Bu konuda AMB'nin diğer merkez bankaları ile karşılaştırıldığında oldukça zayıf olduğu görülmüştür. Diğer merkez bankalarının da başkanları parlamentodan önce seçilmekte ve bağımsız olmaktadır; ancak merkez bankasının statüsü basit oy çoğunluğu ile parlamentoda değiştirilebilmektedir. Bu durum AMB için söz konusu değildir; çünkü antlaşmalardaki değişikliklerin ülkelerde, ya parlamentolarda ya da referandumla onaylanması gerekmektedir. Bu da hesap verilebilir olma fonksiyonunu zayıflatmaktadır. De Grauwe (2007: 177) bu eksikliği iki nedene bağlamaktadır. AMB'ni kontrol edebilecek

güçlü bir politik kurum bulunmamaktadır ve Antlaşmalarda AMB'nın fiyat istikrarı dışındaki görevleri net değildir.

Bu konuda AMB, hesap verilebilirliğin ikinci unsuru olan şeffaflığı güçlendirmelidir. Genel Konseyin kararlarını kamuoyuna açıklamadığı için oldukça eleştiri konusu olmuştur. Bu kararları açıklaması şeffaflığı arttıracak ve kamuoyuna karşı informal bir hesap verilebilirlik yaratacaktır.

3.5.2 Para Politikası Stratejisi ve Operasyonel Çerçeve

Avrupa Merkez Bankası (AMB); Avrupa Birliği Antlaşması'nda para birliğinin para politikasını yürütmekle görevli kılınmıştır. Para politikasını yönetirken kullanacağı para politikası stratejisini ve operasyonlarını 1998'de belirlemiştir. Bu bölümde belirlediği para politikası stratejisi ve operasyonları geçirdikleri revüzyonlarla birlikte açıklanacaktır.

3.5.2.1 Para Politikası Stratejisi

AMB, para politikası stratejisini oluştururken öncelikle bir hedeften yola çıkmak durumundadır. Bu hedefi de Avrupa Birliği Antlaşması belirlemiştir. Antlaşmanın 105. Maddesi,

AMBS'nin temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Fiyat istikrarı hedefine zarar vermeyecek şekilde Topluluğun 2. Maddede yer alan amaçlarını gerçekleştirmede, genel ekonomik politikalara destek verebilir...

demektedir. Bu ifadelerle para politikasının temel hedefini fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlemiştir. Aynı zamanda fiyat istikrarını zedelememek kaydıyla tam istihdamı sağlamak gibi genel ekonomik politikalara da destek verebilir.^{37,38}

Ancak antlaşmada fiyat istikrarı için sayısal bir hedef belirlenmemiştir. Ekim 1998'de bu maddede belirlenen ana hatlarla; AMB stratejisini kendi belirlemiştir. Strateji iki temele dayanmaktadır. Bunlar; antlaşmada ortaya konan amacın yorumlanması ve bu

³⁷ Bundesbank ile AMB bu noktada birbirlerinden ayrılırlar. Bundesbank'ın görev tanımının yapıldığı yasasında temel görevi sadece fiyat istikrarı olarak belirtilmiştir. Ancak AMB, fiyat istikrarını tehlikeye sokmadığı sürece ekonomiye destek de verebilir. Bu ekleme Fransa'nın baskısıyla yapılmıştır.

³⁸ İngiltere Merkez Bankası, BoE'da fiyat istikrarını hedeflemektedir. FED'in ise üç hedefi vardır: maksimum istihdam, istikrarlı fiyatlar ve ılımlı uzun dönemli faiz oranları. Ancak bu son hedefi görmezden gelinmiştir ve FED iki hedefe odaklanmıştır (Buitter, 2008: 6).

görevi yerine getirmek için analitik çerçevenin çizilmesidir. AMB yetkisini sayısal ölçülerle tanımlarken Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi (Hamonized Consumer Price Index, HCPI)'nin %2'nin altında kalması hedefini belirtmektedir. Ayrıca bu hedefe orta vadede yaklaşacağını yani kısa vadede bu hedeften sapmalar olabileceğini de eklemektedir (Padoa-Schioppa, 2003: 68).

Hedefini açıkça belirttikten sonra AMB, bu hedefi gerçekleştirmek üzere oluşturduğu “iki ayaklı strateji”sini açıklamıştır. Stratejinin ilk ayağı “parasal analiz”dir. Bu stratejiyi daha iyi anlamak için DeGrauwe (2007)'u takiben miktar denkleminde yola çıkılabilir. Miktar denklemi;

$$MV = PY \quad (1.5)$$

olarak ifade edilir. Denklem 1.5'te M; para stokunu, V; paranın dolanım hızını, P; fiyat seviyesini, Y ise reel GSYİH'yı ifade etmektedir. Denklem 1.5'in logaritmasını aldığımızda denklem 1.6'yı elde ederiz.

$$m + v = p + y \quad (1.6)$$

Denklem 1.6'da değişkenler log-lineer ifadeler olarak yer almaktadırlar ve fark aldığımızda değişkenlerdeki büyüme oranlarını ifade etmektedirler. Bu şekilde denklem 1.6'yı düzenlersek;

$$\Delta m = \Delta p + \Delta y - \Delta v \quad (1.7)$$

denklem 1.7'yı elde ederiz. AMB 1999 yılı Ocak ayının Bülteni'nde reel GSYİH'daki büyümeyi %2 olarak ve paranın dolanım hızının ise yıllık -%0.5 olarak tahmin etmektedir. Öyleyse %2'lik bir enflasyon hedefi için para arzının yıllık %4.5 büyümesi gerekmektedir. AMB; M3 para arzı tanımını kullanarak %4.5'lik bir büyüme öngörmektedir. Ancak bu büyüme bir hedeften ziyade “referans değer” olarak ifade edilmiştir.

İkinci ayak ise “ekonomik analiz”i ifade etmektedir. Fiyat istikrarını tehlikeye sokabilecek tüm ekonomik faktörler göz önüne alınmaktadır. Bunlar; tüketici fiyat endeksleri, maliye politikası göstergeleri, fiyat ve maliyet endeksleri gibi birçok göstergelyi kapsamaktadır (AMB, 1999: 48).

AMB'nin para politikası stratejisi kendine özgüdür. Stratejinin 1. ayağında parasal bir takım hedefler belirtse de pür parasal hedefleme stratejisi sayılamaz. Aynı zamanda belirli bir enflasyon hedefi de ortaya koyar. AMB iki ayaklı stratejisi ile ekonomik, parasal ve finansal bilgileri organize ederek bir karar verir (Padoa-Schioppa, 2003: 71).

Ancak AMB'nin bu stratejisi oldukça eleştirilmiştir. Begg, vd. (2002) fiyat istikrarına bu aşırı bağılılığı fazla görmektedir. Sonuçta bu deflasyon tehlikesine yol açabilir. Ayrıca enflasyon reel ücretlerde daha esnek bir ayarlamaya neden olduğundan bazen işe de yarayabilir. İki ayaklı stratejinin ilk ayağı olan parasal referans değeri ise sürekli geçilmiştir (Canova ve Favero, 2007: 85).

Bu eleştiriler üzerine Mayıs 2003'te Yönetim Konseyi para politikası stratejisini yeniden gözden geçirmiş ve bazı değişikliklere gitmiştir. Öncelikle fiyat istikrarı için enflasyon oranı %2'nin altında olmalıdır ifadesi; %2'nin altında ama %2'ye yakın olmalıdır ifadesi ile değiştirilmiştir. İkinci olarak Başkanın konuşmalarında ekonomik analiz; parasal analizin önüne geçmiştir (Neumann, 2010: 236). Bu değişikliklerle birlikte göstergelerin ekonomik analizden geldiği, parasal analizle ise çapraz kontrol yapıldığı ilan edilmiştir.

Bu gözden geçirme hiçbir piyasa katılımcısında şaşkınlık yaratmamıştır. Zaten piyasa katılımcıları da kararların M3 ya da diğer parasal büyüklüklere göre verilmediğinin farkındadır. Sonuçta AMB stratejisini değiştirmemiş sadece açıklamıştır (Padoa-Schioppa, 2003: 80).

3.5.2.2 Para Politikası Operasyonları

Para politikası operasyonları belirlenirken öncelikle operasyonel bir hedef seçilmiştir. AMB, operasyonel hedef olarak kısa vadeli faiz oranları, EONIA (European Overnight Index Average)'yı kullanmaktadır (Baldwin ve Wyplosz, 2009: 499). Bu hedefi gerçekleştirmek için ise üç farklı enstrümana sahiptir. Bunlar; açık piyasa işlemleri, merkez bankası imkanları ve zorunlu karşılıklardır.

Açık piyasa işlemlerinde; genelde repo, ters repo, doğrudan satış döviz değişimi (Exchange swap) ve menkul kıymet ihracı gibi teknikler kullanılmaktadır. Bu işlemlerle dolaşımdaki para miktarı ve faiz haddi ayarlanmaktadır.

AMB'nin kullandığı temel teknik ihale yoluyla gerçekleştirilen açık piyasa işlemleridir ve bunlar “temel yeniden finans operasyonları (main refinancing operations)” adıyla anılmaktadır. Konsey bu operasyonlarda geçerli olacak faiz oranını belirledikten sonra ihale prosedürünü (sabit ya da değişir oranlı) açıklamaktadır. Buna göre özel finansal kurumlar tekliflerini verirler. Verilen teklifler Ulusal Merkez Bankalarınca toplanır ve AMB bunları merkezileştirir. Ardından AMB dağıtılacak toplam miktarı belirler ve teklifleri oranınca kredi kurumlarına dağıtır. Bu operasyonlarda AMB faiz oranını değiştirerek piyasa faiz oranını ve likidite miktarını etkiler (De Grauwe, 2007: 214).

Merkez bankası imkanları, her kredi kurumunun fazla likiditesini AMB'na yatırması (mevduat imkanı) ve AMB'den likidite alması (marjinal kredi imkanı) şeklindedir. Bu imkanlar bir teminata bağlı olarak yapılmaktadırlar. (AMB, 2011b: 88). Bankalar eğer uygun bir teminata sahip iseler, marjinal kredi imkanından borçlanabilirler. Ancak teminatın kaliteli olması gerekir. Bu kalite üç lisanslı kredi dercelendirme kuruluşu tarafından belirlenir: Moody's, Fitch ve Standard and Poors'. Riskli ve düşük kaliteli olan bir menkul kıymet teminat olarak kabul edilmez. Kabul edilen teminat da riski ve vadesine göre bir traşa (haircut) maruz kalır (Bagus, 2012: 83-85). Devlet tahvilleri daha az riskli görüldüklerinden daha az traşa maruz kalırlar. Bu nedenle sistemde en çok kullanılan teminat çeşidi olmuştur.

Bu imkanları kullanarak AMB, EONIA için bir faiz koridoru oluşturmaktadır. Marjinal Kredi Oranından banka limitsizce merkez bankasından borç alabilmektedir. Dolayısıyla bankalararası piyasada oluşan faiz bu oranın üstüne çıkamaz. Mevduat imkanı faiz oranının altında hiçbir banka bankalararası piyasada borç vermeyeceğinden alt sınırı oluşturmaktadır.

Son olarak para politikası yönetiminde *zorunlu karşılıklar* kullanılmaktadır. Bankalar kendi ülkelerinin Merkez Bankalarında belirli bir rezerv bulundurma durumundadır. Bu minimum rezerv sisteminin iki temel görevi bulunmaktadır. Bu minimum rezervler, ilk olarak Merkez Bankası kredisi için talep yaratır. Böylece AMB, likidite operasyonlarını kullanarak para piyasası oranlarını etkileyebilir. İkinci olarak; para piyasası faiz oranlarının istikrarına da katkı sağlar. Bankalar, zorunlu karşılık tesis dönemi (maintanance period) içinde geçici rezerv dengesizliklerini kaldırmak durumundadır. Bu da likidite dalgalanmalarını yumuşatır (Pattiepholy, vd. 2013: 11).

Eurosistemde; AMB tarafından alınan kararlar Ulusal Merkez Bankaları (UMB)'nce yürütülmektedir. Ancak UMB'ler kendi inisiyatiflerini kullanamazlar. Kendi ülkelerindeki bankaların yasal temsilcileri olarak görev yapmaktadırlar. Tek bir para politikası olmasına karşın Euro Bölgesinde, ülkeler arasında kültür oldukça farklıdır. Dolayısıyla Ulusal Merkez Bankaları bu operasyonlarda aracılık görevi görmektedir (Padoa-Schioppa, 2003: 85).

AMB'nin Yönetim Konseyi, pratikte para politikası kararları ile uygulamalarını birbirinden ayırmaktadır. Bu "bölünmüşlük prensibi (seperation principle)" olarak bilinir. Yönetim konseyi para politikasının duruşuna karar verir. Bundan ayrı olarak da likidite işlemleri ve açık piyasa işlemleri uygulanır. Bu yaklaşım, AMB'nin kısa vadeli faiz oranlarının temel politika oranlarına yakın olmasını sağlarken, ince ayar likidite önlemlerinin para politikası duruşundaki değişmelerle karışmasını önler (Pattiepholy, vd. 2013: 11).

3.5.3 Maliye Politikası

Ortak bir para politikasının EPB içinde nasıl işlediğini bir önceki bölümde gördük. Peki EPB ülkeleri maliye politikalarını uygularken tam bağımsız mıdır? EPB kapsamında maliye politikası için de bir takım düzenlemeler getirilmiştir. Bu bölümde neden maliye politikasının kısıtlanması gerektiği ve getirilen düzenlemeler açıklanacaktır.

3.5.3.1 Kamu Maliyesi Sürdürülebilirliği

Para birliğine üye olan iki ülkenin asimetrik şoklara maruz kaldığını düşünelim. Fransa'da pozitif, Almanya'da ise negatif bir talep şoku yaşansın. Eğer merkezi bir bütçe olursa, Fransa'da gelir düşeceğinden vergi gelirleri dolayısıyla bütçeye katkı da az olacaktır. Tersine transfer harcamaları daha fazla artacaktır. Almanya'da ise gelirler artacağından bütçeye katkı artacak ve transfer ödemeleri azalacaktır. Merkezi bütçe otomatik olarak üye ülkelerdeki farklı şokları yumuşatacaktır. Bütçelerin AB'deki gibi merkezi olmadığı bir durumda ise Fransa'nın dış borcu artacaktır. Daha da basitleştirirsek, Fransa Almanya'dan borç alacaktır (De Grauwe, 2007: 218).

Ancak bazı ülkelerde bu borcun artması beraberinde başka problemlere de yol açarak birliğin devamını tehlikeye sokmaktadır. "Zamanlararası bütçe kısıtı"na göre hükümetin beklenen harcamalarının bugünkü değerler toplamının, beklenen gelirlerinin

bugünkü değerler toplamından fazla olmaması gerekmektedir. Bu durumda kamu maliyesi sürdürülebilir sayılmaktadır. Kamu maliyesini sürdürülebilir kılmak için hükümetler merkez bankasına enflasyon yaratarak borcun reel değerini düşürmek yolunda baskı yapabilirler. Ayrıca borçları sürdürülemez hale gelen ülkeleri; merkez bankaları kurtarmak zorunda kalabilir. Bu da nihayetinde para arzı arzını arttıracığından enflasyona yol açacaktır (Von Hagen, 2007: 26).

AMB'nın fiyat istikrarına olan aşırı bağıllığı EPB kapsamında para yaratılarak kamu maliyesinin sürdürülebilirliğinin sağlanmasının önünde bir engeldir. Ayrıca Avrupa Birliği Antlaşmasında ülkelerin kurtarılamayacağı açıkça belirtilmektedir.³⁹ Ancak bugün yaşanan Borç Krizi bize bunun böyle olmadığını göstermiştir. Bu piyasalar tarafından daha önce tahmin edilmiştir. Para birliğinin bir üyesinin iflasına izin verilmeyeceğini düşünen piyasa katılımcıları bu ülkelerin borç kağıtlarında iflas riskini dikkate almamışlardır. Bu da ülkelerin daha düşük faizle borçlanmasına neden olmuştur. Kısaca *ahlaki tehlike* yaratarak birliğin zayıf ülkelerinde borçların tırmanmasıyla sonuçlanmıştır.

Bu baskıları önlemek için EPB kapsamında maliye politikasını ilgilendiren bir takım önlemler alınmıştır. Bunlardan biri Maastricht kriterleri olarak bilinen yakınsama kriterleridir. Daha önce de bahsedildiği üzere birliğe üye olabilmek için ülkenin düzgün bir mali yapıya sahip olması gereklidir. Bu kriterleri sağlayıp birliğe üye olduktan sonra da ülkeleri bütçe disiplini devam ettirmeye zorlamak için bir takım mekanizmalar geliştirilmiştir. Takip eden bölümlerde bu mekanizmalar açıklanacaktır.

3.5.3.2 Aşırı Açık Prosedürü (Excessive Deficit Procedure, EDP)

Ülkeleri mali disipline sevk etmek için Avrupa Birliği Antlaşması'nın 104. Maddesi uyarınca Avrupa Komisyonu yetkili kılınmıştır. Bu maddeye göre Komisyon "aşırı açık"tan kaçınmak üzere ülkelerin maliye politikalarını izlemek ve gerekirse cezalar vermekle sorumludur. Bu anlamda ülkeler bütçe açıkları ve borç oranları Maastricht kriterleri çerçevesinde tutmak zorundadırlar. Ülkelerin bütçe açıkları ve borç oranları referans değerleri aşıyor ancak bunlar geçici ve referans değerlere yaklaşıyorsa prosedür

³⁹ Maastricht Antlaşmasında ülkelerin kurtarılmasının meşru olup olmadığı da tartışma konusu olmaktadır. Bazı araştırmacılara göre antlaşmanın 104. maddesi, büyük mali açıkları olan bir ülkenin diğer ülkeler tarafından kurtarılmasını, mali yardım sağlanmasını yasaklamıştır. Ancak ilgili madde hiçbir ülkenin mali zorlukta olan diğer bir ülkeye yardıma "zorlanamayacağı" nı içermektedir. Bu gün sağlanan yardımlar ise ülkeler tarafından "gönüllü" olarak yapılmaktadır. Bu konudaki tartışmalar için bkz. Featherstone (2011).

kapanacaktır. Komisyon aşırı açığın hala sürdüğüne karar verirse bunu Avrupa Konsey'ine bildirir (Maastricht 104c, 114 ve Aşırı Açık Prosedürü ile İlgili Protokol).

Konsey gerekli verileri toplar ve Ekonomik ve Mali İşler Konseyi (ECOFIN)⁴⁰ ile birlikte çalışır. ECOFIN gerekli önlemleri almaları konusunda ülkelere uyarılarda bulunur. Eğer devam ederse Komisyon adına faiz getirmeyen bir mevduat açmalarını ister. Aşırı açığın hala devam etmesi halinde ise mevduat cezaya dönüşür. Aşırı açık prosedüründe karar ECOFIN'de alınır. Kısaca burada hükümetler, diğer ülke hükümetlerinin performanslarını değerlendirmektedirler. Sonuçta ileride aynı durumda kendilerinin kalabileceğini düşünerek karar alacaklardır. Bu da aşırı açık prosedürünün kredibilitesini zayıflatmıştır (Von Hagen, 2007: 28).

3.5.3.3 İstikrar ve Büyüme Paktı (Stability and Growth Pact, SGP)

Aşırı açık prosedürünün uygulanmasındaki eksiklikler ve artan kamu açıkları EPB üyelerini bütçe disiplini sağlamak için yeni önlemler almaya itmiştir. 1996'da Dublin'de yapılan Komisyon toplantısında İstikrar ve Büyüme Paktı'nın ilkeleri üzerinde anlaşmaya varılmıştır (Savaş, 1999: 47).

Avrupa Birliği'nin İşleyişi (TFEU) Antlaşması'nın 126 ve 127. maddelerine dayandırılan İstikrar ve Büyüme Paktı'na göre bir ülke bütçe açığı ve borç kriterlerini ihlal ederse aşırı açık prosedürü başlatılacak ve ilgili ülkeden düzeltici önlem alması istenecektir. Eğer gerekli önlemler alınmazsa ekonomik cezalar uygulanacaktır. Pakt aynı zamanda Temmuz 1997'de yayımlanan iki Avrupa Komisyonu Regülasyonu ile de desteklenmektedir. Bunlardan ilki bütçe pozisyonlarının denetimi ve ekonomi politikalarının koordinasyonunun güçlendirilmesi ile ilgilidir ve "koruyucu ayak (preventive arm)" olarak da ifade edilir (AK,1466/97). İkincisi ise Aşırı Açık Prosedürü'nün uygulamasının hızlandırılması ile ilgilidir ve "düzeltici ayak (corrective arm)" olarak da ifade edilir (AK,1467/97).

İstikrar ve Büyüme Paktı; EDP'yi birçok açıdan yenilemiştir. İlk olarak SGP'de erken uyarı sistemi geliştirilmiştir. Bu sisteme göre EPB üyeleri, yıllık istikrar

⁴⁰ ECOFIN; ekonomi konularının tartışıldığı üye ülkelerin ekonomi bakanlarından oluşan bir konseydir. Temel hedefi üye devletlerin ekonomi ve maliye politikaları arasındaki koordinasyonu sağlamaktır. Bu konsey ayda bir toplanarak ekonomik ve finansal konularda raporlar yayımlanmaktadır.

programlarını Avrupa Komisyonu'na ve ECOFIN'e göndermekle yükümlü olmuşlardır. Bu programlarda bütçelerini orta vadede nasıl "denk ya da fazla" hale getireceklerini açıklayacaklardır. ECOFIN eğer ülkelerin istikrar programlarında bir risk görürse erken uyarı sistemi ile bunu bildirecektir. SGP'nin getirdiği bir yenilik ise hangi şartlarda %3'lük limitin ihlal edilebileceğidir. Ülkede eğer yılda %2'den fazla bir daralma söz konusu ise ya da %0,75 ve %2 arasında bir daralma var ve bu daralmada da dış faktörler etkili ise yaptırıma tabi olmayacaktır (Eraslan, 2011: 60).

Kasım 2003'te Fransa ve Almanya açık şartlarını ihlal etmişlerdir ve ilgili ülkelerin bakanları ECOFIN'i etkileyerek olumsuz bir kararın çıkmasını önlemişlerdir. Komisyon bu kararı Anayasa Mahkemesine götürmüş ve Mahkeme Komisyon'u haklı bulmuştur ancak yine de herhangi bir ceza uygulanmamıştır (Von Hagen, 2007: 30). Bu olay da SGP'nin yenilenmesi gerektiği gerçeğini açıkça ortaya koymuştur. Avrupa Konseyi Mart 2005'te SGP'de reforma gitmiştir. Ancak bu reform daha çok SGP'de esnekliği arttırmaya yönelik olmuştur.

Yenilenen SGP'de;

- Orta vadede hedef denk bütçedir. Ancak ülkelerin borç seviyeleri, kamu yatırımları ve potansiyel büyümeleri orta vade hedefinin (Medium Term Objective, MTO) belirlenmesinde göz önünde bulundurulacaktır. Potansiyel büyümesi yüksek ülkelerle borç yükü yüksek ülkeler farklı değerlendirilecektir.

- Ekonomik koşullara uyum sağlamak için her dört yılda bir orta vadeli hedefler gözden geçirilecektir. Ayrıca Euro Bölgesi Maliye Bakanları her yıl ülkelerdeki mali gelişmeleri izleyeceklerdir.

- Ülkeler her yıl yapısal bütçe açıklarını GSYH'nın %0.5'i oranında azaltacaklardır. Eğer artan bir eğilim söz konusu ise daha fazla azaltacaklardır.

- Ülkeler bütçe açıklarında %3'ü aşarlarsa aşağıdaki durumlarda cezadan muaf olabileceklerdir:

- ✓ Bu ihlalin geçici ve limite yakın olması

✓ Bu ülkelerin ihlal için hazırladıkları savunmanın meşru bulunması⁴¹

- Bu sınırı ihlal eden ülkelerin tekrar %3'ün altına inmeleri için verilen süre de 1 yıldan 2 yıla çıkartılmıştır. Olağanüstü durumlarda 2 yıl daha uzatılabilir (EC, 7619/1/05).

Ancak yenilenen SGP'de karar alma mercii olarak ECOFIN'de bir değişiklik yapmamıştır. Tamamı politikacılardan oluşan bu Konsey'de kararlar nitelikli çoğunlukla alınmaktadır. Yani “günahkâr” ülkeler kendilerini oylayacaklardır. Üstelik kriterleri çiğneyen ülkeler büyük ülkeler ise kendileri gibi birkaç potansiyel günahkâr ülke bulmaları durumunda, kararları kendi leyhlerine çıkartabileceklerdir (Schknecht, vd. 2011: 9).

3.5.3.4 Avrupa Rekabet Paketi ve Altılı Paket

Fransa ve Almanya'nın dahi SGP'yi ihlal etmesi bu pakta uymada politik teşviği azaltmıştır. 2007'de başlayan finansal krizle birlikte finansal sektöre destekler ve mali canlandırma programları bütçeye yeni yükler de yüklemiştir. 2011 yılı itibari ile tüm Euro Bölgesi ülkeleri için Aşırı Açık Prosedürü başlatılmıştır.

İstikrar ve Büyüme Paktının üye ülkelerde aşırı açık ve yüksek borç seviyesini engelleyemeyeceğinin anlaşılması üzerine reform arayışları başlamıştır. Bu anlamda Mart 2011'de Avrupa Rekabet Paketi (Euro Plus Pact) ile SGP'nin bazı eksiklikleri giderilmeye çalışılmıştır. *Avrupa Rekabet Paketi*'nin dört önemli stratejik hedefi vardır. Bunlar:

- Rekabeti teşvik etmek
- İstihdamı teşvik etmek
- Kamu maliyesinin istikrarına katkı sağlamak
- Finansal istikrarı güçlendirmek

Bu hedeflere ek olarak vergi politikalarının koordinasyonunu da öngörmektedir.⁴² Bu pakt sadece kamu maliyesinin sürdürülebilirliği ile ilgilenmese de ulusal mevzuatlara mali kuralları koyma, birincil fazlalara ve harcamalara “borç freni” getirmesi açısından önemlidir (Ngai, 2012: 59).

⁴¹ Uluslararası birliği güçlendirecek ve Avrupa'nın birleşmesi için gerekli politikaları uygulamak adına yapılan ihlaller meşru sayılmaktadır. Almanya birleşmesini, bütçe açığı kriterini ihlal etme sebebi olarak ortaya koymuştur (Von Hagen, 2007: 31).

⁴² Bkz. (http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/euro_plus_pact_background_december_2011_en.pdf).

Aralık 2011’de ise SGP’nin eksikliklerini gidermek üzere beş regülasyon ve bir direktiften oluşan **Altılı Paket** (Six-pack) yürürlüğe girmiştir. Bu paketin iki önemli boyutu vardır: mali ve makroekonomik denetim. Maliye politikası kapsamında bütçe denetim ve ekonomi politikalarının koordinasyonu (reg. 1173/2011), aşırı açık prosedürünün hızlandırılması ve açıklanması (reg. 1174/2011) ve bütçe denetiminin Euro Bölgesi’nde etkin uygulanması (reg.1175/2011) regülasyonları ve üye ülkelerin mali çerçevesi ile ilgili direktif (211/85/EU) yayımlanmıştır. Makroekonomik dengesizlikler kapsamında ise makroekonomik dengesizliklerin önlenmesi ve düzeltilmesi (reg.1176/2011) ve Euro Bölgesinde aşırı makroekonomik dengesizliklerin düzeltilmesi için (reg.1177/2011) eyleme geçilmesi ile ilgili regülasyonlar yayımlanmıştır.

SGP’den farklı olarak Altılı Paket; koruyucu ayak kapsamında aşırı açık prosedürü başlatılmadan Konseyi finansal cezalar vermesi konusunda da yetkili kılmaktadır. Açıklar söz konusu olduğunda Altılı Paket orta vadeli hedeflerden “önemli ölçüde saptmayı” da tanımlamıştır. GSYİH’nın %0.5’i kadar ilk yıl ve %0.25’i kadar takip eden iki yıl orta vadeli hedeflerden sapma söz konusu ise önemli bir sapmadır ve Konsey uyarıda bulunur (Ngai, 2012: 67). Bu pakette bir ülkede ayrıca eğer borç/GSYİH oranı %60’ı geçiyor ise bu borcu kademeli olarak her yıl aradaki farkın yirmide biri kadar düşürmesi öngörülmüştür (reg. 1177/2011).

Altılı Paket’in önemli bir yeniliği de Makroekonomik Dengesizlikler Prosedürü’dür. Bu prosedür kapsamında on temel makroekonomik gösterge üzerinden değerlendirme yapılır. Bu değerlendirme sonucunda Konsey Aşırı Dengesizlik Prosedürü (Excessive Imbalance Procedure, EIP) başlatarak önce ilgili ülkeden bir mevduat yatırmasını isteyebilir, eğer ülke düzeltici önlem almazsa ülkenin GSYİH’sının %0.1’i kadar bir ceza uygulayabilir (Memo 11/898). Bu prosedürün en önemli dezavantajı fazla ve açık veren ülkeler arasında asimetri yaratmasıdır. Özellikle AB’de birlik içinde ticaret oldukça yoğundur. Bir ülkenin cari açığının olması birlik üyesi diğer bir ülkenin fazlası olması anlamına gelir. Bu prosedürde ise ayarlamamanın büyük bölümü açık veren ülkeye düşmektedir (Creel, vd. 2012: 543)⁴³.

⁴³ Komisyon aslında bu prosedürün taslak aşamasında cari fazla ve açıklara aynı muamaleyi uygun görüyordu. Ancak bu Almanya ve AMB tarafından şiddetle eleştirilerek açık vermenin bir “günahkârlık” fazla vermenin ise bir “erdem” olduğu savunulmuştur. Ardından ise cari açıklar için eşik değer %4 olarak

Altılı paketin getirdiği bir diğer yenilik ise ters nitelikli çoğunluk oylamasıdır (reverse qualified majority voting). Bu Komisyonun bir önerisinin Konseyde eğer aksine bir nitelikli çoğunluk yok ise kabul edileceği anlamına gelmektedir (Memo 11/898).

3.5.3.5 İstikrar, Koordinasyon ve Yönetim Anlaşması

2009 yılında Almanya federal açıkların 2016 yılı itibarı ile GSYİH'nın %0.35'inden fazla olmasını yasaklayan bir maddeyi anayasasına eklemiş ve diğer ülkelerin de benzer reformlara gitmeleri konusunda baskı kurmaya başlamıştır. Aslında benzer kurallar İstikrar ve Büyüme Paketi ve Altılı Pakette yer almıştır ancak bunlar ikincil yasa konumundadırlar ve kriz esnasında bağlayıcı olamamışlardır. Bu nedenle daha bağlayıcı bir mali kural getirilmesi için Almanya diğer ülkelere baskı yapmıştır (Ngai, 2012: 69).

2 Mart 2012 yılında İstikrar, Koordinasyon ve Yönetim Antlaşması daha bilinen adıyla Mali Sözleşme Çek Cumhuriyeti ve İngiltere⁴⁴ dışında tüm AB üyeleri tarafından imzalanmıştır. Lisbon Antlaşmasının onaylanmasından alınan derslerle bu antlaşma her üye ülkenin imzalamasına gerek duyulmadan 12 Euro Bölgesi üyesi imzaladığı için 1 Ocak 2013'te yürürlüğe girmiştir.

İstikrar, Yönetim ve Koordinasyon Antlaşması üç bölümden oluşmaktadır: Mali Sözleşme (Fiscal Compact), Ekonomi Politika Koordinasyonu, Yakınsama ve Euro Bölgesinin Yönetimi. Bunlardan en çok öne çıkan **Mali Sözleşme** olmuştur. Mali sözleşmenin de iki önemli bölümü vardır. İlki otomatik düzeltme mekanizması da içeren dengeli bütçe kuralıdır (koruyucu ayak); ikincisi ise aşırı açık prosedürünün güçlendirilmesidir (düzeltici ayak). Bu anlamda ilk olarak bu sözleşmeyi imzalayan ülkelerin genel hükümet bütçe dengesinin dengede veya fazla olmasını ifade eden bir mali kuralı anayasa ya da benzer nitelikte bir yasada belirtmeleri istenmektedir. Eğer bir yıl içinde belirtilmezse Adalet Divanı ülkenin GSYİH'sının %0.1'i kadar bir ceza uygulayabilir (Madde 8(2)).

belirlenirken cari fazlalar için eşik değer %6 olarak belirlenmiştir. Almanya ve Hollanda'nın da cari fazlalarının %6'nın altında olması dikkat çekicidir (Bibov, 2012: 250).

⁴⁴ İngiltere Başbakanı David Cameron, bu antlaşmayı Londra'nın gelecekte olabilecek finansal regülasyonlardan –finansal hizmetler vergisi gibi- ayrı tutulmadığı sürece imzalamayacağını açıklamıştır (<http://www.bbc.co.uk/news/world-europe-16803157>).

Belirtilen bu mali kural ülkelerin orta vadeli hedeflerini yansıtacaktır, ki bu da yapısal bütçe açığının⁴⁵ GSYİH'nın %0.5'inden fazla olmaması anlamına gelmektedir (Madde 3(1b)). Ayrıca ülkenin borç/GSYİH oranının referans değer %60'dan küçük olması durumunda mali sürdürülebilirliğe de zarar vermiyorsa yapısal bütçe açığı GSYİH'nın %1'ine de ulaşabilir (Madde 3(1d)). Bu mali kurallara uyulup uyulmadığının kontrolü de ulusal bağımsız kurullar tarafından yapılacaktır. Komisyon da bu kurulların ortak çalışma prensiplerini belirten direktifler yayımlamaya davet edilmiştir (Madde 3(2)).

Altılı Pakette getirilen hükümet borcunun düşürülmesi kuralı bu antlaşmada da yerini bulmuştur. Antlaşmaya göre eğer hükümet borcu GSYİH oranı referans değer olan %60'ı geçiyorsa her yıl cari borç oranı ile referans değer arasındaki farkın yirmide biri kadar düşürülmesi gerekecektir (Madde 4).

Bu antlaşmanın getirdiği bir diğer yenilik ise aşırı açık prosedürü başlatılmış olan bir ülkenin bütçesini nasıl düzeltebileceğini gösteren Bütçe ve Ekonomik Partnerlik Programları hazırlamaları gerekliliğidir (Madde 5(1)). Son olarak borç kağıdı ihraç edecek ülkenin öncelikle AB Konseyine bir rapor gönderilmesi de öngörülmüştür (Madde 6).

Antlaşmanın bir diğer bölümü olan Ekonomi Politikaları Koordinasyonu ve Yakınsama başlığı altında parasal birliğin işleyişini geliştirecek ve ekonomik büyümeyi destekleyecek rekabetçi önlemlerin alınması konusunda taahhüt belirtilmiş; bu doğrultuda makroekonomik politika reformları uygulaması da kararlaştırılmıştır. Euro Bölgesinin Yönetimi bölümünde ise; Euro zirvelerinin en az yılda iki kere yapılması ve bu antlaşmada belirtilen maddelerin ülke parlamentolarından ilgili temsilcilerle tartışılması konusunda karara varılmıştır (AMB, 2012: 80).

3.6 EPB Dışındaki Ülkelerin Sistemdeki Durumu

AB antlaşması hazırlanırken tüm AB üyelerinin para birliğine katılacağı düşünülmüştür. Ancak antlaşmanın ülkelerde onaylanmasında yaşanan sorunlar ve bazı ülkelerin özel statü elde etmesi yeni bir sınıfın ortaya çıkmasıyla sonuçlanmıştır: AB içinde ancak para birliği dışındaki ülkeler. Bu ülkelere AB genişledikçe geçici olarak, AB'ye üye

⁴⁵ Yapısal bütçe açığı ise antlaşmada da konjonktürel olarak düzeltilmiş, bir kerelik ve geçici önlemlerden arındırılmış bütçe açığı olarak tanımlanmıştır (Madde3 (3a)).

olan ancak para birliğine katılmak için gerekli şartları henüz yerine getirememiş olan ülkeler de dahil olmuştur.

EPB içindeki ve dışındaki ülkelerin arasındaki döviz kuru ilişkileri Haziran 1996'da ECOFIN toplantısı sırasında kararlaştırılmış ve yeni oluşturulacak sisteme Döviz Kuru Mekanizması II (DKM) adı verilmiştir. Bu mekanizmaya geçiş gönüllüdür. İngiltere, mekanizma dizayn edilme aşamasında girmek istemediğini belirtmiştir. İngiltere Hazine Bakanlığı, Ekim 1997'de beş ekonomist test (five economic test) yapmıştır. Bu testin sonuçlarına göre ise ekonomik olarak İngiltere'nin birliğe katılmaktan fayda sağlayamayacağı sonucu çıkmıştır.⁴⁶ İngiltere, Maastricht kriterlerine uymak bir yana kendi kriterlerini ortaya koyarak, EPB'ye dahil olup olmayacağına karar vermiştir.

AB'ye giren bir ülke Euro Bölgesine dahil olmak istiyorsa DKM II'ye girmek durumundadır. AB Antlaşmasının 109j(1) maddesi EPB'ye dahil olacak ülkelerin iki yıl DKM'de kalması gerektiğinin altını çizmektedir.

DKM II'ye dahil olan ülke Euro ile arasında bir kur belirlemekte, ardından da parasını bu kurla $\pm\% 15$ dalgalanmaya bırakmaktadır. Bu dalgalanma marjının sınırlara yaklaşıldığında ise müdahale edilir. Ancak daha dar bir marj da söz konusu olabilir. Örneğin Danimarka, DKM II'ye 1 Ocak 1999'da katılmış ve Euro ile özel statüsüne rağmen dalgalanma marjını $\pm\%2.25$ belirlemiştir.

İngiltere, DKM II mekanizmasına dahil olmamıştır. İsveç ise, böyle bir statüsü olmamasına rağmen, döviz kurunun istikrarlı olması gerektiği kriterini ihlal etmiş ve EPB'ye dahil olmamıştır. DKM'ye dahil olmak, bağımsız para politikası uygulanmasını da sınırlamaktadır. Bu ülkeler paralarının değerini Euro'ya karşı sabit tutmaktadır. Bu nedenle İngiltere ve İsveç bağımsız para politikası uygulayabilmek için DKM II'nin dışında kalmışlardır.

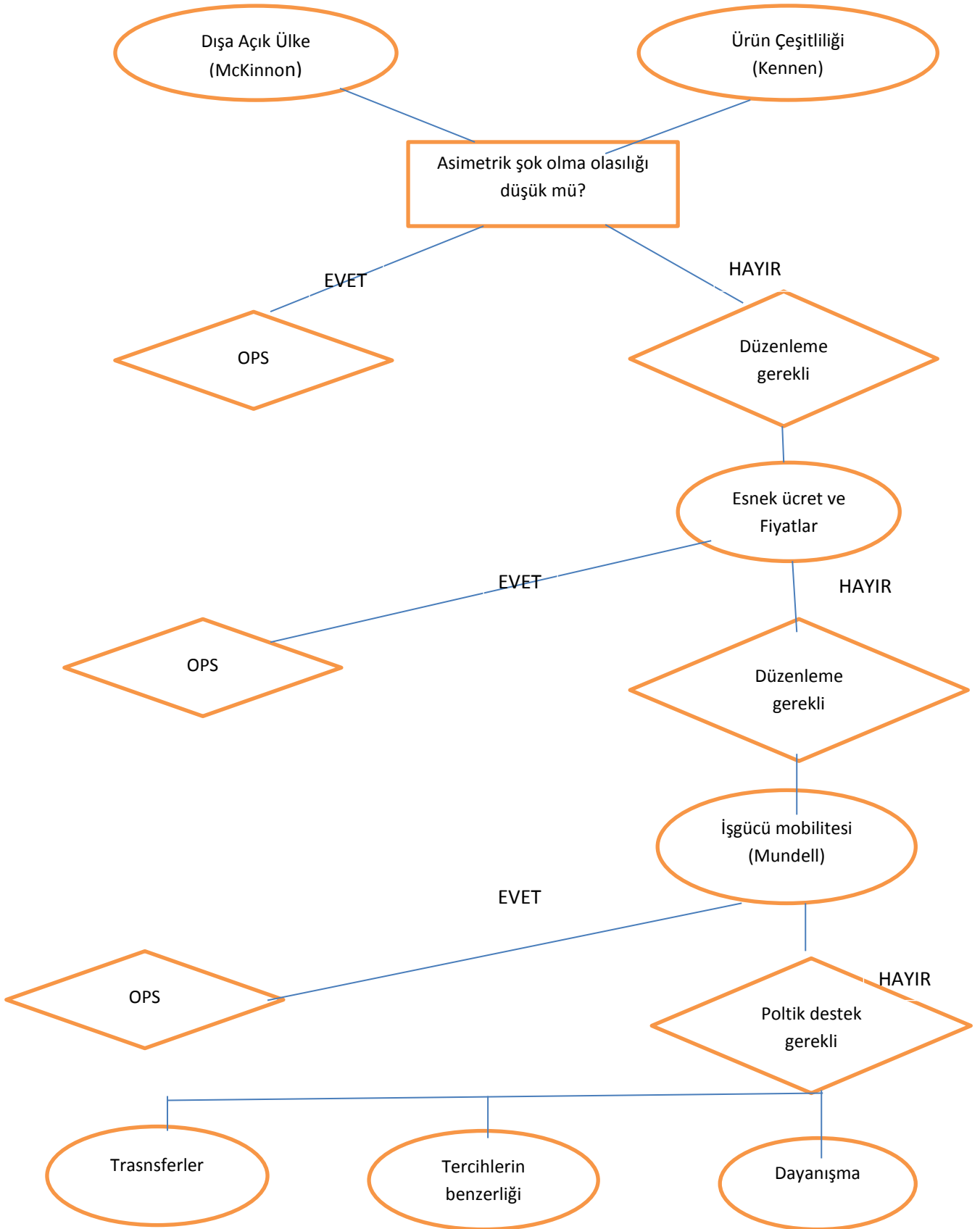
⁴⁶ Bu beş ekonomist testin soruları şunlardır: 1) aynı faiz oranını kullanacağı diğer birlik ülkeleri ile benzer konjoktüre ve ekonomik yapıya sahip mi? 2) bir şok karşısında mücedele edecek esnekliğe sahip mi? 3) EPB'ye girmek yatırımcıların uzun dönemli yatırımlarda bulunmasını teşvik edecek mi? 4) İngiltere'nin finansal sektörünü rekabetçi pozisyonu bu sayede iyileşebilecek mi? 5) EPB, büyümeyi teşvik edip istihdamı artıracak mı? Bu testin sonucunda girmeme kararı alan İngiltere 2001'de yenilemiş ve yine aynı karara varmıştır.

Para birliğinin dışında kalan AB ¼lkeleri daha ¼ncede bahsedildiği gibi Avrupa Merkez Bankaları Sistemine (AMBS) ¼ye olmakla beraber AMB' de temsil edilmezler. Bu nedenle Euro B¼lgesi para politikası ile ilgili kararlara da dahil değildirler.

Maliye politikası uygulamaları zaten AB ¼lkelerinin kendi inisiyatifine bırakılmıştır. Bununla birlikte; Aşırı Açıık Prosed¼r¼, İstikrar ve B¼y¼me Paktı t¼m AB ¼yeleri i¼in ge¼erlidir. Bor¼ krizinden sonra getirilen mali d¼zenlemelere ¼zellikle İngiltere'den itiraz gelmiş; İstikrar, Y¼netim ve Koordinasyon anlaşmasını imzalamamıştır. Ayrıca Avrupa bankacılık sisteminin entegre yapısı korumak i¼in hayata ge¼irilen Bankalar Birliği'ne karşı ¼ıkmıřtır. AB'ye dahil olan ancak para birliğine dahil olmayan İngiltere'nin birlikte daha fazla entegrasyon istemediği a¼ıktır. Zaten AB'ye olan ¼yelđini de tartışmaya a¼acađını belirten İngiltere i¼in bu sonu¼ şaşırtıcı değildir.

3.7 EPB, Para Birliği İ¼in Uygun mu?

EPB'nin para birliği i¼in uygun olup olmadığı para birliğinin kuruluş aşamasından beri tartışılmaktadır. Bu konuda karar verilirken de para birliğinin ¼z¼n¼ oluşturan optimum para sahası teorisinden yola ¼ıkılmaktadır. Optimum para sahası daha ¼nce bahsedildiği gibi ¼lkeler arasında kurların sabit olmasında ¼lkelerin fayda sağlayabileceği coğrafi alanı belirtir. Para birliği ise bunu bir adım daha ileri g¼t¼rerek tek para ve merkez bankasına ge¼meyi ifade eder. Dolayısıyla optimum para sahasına uygun olan ¼lkeler para birliğine de uygun olacaklardır. Avrupa'da parasal entegrasyonun her safhasında bu g¼ndeme gelmiş, EPB'nin optimum para sahası olup olmadığı tartışma konusu olmuştur. şekil 1.6'da optimum para sahasının mantığı g¼r¼lmektedir. şekil 1.6'yı EPB'ye uyarladığımızda, EPB'nin optimum para sahası olmadığı ortaya ¼ıkmaktadır. AB'de bir ¼ok ¼lke dışa a¼ık ve ¼r¼n ¼eřitliliđi fazla olan ¼lkeler olsalar da asimetrik şoklara maruz kalabildikleri g¼r¼lm¼řt¼r. Ayrıca fiyatlar ve ¼cretler esnek olmanın aksine katıdır. İřg¼c¼ mobilitesi de olduk¼a d¼ř¼kt¼r. Sonu¼ta EPB'nin yoluna devam etmesi i¼in politik destek gereklidir.



Kaynak: Baldwin and Wyplosz (2009)

Şekil 1.6 EPB Para Birliği için Uygun mu?

Bayoumi ve Eichengreen (1997) ise EPB için bir OPS endeksi oluşturmuşlardır. Bu endeks değerleri Tablo 1.5'te gösterilmiştir. Bu endeks birliğin Merkez Ülkesi, Almanya'ya göre hesaplanmıştır.⁴⁷

Tablo 1.5 OPS Endeksi

Ülke	OPS Endeksi	Ülke	OPS Endeksi
Fransa	0.074	İrlanda	0.021
İtalya	0.059	Hollanda	0.007
İngiltere	0.089	Portekiz	0.062
Avusturya	0.008	İspanya	0.073
Belçika	0.013	İsveç	0.056
Danimarka	0.074	Yunanistan	0.054

Kaynak:Bayoumi ve Eichengreen(1997)

OPS endeksinin yüksek olması, Almanya'nın ilgili ülke ile asimetrik şoklar yaşama ihtimalinin daha yüksek olduğunu ve Almanya ile para birliği için iyi bir aday olmadığını göstermektedir. Tablodan görüldüğü üzere İngiltere, İsveç, Danimarka ve hatta Fransa iyi bir aday değildirler. Ancak Belçika, Avusturya ve Hollanda ise oldukça iyi birer adaydırlar.

Ancak bu o dönemde bilinmesine rağmen ülkeler para birliğini oluşturmada ısrar etmişlerdir. Birliğe giriş için belirlenen kriterler ise daha çok makro kriterler olmuştur. Almanya Birliğe aday olacak ülkelere kendisine benzer enflasyon tercihi olmasını istemektedir. Aksi takdirde AMB'nda eşit temsile sahip olan ülkelerin daha yüksek bir enflasyon tercihinin sahip olması birliğin tamamında enflasyonun artması anlamına gelmektedir. Bütçe ve borç kriterleri de Almanya ve diğer bütçe açığı ve borç oranı daha düşük ülkelerin istediği bir kriterdir. Daha fazla borç, ülkelerde daha gevşek bir para politikası isteği yaratabilir (De Grauwe, 2007: 146-148).

Şu bir gerçektir ki, ABD para birliği kurulduğunda da optimum para sahası özelliklerini taşımamaktadır (Rockoff, 2000). Ancak zamanla ücretler ve fiyatlarda

⁴⁷ Bu endeks üretimde asimetri, ticaret bağları ve paranın işlemlerde sağladığı faydanın yer aldığı regresyon analizleri ile döviz kurunun ne kadar değer kaybetmesi gerektiğini tahmin ederek üretilmiştir. Çok değer kaybı, iyi bir aday olmadığını gösterir.

esnekliğe gidilmiştir. Ayrıca tek dil ve benzer kültürel yapı da işgücü mobilitesini Avrupa'ya göre daha kolaylaştırmaktadır. Para birliğinin yanında mali birlikte asimetrik şokların etkisini hafifletmektedir. Diğer para birliği örneklerinde de optimum para sahası özelliklerinin görüldüğü söylenemez. Tüm başarılı birliklerde birliğin devamını sağlayan politik istek olmuştur. Ulusal birliklerde bu politik istek ulus bilinci olarak kendini göstermiş, uluslararası birliklerde ise hâkim ülkeyle bağları koparmama ya da ortak bir kültürü devam ettirme ideali olarak ortaya çıkmıştır. EPB'nin başarılı olabilmesi için politik isteğin geliştirilmesi gerekmektedir. Politik istek sürdüğü sürece sistemin eksik yanları onarılarak tam bir birliğe doğru gidilebilecektir.

İKİNCİ BÖLÜM

PARA BİRLİKLERİ VE FİNANSAL KRİZ YÖNETİMİ

Büyük Depresyon'un ardından yaşanan banka iflaslarından sonra doğru ya da yanlış çıkarılan en önemli ders; rekabetin finansal sistemin istikrarını tehlikeye soktuğu olmuştur. Çıkarılan bu dersle, tüm ülkelerde finansal piyasalarda aşırı korumacı önlemler alınmıştır. Alınan önlemlerin doğal bir sonucu olarak; Büyük Depresyon ve 1970 yılları arasında finansal istikrarsızlık süreci yaşanmamıştır.⁴⁸ Finansal istikrarsızlık gibi bir problemin yaşanmamasının ardından merkez bankalarının bu konuya olan ilgileri de azalmıştır (Goodhart, 2010: 9)⁴⁹. Monetarist ve Rasyonel Bekleyişler okullarının da etkisiyle Merkez Bankalarının fiyat istikrarı konusundaki rolü herkes tarafından kabul edilmiştir. Bu çerçevede Merkez Bankaları bağımsızlaştırılmıştır. Ancak bu süreçte Merkez Bankaları finansal istikrar rollerinden uzaklaşmışlardır. Bu uzaklaşmanın altında yatan mantık aslında oldukça basittir. Farklı iki amacı olan bir para otoritesinin parasal istikrar tahhüdüünün güvenilir olmayacağıdır. Sonuçta Merkez Bankası finansal istikrar lehine fiyat istikrarından vazgeçebilir.⁵⁰ Bunu bilen ekonomik birimler de bekleyişlerini bu doğrultuda oluşturacaklardır.

Finansal istikrar hedeflerinden uzaklaşan merkez bankaları finansal kriz yönetimine de uzak kalmışlardır. 1970'li yıllardan sonra finansal piyasalarının etkin olduğu,

⁴⁸ Detaylı bilgi için bkz. Eichengreen ve Bordo (2002)

⁴⁹ Merkez Bankalarının finansal istikrara olan ilgisi temelde kağıt para basmaya başlamaları ile ortaya çıkmıştır. Merkez Bankalarının kağıt para basma konusundaki monopolü ve ticari bankaların para yaratma sürecine katılması; finansal istikrarla iç içe olmalarına yol açmıştır. Bu durum iki nedenle açıklanabilir. Birincisi; ticari bankalar senetlerini Merkez Bankalarına iskonto ettirerek borç almakta ve de likit rezervlerini Merkez Bankaları nezdinde mevduat olarak tutmaktadır. Dolayısıyla, ticari bankalar Merkez Bankaları için bir karşı taraf durumundadır. Karşı taraf riskine maruz kalabileceğinden Merkez Bankaları, bankaların istikrarına ve daha geniş anlamda finansal piyasaların istikrarına önem vermektedir. İkincisi ise Merkez Bankaları paranın tekliğinin garantörü konumunda olmasına rağmen toplam para stokunun büyük bir bölümünün ticari bankalar tarafından yaratılır. Paranın değerliliği, sonuçta ticari bankaların kredi değerliliği ile yakından ilgili olduğuna göre bankacılık sisteminin istikrarı da ulusal paraya olan güvenin sağlanmasında önemli bir role sahiptir (Padoa-Schioppa, 2003: 274).

⁵⁰ Peki fiyat istikrarı ile finansal istikrar her zaman çelişir mi? Aslında her zaman çelişmez. Hatta fiyat istikrarsızlığı, finansal istikrar için çok önemli bir tehdittir. Fiyat istikrarı olmadığı zaman gelecek belirsiz olur. Belirsizlik altında alınan kararlar finansal sistemde dalgalanmalara yol açabilir. Ancak bu söylemden fiyat istikrarının, finansal istikrarı garanti edeceği gibi yanlış bir kaniya varılmamalıdır. İstikrarlı bir fiyat düzeyinde de finansal istikrarsızlık oluşabilir. 1990'lı yıllarda Japonya'da görülen finansal istikrarsızlık ve bugün içinden çıkmadığımız finansal kriz enflasyonun düşük olduğu ortamlarda oluşmuşlardır. Hatta Crockett (2000)'e göre fiyat istikrarı aşırı güvene ve kısa görüşlü (short-sighted) bekleyişlere neden olacağından finansal istikrarsızlığa dahi götürebilir.

dolayısıyla finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmaların kendiliğinden ortadan kalkacağı görüşü hakim olmuştur. Eğer finansal piyasalar etkinse ve finansal dalgalanmalar kendi kendine dengeye gelecekse finansal kriz yönetimine de gerek yoktur.

Bu görüşler; EPB dizayn edilirken de hakim olmuş ve EPB'nin kurumlarına da yansımıştır. AMB; bu doğrultuda sadece fiyat istikrarına odaklanmıştır. Finansal istikrarı sağlamak ise ülkelerin kendilerine bırakılmıştır. Finansal kriz yönetimi konusunda ne AMB ne de birlik çapında herhangi bir kurum da yetkili kılınmamıştır. Ancak Global Finansal Kriz ve beraberinde tetiklenen Borç Krizi ise para birliğinin devamı açısından bunun bir gereklilik olduğunu ortaya koymuştur.

Bu bölümde öncelikle finansal istikrar ve finansal krizler üzerinde durulacak sonrasında ise finansal krizleri yönetmek üzere uygulanan politikaların teorik temelleri uygulama örnekleri ile açıklanacaktır. Ardından Global Finansal Krizde ve sonrasında uygulamada finansal kriz yönetimi incelenecektir. Uygulamada finansal kriz yönetimini incelerken para birliği içinde yer alan ülkeler ve de dışında kalan ülkeler gözönünde bulundurulacak; politika aletlerini kullanma açısından ne gibi farklar olduğuna vurgu yapılacaktır.

1. FİNANSAL İSTİKRAR

Finansal istikrar kavramı ilk kez 1994 yılında İngiltere Merkez Bankası (BOE) tarafından merkez bankasının, fiyat istikrarı hedefi dışındaki finansal sistemin etkin işlemesi ile ilgili hedeflerini belirtmek için kullanılmıştır. Nispeten yeni bir kavram olduğundan yaygın kabul görmüş bir tanımı da bulunmamaktadır. Ancak Merkez Bankalarının finansal istikrar kavramına olan ilgisinin yeni olduğunu da söyleyemeyiz. İngiltere ve Fransa Merkez Bankaları sistemin istikrarı ile ilgili görevlerinin olduğunu 19. yy'ın sonunda fark etmişlerdir. İtalya Merkez Bankası ise 1905 yılından beri raporlarında açıkça bu görevini dile getirmektedir. Keza Federal Rezerv'in kuruluşunda da ABD'de bankacılık istikrarını sağlama hedefi vardır (Allen ve Wood, 2006: 153).⁵¹

Bu bölümde öncelikle finansal istikrar kavramı açıklığa kavuşturulmaya çalışılacaktır. Literatürde yer alan farklı tanımlar ve bu tanımların neleri vurguladığı

⁵¹ Merkez Bankalarının evrimi ve finansal istikrardaki rolleri için bkz. Goodhart (1998).

incelenecektir. Takip eden alt bölümde sağlıklı bir finansal sistemin çerçevesi nasıl olmalıdır sorusuna cevap aranacaktır.

1.1 Finansal İstikrar Kavramı

Finansal istikrarı açıklamadan önce istikrarı incelenecek olan yapının, finansal sistemin ne olduğunun açıklanmasında yarar vardır. Finansal sistem açık tanımıyla; tüm finansal araçları, organize ve informel piyasaları, ödeme sistemlerini, teknik altyapıları, yasal ve regülatif hükümleri ve denetim kurumlarını içerir. Bu tanım tasarrufların yatırım fırsatlarına nasıl kanalize olacağı, bilginin nasıl yayılacağı ve işleneceği, ekonomik birimler arasında risklerin nasıl bölüşüleceği ve ekonomide ödemelerin nasıl gerçekleştirileceği hakkında bilgi verir (Padoa-Schiaoppa, 2003: 287).

Finansal istikrar kavramını tanımlarken, literatürde iki tür yaklaşım göze çarpmaktadır. Bunlardan ilki finansal istikrarın ne olduğunu finansal istikrarsızlık üzerinden tanımlayan yaklaşımdır. İkinci yaklaşım ise finansal istikrarın refah etkilerini de göz önüne alarak istikrarı tanımlamaya çalışan bir yaklaşımdır. Finansal istikrarsızlık üzerinden yola çıkan ilk yaklaşımın en önemli dayanağı “istikrar” kavramının açıklanmasının zorluğudur. Finansal sistemde bugünkü denge kavramı gelecek beklentisine dayanmaktadır ve kişisel değerlendirmeler içerir. Ayrıca finansal sistem sürekli gelişen organik bir yapı göstermektedir ve böyle bir yapıda istikrarı tanımlamak da oldukça zordur (Schinasi, 2009: 11).

Crockett (1996: 532)'e göre finansal istikrarsızlık kaynakların yanlış dağılmasına ve dönemler arası anlaşmalara girme teşvikinin azalmasına neden olur. Daha da ötesinde finansal sektördeki bozukluklar; ekonomik aktivite ve hatta politik yapıda bozulmalara neden olmaktadır. Kısaca finansal istikrarsızlık; finansal varlıkların fiyatlarındaki dalgalanmalar ya da finansal araçların kontratlardan doğan sorumluluklarını yerine getirememeleri sonucu ekonomik performansın etkilenmesidir. Finansal istikrar ise bu kötü sonuçların alınmadığı bir durum olarak tanımlanmaktadır.

Bu tanımlamada dikkati çeken, finansal sektörde ekonomik performansı etkileyecek büyüklükte bir dalgalanmanın meydana gelmesi gereğidir. Sonuçta piyasa mekanizmasının işleyişine bağlı olarak bir takım varlıkların değeri artıp, azalabilir. Benzer şekilde bankalar gibi finansal sistemin bazı öğeleri kötü yönetim, riskli yatırımlar gibi nedenlerle iflas

edebilir. Önemli olan ekonomik performans üzerine ya da kısaca reel büyüme ve enflasyon üzerine olan etkisidir. Mishkin (1999: 6) de finansal istikrarsızlığın bu yönüne vurgu yapmış ve finansal istikrarsızlığı “...finansal sistemin verimli yatırım projelerine fonları aktarma görevini yerine getiremediği” bir durum olarak tanımlamıştır. Eğer finansal istikrarsızlık yeterince ciddi ise finansal piyasaların çalışmasında toptan bir çöküşe neden olacaktır ki bu da finansal kriz olarak adlandırılır.

Minsky (1977: 24) de finansal sistemin doğası gereği istikrarsız (inherently unstable) olduğunu vurgulamaktadır. Finansal istikrarsızlığı tanımlarken; varlık fiyatlarında, cari üretim fiyatlarına nazaran ani ve hızlı değişimlerden yola çıkmıştır. Yazara göre; nakit akışında, sermayeleşme oranlarında kabul edilebilir bir değişiklik varsa ve özel birimlerin ödeme taahhütlerini etkileyecek özel bir durum yoksa finansal sistem sağlıklıdır. Benzer bir şekilde Kindleberger (2000) de finansal krizleri incelediği çalışmasında finansal istikrarsızlığı tanımlamış ve finansal krizlere götüren bu finansal istikrarsızlık sürecinin varlık fiyatlarındaki yükselişler ile başladığını ortaya koymuştur.

Ferguson (2002: 3) da finansal istikrarı tanımlamanın oldukça zor olduğunu ve iyi anlaşılabilmesi için finansal istikrarsızlığa vurgu yapılması gerektiğini belirtmiştir. Yazara göre, finansal istikrarsızlık kavramı, Merkez Bankaları ya da diğer otoriteler için ekonomik aktiviteyi etkileyecek piyasa başarısızlığı olduğu kanısını içerir.

Finansal istikrarı, istikrarsızlık üzerinden tanımlamak formülasyon açısından basit olsa da finansal istikrarın ekonomik refah açısından kazandırdıklarını ortaya koyamadığından yetersiz kalacaktır (Gadanecz ve Joyarem, 2008: 366). Daha kapsamlı, pozitif bir yaklaşımla açıklama gereği ortadadır. Buradan hareketle, Schinasi (2004) finansal istikrarı en kapsamlı nasıl tanımlayabileceği konusunda bir çalışma yapmış ve şu şekilde tanımlamada bulunmuştur.

Finansal sistem; ekonomik performansa (engellemek yerine) her zaman yardımcı olacak, endojen ya da beklenmedik olaylar sonucu ortaya çıkan finansal dengesizlikleri dağıtacak bir istikrar aralığında olmalıdır.

Finansal sistem bu şartları sağlıyorsa istikrarlıdır. Bu tanımlamada da birkaç noktaya dikkat çekmek gerekmektedir. Öncelikle yazar bir istikrar aralığına vurgu yapmaktadır. Dolayısıyla finansal istikrar, sistemin bir dengesizlik durumu oluştuğunda tekrar aynı

noktada dengeye dönmesini değil bir dönüşüm içerisinde olmasını içerir. Finansal sistem belirli sınırlar içinde kaldığı ve anahtar fonksiyonlarını yerine getirdiği sürece dalgalanmalar olsa dahi istikrarlıdır denebilir (Schinasi, 2004: 9). Finansal sistem; inovasyonlar, teknolojik ve yapısal değişiklikler yüzünden sürekli devinim halindedir ve bu sistemin bazı öğelerinde istikrarsızlığa neden olabilir.

Tanımda dikkat çeken ikinci nokta ise ekonomik performansa (engellemek yerine) yardımcı olmasıdır. Bu da finansın; reel kaynakların, tasarruf ve yatırım kararlarının etkin dağılmasına ve reel büyümeye yardımcı olması anlamına gelir (Schinasi, 2004: 9). Kısaca finansal istikrar bu dağılımların etkin bir şekilde gerçekleştirilmesini sağladığından refahı da arttıracaktır. Üçüncü nokta ise sistemde endojen ya da negatif şoklara bağlı olarak bir dalgalanma olabileceği ancak istikrarlı bir finansal sistemin oluşan bu dengesizliği ortadan kaldıracak nitelikte olması gerekliliğidir. İstikrarlı bir finansal sistemin içinde oluşan şokların etkisi bertaraf edilebilmelidir.

Kısaca finansal istikrar, ekonomik birimlerin faiz haddi, döviz kuru gibi unsurlardaki dalgalanmaların ne olacağı endişesi taşımaması durumu olarak ifade edilebilir. Öyleyse finansal istikrarsızlık, ekonomik birimlerin böyle bir endişe taşınması ve ekonomik kararlarını bu doğrultuda almasıdır. Bu istikrarsızlık uzun süreli olursa, ekonomik birimler kısa vadede dahi ne yapacaklarını kestiremezler. Bu durum ise finansal kriz olarak adlandırılır.

1.2 Finansal İstikrarın Çerçevesi

Finansal istikrarı tanımladıktan sonra istikrarlı bir finansal sistemin nasıl sağlanacağını ortaya koymak gerekir. Bir önceki bölümde ayrıntılı bir şekilde tartıştığımız üzere finansal istikrarın üç önemli ögesi bulunmaktadır. Sağlıklı bir finansal sistem;

(i) kaynakların ekonomik performansı arttıracak şekilde etkin dağılması

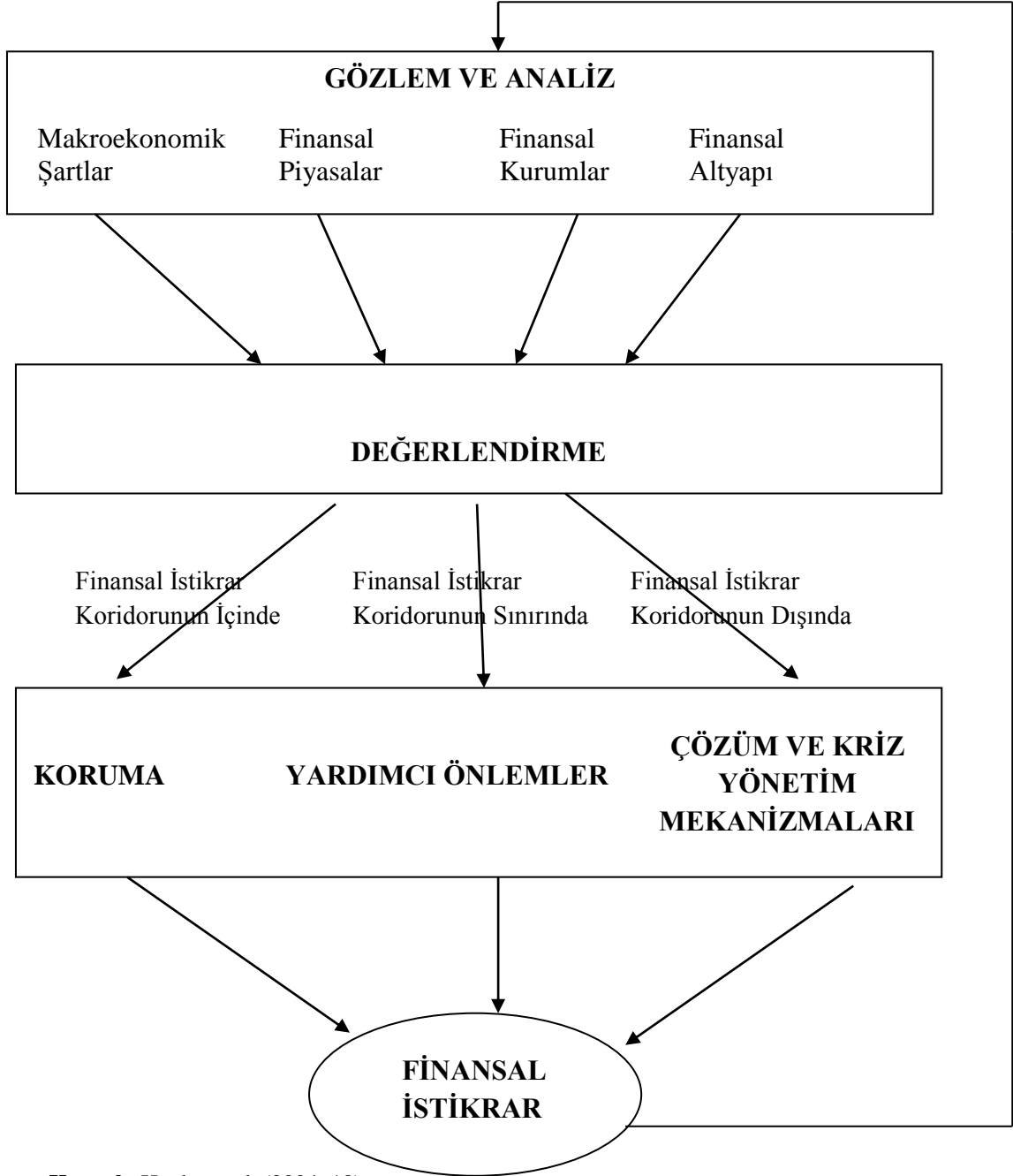
(ii) belirli sınırlar içinde kaldığı sürece finansal dalgalanmaların değerlendirilip yönetilmesi

(iii) oluşacak şokların etkisinin giderilmesi

fonksiyonlarını yerine getirecektir. Finansal istikrarı sağlamanın ve korumanın en önemli yolu finansal istikrar değerlendirmeleri yapmaktır. Bu değerlendirmeleri yaparken

de risklerin önceden tanımlanması, kırılganlıkların ve potansiyel bozuklukların belirlenmesi; dengesizliklerin yıkıcı sonuçlara yol açmasını engelleyecektir (Schinasi, 2009: 20).

Finansal istikrardaki potansiyel kırılganlıklar ve risklerin belirlenmesi ve değerlendirilmesinin yapılması adına geliştirilebilecek bir çerçeve Şekil 2.1'de gösterilmiştir.



Kaynak: Houben ,vd. (2004: 18)

Şekil 2.1 Finansal İstikrar Çerçevesi

Birinci aşamada finansal sistemi etkileyecek tüm risk ve kırılganlıklar gözlenmelidir. Bunlar endojen olarak sistemin içinden kaynaklanabileceği gibi, eksojen olarak *makroekonomik şartlardaki* değişmelerden de kaynaklanabilir. Endojen riskler arasında önemli bir risk, *finansal kurumların* riskleridir. Finansal kurumlar; kur riski, likidite riski, kredi riski gibi finansal risklere maruz kalabilecekleri gibi operasyonel bir takım risklerle de yüzleşebilirler. Finansal sistem içinde, finansal kurumlar sağlıklı olsa da *finansal altyapıdan* kaynaklanan bir takım riskler de oluşabilir. Muhasebe, yasal ya da düzenleyici altyapılardaki eksiklikler finansal sistemin bir kısmını kırılganlığa düşürebilir. Hatta bunlar domino etkisi ile tüm sisteme yayılabilir. Finansal sistemi en çok tehdit eden risk ise finansal *piyasalardan* kaynaklanan risklerdir. Karşı taraf (counterparty) ve varlıkların yanlış fiyatlanması ile oluşabilecek bu riskler sistemin tamamına bulaşarak sistemik bir karakter kazanabilir.⁵² Mevduat sigortası, son ödünç verme mercii gibi uygulamalar bu riskleri hedef almaktadır (Houben, vd. 2004: 20).

Bu risklerin belirlenmesinde kullanılacak göstergeler de konunun nispeten yeni olmasından dolayı çok net değildir. Son yıllarda artan sayıda çalışma finansal istikrar göstergelerini sınıflandırmaya çalışmıştır. IMF (2006) de finansal sağlamlık göstergeleri tanımlamıştır. Gadanez ve Joyaram (2008) ise literatürde yer alan finansal istikrar göstergelerini finansal sistemin altı sektöründeki⁵³ gelişmeleri göz önünde bulundurarak sınıflandırmıştır.

Ancak finansal sistemin karmaşık ve doğrusal olmayan yapısı şokların yayılmasına ve bir sektörden diğerine sıçramasına neden olmaktadır. Bu nedenle bileşik göstergeler de oluşturulmaya çalışılmıştır. Bu anlamda Merkez Bankaları finansal istikrar raporlarında toplu göstergeler yayımlamaktadırlar. Avrupa Merkez Bankası (AMB), finansal piyasalardaki likiditeyi gösteren bileşik bir gösterge yayımlamaktadır. Benzer şekilde TCMB'da finansal sağlamlık endeksi⁵⁴ ile finansal sistemin riskleri göz önüne sermektedir. IMF'de bankacılık istikrarı endeksi ile bankacılık kesimindeki riskleri belirlemeye çalışmaktadır. FED ise finansal istikrar raporu yayımlamadığı halde finansal kırılganlık endeksi yayımlamaktadır.

⁵² Sistemik risk için bkz. DeBrandt ve Hartman (2000).

⁵³ Bunlar; reel sektör, şirketler sektörü, hanehalkı sektörü, dış piyasalar, finansal sektör ve son olarak finansal sistemin tümüdür.

⁵⁴ Aktif kalitesi, likidite, kur riski, faiz riski, kârlılık ve sermaye yeterliliği alt endeksinden oluşmaktadır.

Finansal sistemdeki riskler belirlendikten sonra ikinci aşama bu risklerin değerlendirilmesidir. Bu aşamada sistemin finansal istikrar koridoru⁵⁵ içinde kalıp kalmadığı belirlenecektir. Ancak bu göstergelerde belirlenen eşik değerler kişisel yargılar içermektedir. Üzerinde anlaşılmış ne kesin bir gösterge ne de kesin bir eşik değer bulunmamaktadır. Bu da finansal sistemin değerlendirilmesini zorlaştırmaktadır. Ayrıca bu göstergeler bize sadece potansiyel bozukluklar hakkında bilgi vermektedir. Bu risklerin bazıları sistem içinde normalleşecektir. Bunun kararını vermek ise yine oldukça güç olacaktır.

Bu değerlendirmeler ışığında eğer finansal sistem istikrar koridoru içinde ise sağlıklıdır. Koruyucu önlemlerle istikrarın sürdürülmesi gerekecektir. Eğer finansal sistem istikrar koridorunun içinde ancak sınırlara yakınsa yardımcı önlemler alınması gerekir (Houben, vd. 2004: 24). Ancak istikrar koridorunun sınırları da oldukça muğlaktır. Bu durumda uygulanacak politikalar en karmaşık olanlarıdır ve bir değiş-tokuş (trade-off) içerir. Örneğin kredi artış oranı yüksek olan bir ekonomide finansal istikrarsızlığa yaklaşıyor denebilir. Bu duruma karşı alınacak önlemler kredi artış hızını yavaşlatırken, yatırımı düşüreceğinden ekonomik büyümeyi de yavaşlatacaktır.

Son olarak eğer finansal sistem taşıdığı riskler itibarı ile istikrar koridorunun dışına düşüyorsa çözüm önlemleri alınması gerekmektedir. Bu istikrarsızlık kısa sürede finansal krize dönüşebilir (Schinasi, 2009: 8). Bir finansal kriz oluştuğunda, finansal sistemi istikrarlı yapısına -finansal istikrar koridoruna- döndürmek için ise kriz yönetim ve çözüm mekanizmaları geliştirilir. Bu doğrultuda geliştirilen politika önlemleri sonraki bölümlerde tartışılacaktır.

2. FİNANSAL KRİZLER

Daha önce de açıklandığı üzere finansal sistem, istikrar koridorunun dışına düşüyorsa finansal istikrarsızlık var demektir. Eğer bu istikrarsızlık uzun süreli oluyor ve ekonomik aktivitede ciddi kayıplara neden oluyor ise finansal kriz oluşur. Genel bir tanım yapacak olursak; finansal krizler, finansal piyasalarda ortaya çıkan fiyat ve/veya

⁵⁵ Finansal istikrar koridoru olarak adlandırılmasının sebebi finansal sistemde dalgalanmalar olabileceği, bunların sistemin anahtar fonksiyonlarını yerine getirmesini engellemediği sürece istikrarı bozmayacağı görüşüdür.

miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde gerçekleşen değişmelerin ekonomik aktiviteyi (üretim ve istihdamı) negatif yönde etkilemesidir.

Mishkin (1991: 7)'e göre finansal kriz; *“ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerinin kötüleşmesi sonucu finansal piyasaların fonları en verimli yatırım projelerine aktaramaması sonucu oluşur. Finansal kriz, finansal piyasaların etkin işlemlerini engelleyip, ekonomik aktivitede ani bir düşmeye neden olur”*

Goldstein ve Razin (2013: 2) ise finansal krizleri; *“bankaların iflası, ve/veya kredi ve ticarete ciddi azalma, ve/veya döviz kuru rejimin çökmesi gibi olayların yaşanması ve bu olayların finansal ve parasal sistemin işleyişini bozarak ekonomik etkinliği azaltması”* olarak tanımlar.

Goldsmith (1969) de finansal krizleri *“kısa vadeli faizler, varlıklar (hisse senedi, emlak, arsa) fiyatları, ticari acizler (insolvencies) ve finansal kurumların iflası gibi bazı finansal göstergelerde keskin bozulmalar”* olarak tanımlamıştır. Ancak bu tanımlamaya rağmen finansal krizlerin önceden anlaşılabilmesinin de çok zor olduğunu ekler. Goldsmith'e göre finansal krizi tanımak oldukça zordur ancak karşı karşıya gelindiğinde anlaşılabilir.

2.1 Finansal Krizlerin Anatomisi

Minsky (1977) ve Kindleberger (2000) finansal krizleri açıklamada finansal kırılganlığa vurgu yapmışlardır. Finansal kırılganlığın konjoktürün genişleme aşamasında görülen aşırı borçlanmayla arttığını ortaya koymuşlardır. Aslında bu görüşün kökleri I.Fisher (1932)'e dayanmaktadır. I. Fisher (1932)'e göre konjoktürün genişleme döneminde kârların artması ve fiyatların yükselmesi daha fazla yatırımı cesaretlendirecektir. Artan yatırım ise bankalardan borçlanarak finanse edilecektir. Ayrıca fiyat düzeyindeki artış, borcun reel değerini düşürerek daha fazla borçlanmayı teşvik edebilecektir. Bu süreç alınan borcun artık ödenemeyeceği bir noktaya kadar sürecek ve sonunda borç krizine ve beraberinde bankacılık krizine neden olacaktır (Sevim, 2012: 12).

Finansal kırılganlık kavramını ilk ortaya koyan ise Minsky (1977) olmuştur. Minsky'e göre üç tip finansman biçimi vardır: hedge, spekülâtif ve ponzi. Hedge tipi finansman yapan firmanın beklenen hasılası, her dönemde cari masrafları ve nakit

ödemelerinden büyüktür. Bu nedenle riski en azdır. Spekülatif finansman yapan firmanın beklenen hasılası, bazı dönemlerde cari masrafları ve nakit ödemelerinden az olsa da tüm dönemler dikkate alındığında pozitifdir. Spekülatif finansman; bankaların, diğer finansal kurumların, kısa vadeli borçlanan hazinenin ve spekülatif yatırımlarda bulunan bazı firmaların finansman biçimidir. Eğer finansal piyasalar normal işleyişini sürdürürse bir sorun yaşanmayacaktır. Hedge finansmanın net bugünkü değeri artan faiz oranlarında bile pozitif iken; spekülatif finansmanda faiz oranları yükselirse negatif olabilir. Ponzi finansman yapan firmaların beklenen hasılası ise çoğu dönemde cari masraflar ve nakit ödemelerden düşüktür. En riskli finansman biçimi budur (Minsky, 1982: 23).

Eğer spekülasyon ve ponzi finansman yapan firmaların sayısı artmışsa; finansal kırılganlık da artmış demektir. Herhangi bir olay ya da politika başarısızlığı faiz oranlarında bir artışa neden olduğunda hedge finansman yapan firmaların net bugünkü değeri azalırken; spekülatif ve ponzi finansman yapan firmaların ki negatife dönecek ve kredi bulmaları zorlaşacaktır. Bu firmaların kredi piyasalarına ulaşması onlar için hayatidir. Böyle bir durumda bazı firmaların kredi bulamayarak iflasa sürüklenmesi ise finansal krizi başlatabilir (Minsky, 1982: 25).

Kindleberger'e göre de krizler üç evreden oluşur: çılgınlık, panik ve çöküş. Kindleberger krizlerin genelde ekonomik görünümü değiştiren, kâr fırsatlarının oluşmasına neden olan bir olayla başladığını ileri sürmüştür. Bir savaşın son bulması, iyi bir hasat yada bir icat (otomobil, tren gibi) ekonomik görünümü değiştirerek gelecekle ilgili olumlu beklentilerin oluşmasına neden olur. Bu bir patlama (boom) yaratır. Parasal genişleme de buna eşlik ederse bu patlama daha çok olur. Bu patlama esnasında spekülatif yatırımlar da artar. Spekülatif yatırımlarda bulunup kâr edenlerin sayısı arttıkça, spekülasyon bir "çılgınlığa" dönüşür ve balonlar ortaya çıkar. Bu sırada beklenmedik bir olay, politik bir istikrarsızlık, bir dolandırıcılığın ortaya çıkması sonucu bir finansal kurumun aceze düşmesi ise finansal piyasalarda "paniği" başlatabilir. Bu sırada mudilerin bankalardan mevduatlarını çekmek üzere bankalara hücum ettikleri görülebilir. Eğer gerçek bir son ödünç verme mercii yok ise bu panik "çöküşe" dönüşecektir (Kindleberger, 2000: 17).

Mishkin ise finansal krizleri, finansal piyasalarda var olan asimetrik bilgiye dayandırarak açıklamaktadır. Finansal piyasalarda asimetrik bilgi iki tür probleme yol açar: ters seçim (adverse selection) ve ahlaki risk (moral hazard). *Ters seçim* problemi, finansal

işlem gerçekleşmeden ortaya çıkar. Faiz oranları yükseldiğinde iyi kredi değerliliğine sahip olanlar yüksek faiz oranında borçlanmak istemeyeceklerdir. Ancak kötü kredi değerliliğine sahip olanlar; krediyi geri ödeme ihtimali de düşük olması nedeniyle yüksek faize razı olacaklardır. Bu da iyi kredi değerliliğine sahip olanların piyasadan çekilmesiyle sonuçlanır. Piyasada sadece kötü kredi değerliliğine sahip olanların kaldığını bilen kredi verenler ise bu doğrultuda kredi arzlarını azaltırlar. Sonuçta yatırım azalır ve ekonomik aktivite yavaşlar (Mishkin, 2001: 2).

Ahlaki tehlike problemi ise, finansal işlem gerçekleştikten sonra görülür. Krediyi alan tarafın bunu verimli projelerde kullanmak yerine daha verimsiz, riskli projelerde kullanma ihtimali söz konusudur. Ahlaki tehlikenin artması, kredi verenlerin kredi arzlarını kısmalarına neden olacaktır (Mishkin, 1991: 5).

Mishkin (2001)'e göre finansal piyasalarda kredi arzının azalması ile sonuçlanan asimetric bilginin artmasına neden olan başlıca dört faktör bulunmaktadır. Bunlar;

- ✓ Finansal sektör bilançolarında bozulma
- ✓ Faiz oranlarında artış
- ✓ Belirsizlikte artış
- ✓ Varlık fiyatlarındaki değişimler nedeniyle finansal olmayan şirketlerin bilançolarında bozulmadır.

Bu faktörler finansal piyasalarda var olan asimetric bilgi problemini kötüleştirir ve bankadan kaçışların (bank run) görüldüğü bir finansal panik başlar. Bu paniği genelde büyük bir finansal kurumun iflası ya da devlet eliyle kurtarılması takip eder. Bu belirsizliği daha da artırır. Artan belirsizlik ve faiz oranları ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerini daha da derinleştirir. Kredi arzının daralmasıyla yatırımlar beraberinde de ekonomik aktivite azalır (Mishkin, 1996: 26).

Yaşanan tüm finansal krizlerde varlık ve/veya kredi balonları görülmüştür. Bireyselde rasyonel olan bireylerin toplu hareket ettiklerinde irrasyonel davranmaları, mikro ekonomik temellerde bozukluklar, irrasyonel yatırımlar varlık balonlarının oluşmasına neden olabilir. Verimlilikte artış, sermaye girişi ya da uyumlu para politikası ise kredilerde ani bir artışa neden olarak kredi balonu oluşturabilir. Küçük bir olay, uluslararası şartlarda bir değişiklik ise balonların patlamasıyla sonuçlanır. Bu ise

belirsizliği arttırır ve acil satışlar (fire sales) başlar. Bu arada kaliteye kaçış (flight to quality) finansal çalkantıyı daha da derinleştirebilir. Kredi arzı azalır. Finansal aracılar arasındaki karmaşık yapı ve eksik bilgi sorunu varlık piyasasında küçük bir dūřmeyi tam anlamıyla bir finansal krize çevirebilir (Classens ve Kōse, 2013: 6-8).

Varlık fiyatlarındaki akılma ve kredi daralmaları reel ekonomi üzerinde iki kanaldan etki yapar. İlk olarak; borç/kredi teminata bağlanmış ise, varlık fiyatındaki dūřüřler teminatın değerinde bir azalmaya neden olur. Bu da yeni kredi almayı zorlaştırır. İkinci olarak da, acil satışlar ve finansal çalkantı firmaların borçlanıp yatırım yapmak yerine nakit gōmülemesine neden olur. Sonuçta kredi kısıtı gōrölür, yatırımın azalması ile ekonomik aktivite dūřer (Classens ve Kōse, 2013: 11).

Geçmiřte yaşanan krizlerin tümünde oluşum aşamasında bir felaket miyopluğu (disaster myopia) ile karşılaşılmıştır. Felaket miyopluğu, dūřük olasılıklı ancak önemli derecede kayıplara neden olabilecek olayların ihmal edilmesi anlamına gelmektedir. Bu durum aslında bir algı bozukluğudur. Konjonktürün genişleme döneminde krizlerle ilgili hafıza iyice zayıflayacağından risk duyarlılığı azalacak bu durum ise gereken risk analizleri yapılmadan kredi genişlemesine neden olacaktır (Sevim, 2012: 16). Reinhart ve Rogoff (2011) ise benzer bir durumu literatüre damgasını vuran “*bu sefer farklı (this time is different)*” deyimini ile açıklarlar. Yazarlar konjonktürün genişleme döneminde ekonomik birimlerin genelinde, algının řu şekilde oluştuğuna dikkat çekerler:

“Finansal krizler, diğer ölkelerdeki insanların ve başka zamanlarda başına gelir. Kriz bizim, burada ve şimdi başımıza gelmez. Biz geçmişe göre daha iyisini yapıyoruz, daha akıllıyız ve geçmiş hatalarımızdan ders aldık....şu anki patlama (boom), geçmişte katastrofik öküşlerle sonulananlardan olmayacak. Sağlam temellere, yapısal reformlara ve iyi politikalara dayanıyor.”

Reinhart ve Rogoff (2011)’a göre bu sendrom tüm krizlerde patlama yaşanırken kendini hissettirmektedir. Örneđin 1929 krizi sırasındaki dūřünce; bir daha dünya savaşının yaşanmayacağı, politik istikrar ve küresel büyümenin sonsuza dek süreceği iken kriz ile büyüme ciddi sekteye uğramıştır. Aynı sendrom 1980’lerin borç krizinde, 1990’ların sonundaki Asya Krizlerinde ve 2007’de başlayan Global Finansal Krizde de kendini göstermiştir. Sonuçta canlanma ve patlama dönemlerinde insanlar krizin gelebileceğine inanmayı red etmişlerdir (Reinhart ve Rogoff, 2011: 8).

2.2 Finansal Kriz Türleri

Finansal krizler çeşitli çalışmalarda farklı sınıflandırmalara tabi tutulmuştur. Kibritçioğlu (2001) finansal krizleri dört başlıkta incelemiştir: bankacılık krizleri, dış borç krizleri, borsa krizleri ve para krizleri. Redelet ve Sachs (1998); makroekonomik politikaların yol açtığı krizler, finansal panikler, varlık balonlarının (bubbles) patlaması, ahlaki tehlike krizleri ve düzensiz işyeliş (disorderly work out) kaynaklı krizler olarak beşe ayırmıştır.

Bu çalışmada ise finansal krizler Reinhart ve Rogoff (2011) ve Classens ve Köse (2013)'yi takiben kantitatif olarak tanımlanabilen para ve ani duruş krizleri ile kalitatif ve olaylara dayalı tanımlanabilen borç ve bankacılık krizi olarak dört alt başlıkta incelenecektir.

2.2.1 Para Krizleri

Para krizleri genellikle hükümetlerin ekonomiyi ya da bölgeyi istikrara kavuşturmak için parasal ve finansal düzenlemeler yapmasından kaynaklanır. Bu düzenlemeler sabit döviz kuruna geçmek olabileceği gibi bir para birliği oluşturmak da olabilir. Bazen bu düzenlemeler finansal istikrarsızlığa sürüklenebilir. Para krizleri, ülkenin mali dengesizlik ya da kırılgan finans sektörü gibi bağımsız para politikası ile çözülebilecek sorunları varken döviz kurunu devam ettirmeye çalışması sonucu ortaya çıkar (Goldstein ve Razin, 2013: 44).

Para krizlerini açıklamak üzere geliştirilen bir modelin; karşılaşılan yeni bir krizi açıklayamaması sonucu, krizi açıklamak üzere yeni bir kriz modeline ihtiyaç duyulmuştur. Bu nedenle para krizlerini açıklamak üzere üç nesil para krizi modeli geliştirilmiştir.

I. nesil kriz modelleri Krugman (1979)⁵⁶ ve Flood ve Garber (1984)'in çalışmalarıyla başlamıştır. Bu modellerde krizin temel nedeni hükümettir. Hükümet bütçe açığı vermekte ve açığı parasallaştırmaktadır.

Merkez Bankasının mali açıkları finanse etmek durumunda kalması yurtiçi faiz oranlarında aşağı yönlü bir baskı oluştururken, döviz kurunda yukarı yönlü bir baskı oluşturur. Değer kaybını önlemek için Merkez Bankası döviz kuru rezervleri ile müdahale

⁵⁶ Krugman (1979)'a ilham veren Salant ve Henderson(1978)'in altın piyasası üzerine yaptıkları çalışmadır.

eder. Ancak bu rezervler için de bir alt sınır söz konusudur. Bu noktada paraya spekulatif bir atak başlar ve devalüasyon kaçınılmaz olur (Goldstein ve Razin, 2013: 47).

Bu modellerde kriz deterministiktir ve bu politikalar sürdürdüğü sürece kaçınılmazdır (Krugman, 2001: 4). Kısaca kriz hükümetin ciddi seviyede bütçe açıkları olduğunu ve bunun merkez bankası parasıyla finanse edildiğini gören rasyonel ekonomik birimlerin sabit kur üzerine spekulatif atakları sonucu oluşur (Classens ve Köse, 2013: 12).

1970 ve 80'li yıllardaki krizleri açıklamak üzere geliştirilen bu modeller; 1992-93 yıllarında ortaya çıkan Avrupa Para Sistemi (APS) krizini öngörmeye başarısız olmuşlardır. Bu krize yakalanan ülkelerde öncü gösterge yoktur. Bütçe açığı düşük seviyede ve para makroekonomik hedefleri gerçekleştirmek için basılmıştır. Çoğunlukla ekonomik temeller güçlüdür. Bu krizi açıklamak üzere *II. nesil kriz modelleri* ortaya atılmıştır.

Obstfeld (1994)'in çalışmasının öncülüğünü yaptığı bu modellerde ülke sabit kuru korumak veya terk etmek arasında bir seçimle karşılaşmaktadır. Eğer paraya karşı spekulatif bir atak olmasa sabit kurda denge (iyi denge) devam edebilir. Ancak paraya karşı spekulatif bir atak varsa sabit kuru korumak için merkez bankasının faiz oranını yükseltmesi gerekir. Faiz oranının artması ise reel sektörde işsizliğin artması ile sonuçlanacaktır. Kısaca merkez bankası yükselen işsizlik ve devalüasyon arasındaki seçimle yüz yüze kalmaktadır. Faiz oranlarının çok yükselmesi sonucu ise genellikle ülkeler sabit kuru terk (kötü denge) etmişlerdir.

Bu modellerde spekülasyonun kendi kendini doğrulaması görülmektedir. Politika kayması olarak paritenin terk edilmesi şarta bağlıdır. Eğer spekulatif atak yoksa, ödemeler bilançosu problemi olmadığından sabit kur devam ettirilip iyi dengede kalınabilir, spekulatif bir atağın olması ise ekonomiyi kötü dengeye taşıyacaktır (Eichengreen ve Wyplosz, 1993: 91).

II. nesil kriz modellerinden görülen en önemli özelliklerden biri bu krizin sonucunda ciddi bir üretim daralmasının yaşanmamış olmasıdır. Hatta İngiltere için kriz sonrasında Döviz Kuru Mekanizmasından çıkmak rekabet avantajını geri kazandırmıştır. 1990'ların sonundaki Asya krizlerinde ise ciddi üretim kayıpları olmuş ve bu krizleri açıklamak üzere farklı yeni modeller ortaya konmuştur. *III. nesil kriz modelleri* olarak

adlandırılan bu modellerde üç tip kriz modeli geliştirilmiştir. Birinci tip modeller ahlaki tehlike problemini ortaya koyar. Artan yatırımlar ve beraberinde artan ahlaki tehlike sonucu ülkelerin borçluluk oranlarının artması ve çöküşe odaklanır.⁵⁷ İkinci tip modellerde Diamond ve Dybvig'in bankadan kaçış modelinin açık ekonomilere uyarlanmasını inceler.⁵⁸

Üçüncü tip modellerin özünde ise bilanço bozuklukları yatmaktadır. Açık döviz pozisyonları, vade uyumsuzluğu, sorunlu krediler, yüksek kaldıraç oranları bilanço problemlerine işaret eder. Bunu fark eden uluslararası yatırımcılar bu ülkeye olan yatırımlarını azaltmaya başlarlar ve bu kurda yukarı yönlü bir baskı oluşturur (Özatay, 2009: 50). Bilançolarında açık pozisyonu bulunan finansal ve finansal olmayan kurumların bilançoları kötüleşir ve net değerleri azalır. Bilanço yapısı bozulan finansal kurumlar kredi arzlarını kısmak durumunda kalırlar. Benzer şekilde, finansal olmayan kurumlar da net değerindeki⁵⁹ düşme sonucunda kredi bulmakta zorlanırlar. Sonuçta kredi kısıtını yatırımlarda ve üretimde azalma takip eder.

Üçüncü tip krizlerin en önemli özelliklerinden biri de bulaşmadır (contagion). Ülkeler arasında yoğun ekonomik ve finansal ilişkiler krizin bir ülkeden diğerine kolayca sıçramasına neden olur. Doğrudan ya da dolaylı ticari bağlantıya sahip iki ülkeden birinin devalüasyon yapması halinde rekabet avantajının devalüasyon yapan ülke lehine dönmelerinden dolayı, ikinci ülkede üretim yavaşlayabilir. Ekonomideki yavaşlama para talebini azaltarak para arz fazlası meydana getirebilir. Yatırımcılar bu fazlayı döviz ile değiştirerek uluslararası rezervlerin azalmasına yol açarak ikinci ülkenin de krize girmesine neden olabilirler. Bunun yanı sıra sürü davranışı (herd behaviour) ile riskli ülkelerle birlikte çevre ülkelerden de sermaye kaçıışı yaşanarak krizin çevre ülkelere de bulaşması söz konusu olabilir (Sevim, 2012: 40).

2.2.2 Ani Duruş (Sudden Stop) Krizleri

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde uluslararası piyasalara erişim gelişmiş ülkelere göre daha zordur. Ayrıca bu ülkeler, yabancı yatırımcıların o ülkenin ekonomik ve

⁵⁷ Bkz. Krugman (1998), Corsetti, Pesonti ve Roubini (1998)

⁵⁸ Bkz. Chang ve Velasco (1998)

⁵⁹ Bir firmanın net değeri teminata benzemektedir. Firmanın net değeri yüksekse daha kolay borçlanacaktır çünkü yükümlülüklerini yerine getiremezse borç veren taraf firmayı devralarak zararının bir kısmını karşılayabilir (Mishkin, 1996: 20).

kurumsal şartlarındaki algılarına oldukça bağlıdır. Bu algılarda herhangi bir nedenle ortaya çıkabilecek bir değişiklik, ülkeye sermaye girişinin durmasıyla sonuçlanabilir. Calvo (1998), bu durumu “ani duruş (sudden stop)” olarak nitelendirmiştir (Curdia, 2007: 1). Ortiz, vd. (2009: 27) ise eğer bu durumu birkaç gelişmekte olan ülkede meydana geliyor, faiz oranlarındaki spreadlerin fırlaması ve bu ülkelere sermaye girişinin durması da söz konusu oluyorsa; sistemik ani duruş (systemic sudden stop) krizi olarak adlandırmaktadır.

Bu kriz tipi dış borçlanmanın yoğun olduğu ekonomilerde ortaya çıkmaktadır. III. nesil para krizlerine benzer, bilanço uyumsuzluklarına odaklanmıştır.⁶⁰ Uluslararası yatırımcılar, ilgili ülkenin ekonomik performansı ile ilgili şüphe içine girerler ve bu ülkeye karşı daha sıkı kredi koşulları sunarlar. Bu ülkeye sermaye girişinin azalması da ilgili ülkenin parası değer kaybetmesine neden olur. Parası değer kaybeden bir ülkenin ihracatının ve üretimin artması beklenir ancak finansal katılıklar- özellikle firmaların döviz cinsinden borçlarının yüksek olması- sonucu üretim düşer. Bilançolarda yer alan vade uyumsuzlukları sonucu bilançolar kötüleşir, iflaslar söz konusu olabilir. Bir yandan bilançosu kötüleşen firmalar daha az kredi alma isteğinde bulunurken, bir yandan bankalar net değeri düşen firmalara daha az kredi verme eğiliminde olacaktırlar. Sonuçta yatırımlar azalır, ekonomik aktivite yavaşlar ve kriz kendi kendini doğrular (Classens ve Köse, 2013: 15, Curdia, 2007: 3).

2.2.3 Borç Krizleri

Borç krizleri, literatürde çok farklı tanımlamalarla incelenmektedir. En genel tanımıyla borç krizi; hükümetin borçlarının anapara ya da faiz ödemelerini vade tarihinde (ya da verilen ek sürede) ödeyememesidir (Reinhart ve Rogoff (2011), Standard& Poors (2002)). Ancak bu tanım, dar bir tanımdır. Detragiache ve Silimbergo (2001: 6), daha geniş bir tanımlamaya giderek borç krizini; (1) kreditorlere karşı yükümlülüklerin anapara veya faiz ödemelerinde gecikmiş ödemelerin toplam borcun %5’ini aşması durumu ve/veya (2) borçların ertelenmesi veya yeniden yapılandırılması olarak tanımlar. Manasse ve Roubini

⁶⁰ Bu bilanço uyumsuzlukları da temelde Eichengreen, Haussmann ve Panizza (2003) tarafından orijinal günah (original sin) olarak adlandırılan, bu ülkelerin uluslararası piyasalardan borçlanırken kendi paralarıyla değil, yabancı para ile borçlanmak durumunda kalmasıyla oluşur. Bu da kur uyumsuzluğu (currency mismatch)’na neden olur.

(2005: 4) ise borçların ödense dahi bu ödemenin önemli büyüklükte⁶¹ bir IMF kredisi ile gerçekleştirilmesi durumunu da borç krizi kapsamına almaktadır.

Hükümetin dış borçlarının anapara ya da faiz ödemelerini vade tarihinde yerine getirememesine dış borç krizi; iç borçlarının anapara ve faiz ödemelerini vade tarihinde yerine getirememesine ise iç borç krizi adı verilmektedir. Dış borç krizleri, iç borç krizlerine göre literatürde daha fazla tartışılmıştır. Bunun en önemli nedenlerinden biri de iç borç krizleri ile ilgili bilginin yetersiz olmasıdır. Güçlü yabancı kreditorler olmadığından fazla ilgi görmemiştir (Reinhart ve Rogoff, 2011: 14).

Bir ülkede dış borç krizi birçok nedenle oluşabilir. Kamu maliyesi sağlam (solvent)⁶² olsa dahi; birçok kreditor verdikleri kredileri yani pozisyonunu yenilemezse; hükümet iflas (default) edebilir. İflas sonucu bir sonraki dönemde üretim düşecek ve hükümet pozisyonunu yenileyip yeniden kredi açanlara borcunu ödeyemez hale gelebilecektir. Sonuçta tek bir kreditor açısından düşündüğümüzde borcunu yenilememek daha iyidir. Bu süreç kendi kendini doğrulayan bir karakterdedir ve literatürde “borç kaçıışı (debt run)” olarak adlandırılır (Detgraiche ve Spilimbergo, 2001: 6).

Bir ülkenin borç krizine girmesini bir para krizi de tetiklemiş olabilir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde hükümetler vergileri ulusal para cinsinden toplarken, yabancı para ile borçlanırlar.⁶³ Bu durum bir para uyumsuzluğu yaratır. Para krizi sonrası oluşan devalüasyon borcun reel değerini arttırarak, borcun geri ödenmesini sıkıntıya sokabilir (Sturzenegger ve Zettelmayer, 2006: 40).

Yukarıda saydığımız nedenlerde hep normal zamanlarda borcun ödenebileceği varsayımı vardır ve iki türlü denge söz konusudur. Hükümeti iyi dengeden kötü dengeye taşıyan bir dış şok ya da bir güven kaybı vardır. Ancak bazen ülkeler aşırı borçlandıkları için de krize girebilirler. Bu durumda hükümetin gelecek dönemlerdeki birincil fazlalarının net bugünkü değeri, borç stoğunu karşılayamaz ve ödeme gücünü yitirir. Bu aşırı

⁶¹ Önemli büyüklük ülkenin kotasını %100 aşması durumu olarak tanımlamışlardır.

⁶² Sağlamlıktan kast edilen ülkenin gelecek dönemlerdeki birincil fazlalarının net bugünkü değerinin borç stokundan büyük olmasıdır. Birincil fazlalar yerine ticaret fazlaları da kullanılabilir (Manasse, vd. 2003: 4).

⁶³ Bu borçlanma yapısını daha önce bahsettiğimiz gibi Eichengreen, vd. (2003), “orijinal günah(original sin)” olarak adlandırmış ve gelişmekte olan ülkelerdeki borç krizlerinin en önemli nedenlerinden biri olduğunu vurgulamıştır.

borçlanma özellikle az gelişmiş ülkelerde görülür ve ahlaki tehlikeden kaynaklanır (Sturzenegger ve Zettelmayer, 2006: 43).

Bazen de ülkeler borçlarını ödeyebilecek oldukları halde ödemek istemeyebilirler. Bir devrim, darbe ya da seçim bu duruma neden olabilir. Borcunu ödemenin ve iflas etmenin maliyetini karşılaştırırlar. İflas etmenin en önemli maliyeti, iflas eden ülkenin uluslararası sermaye piyasalarına erişimin engellenmesidir. Ancak zaten az gelişmiş ülkelerin uluslararası sermaye piyasalarına erişimi daha sınırlı olduğundan, bu ülkelerde iflaslar daha sık görülür (Manasse, vd. 2003: 6).

2.2.4 Bankacılık Krizleri

Mevduat toplayan finansal kurumlar doğası gereği istikrarsızdırlar. Uzun vadeli yatırımları kısa vadeli mevduatlarla finanse eden bu kurumlarda varlık ve yükümlülükler arasında vade uyumsuzluğu (maturity mismatch) ortaya çıkmaktadır. Bu da bankaların bankadan kaçış olması durumunda iflas riskine maruz kalmalarına neden olur. Birçok müdi paralarını çekmek istediğinde oluşan bankadan kaçış esnasında bankaların uzun vadeli yatırımlarını zararına likiditeye çevirmeleri (likiditasyon) gerekir ki bu da bankanın iflasına neden olabilmektedir (Goldstein ve Razin, 2013: 9). Diamond ve Dybvig; bankadan kaçışın kendi kendini doğrular (self-fulfilling) nitelikte olduğunu göstermiştir. Bankanın bilançosunda herhangi bir bozukluk olmasa dahi; mudilerin mevduatlarını çekmesi için diğer mudilerin çektiğini görmesi yeterlidir. Burada iki tür denge söz konusudur. İyi dengede bankadan kaçış yoktur ve mevduat çekilmeleri tüketim ihtiyaçları sonucundadır. Kötü dengede ise bankadan kaçış söz konusudur. Kendi kendini doğrulayan kaçışların olması ise bankaları doğası gereği kırılgan yapmaktadır (Diamond ve Dybvig, 1983: 403). Tek bir bankadan bu şekilde kaçışın olması bankacılık sistemini tehdit etmez ancak eksik bilgiye sahip olan mudiler bunun diğer bankalara da sıçrayacağını düşünürler ve diğer bankalardan da kaçış başlar. Bankadan kaçış bu şartlarda “*banka paniklerine*” dönüşür (Demirgüç-Kunt ve Detragiache, 1998: 86).

1930’larda yaşanan bankadan kaçış deneyimlerinden sonra mevduat sigortası sağlayan kurumlar oluşturulmuş ve bankadan kaçışlar büyük ölçüde engellenmiştir. Modern bankacılık sistemlerinde ise bankadan kaçış, bankalar arası para piyasasında

yaşanmakta ve piyasada likiditenin kuruması ile sonuçlanmaktadır. Bu tip bir bankadan kaçış toptan kaçış (wholesale run) olarak adlandırılır (Allen, vd. 2009).

Bugün yaşanan bankacılık krizleri ise, bankaların bilançosunun yükümlülük kısmından ziyade varlık kısmındaki bozulmalardan kaynaklanmaktadır. Bu varlık fiyatlarındaki çakılmalar sonucu -Global kriz öncesi emlak fiyatlarındaki ani düşmeler gibi- olabileceği gibi, finansal olmayan şirketlerin iflas etmesi şeklinde de ortaya çıkabilmektedir (Reinhart ve Rogoff, 2011: 9). Sonuç olarak banka bilançoları kötüleşir ve banka iflasları görülür. Bankacılık sisteminin yapısında var olan bağlar nedeniyle bulaşıcıdır ve sistemik risk yaratır. Sistemik riski önlemek için hükümetler banka iflaslarına müdahale ederler. Bu nedenle bankaların iflas etmemiş olması bankacılık krizi yaşanmadığı anlamına gelmez.

Kısaca tanımlamak gerekirse bankacılık krizleri; tipik bir bankadan kaçış, bilançoların varlık kısmında ortaya çıkan bozulmalar ya da banka yönetimindeki aksaklıkların ortaya çıkması (yanlış yönetim, rüşvet gibi) sonucu; bankacılık sisteminde önemli sayıda bankanın batması ya da devlet eliyle kurtarılması sonucu oluşur (Honohan and Leaven, 2005: 13).

Bankacılık krizleri ödemeler sisteminin işleyişini bozarak ve finansal kurumlara olan güveni sarsarak; tasarruf oranlarının azalmasına ve/veya büyük miktarda sermaye kaçışlarına neden olabilir. Bu da sağlam olan bankaların dahi iflasa sürüklenmesi ile sistemik bankacılık krizine dönüşebilir (Demirgüç- Kunt ve Detragiache, 1998: 81).

Leaven ve Valencia (2008a)'ya göre ise sistemik bankacılık krizlerinde; ülkenin şirketler ve finans kesimi önemli seviyede iflaslar yaşar ve yükümlülüklerini yerine getiremez. Karşılıksız krediler hızlı bir şekilde artar ve bankacılık sisteminin sermayesi tükenir.

Leaven ve Valecia (2012b); 1970-2011 arasındaki finansal krizleri incelemiş ve incelenen krizler arasında 147 bankacılık krizi, 218 para krizi ve 66 borç krizi olduğunu tespit etmiştir. Birçok ülkede aynı anda birden fazla kriz yaşanmıştır. Genellikle para krizleri bankacılık krizleri ile birlikte oluşmaktadır. Bu krizler “ikiz krizler” olarak

adlandırılır.⁶⁴ Kaminsky ve Reinhart (1999)'a göre bankacılık krizleri, para krizlerinden önce gelmekte; para krizi ise bankacılık krizinin derinleşmesine sebep olmaktadır.

3. FİNANSAL KRİZ YÖNETİM MEKANİZMALARI

Finansal kriz oluştuğunda otoriteler; finansal istikrarı sağlamak, ekonomik aktivite üzerindeki etkisini sınırlamak ve finansal sistemi tekrar istikrar koridorunun içine taşımak amacıyla önlemlere başvururlar. Bu bölümde finansal krizlerle karşılaşan otoritelerin uyguladıkları kriz yönetim mekanizmaları değerlendirilecektir.

Krizler esnasında sorumlu otoritelerin kim olacağı da önemli bir konudur. Bu otoritelerin sorumluluğu ve ekonomik politika yapabilme gücü olması gerekmektedir. Kriz yönetimi ile ilgili bir ekip kurulması da düşünülebilir. Bu ekip ilgili bakanlar- hatta belki başbakan-, Merkez Bankası ve denetim otoritelerinin başkanlarından oluşabilir. Bu ekibin başarısında kamuyla iletişim halinde olması da önemlidir. Bu iletişim tutarlı, düzenli aralıklarla ve mümkünse aynı kişi tarafından gerçekleştirilirse güvenin sağlanması daha kolay olacaktır (Holeshcker ve Quintyn, 2003: 9-10).

S. Fisher (2001: 4)'e göre bu otoritenin iyi bir yönetim gerçekleştirebilmesi için öncelikle politik bir liderliğe sahip olması gerekir. Finansal bir krizi yönetmek teknik olarak karmaşık, politik olarak sıkıntılıdır. Krize müdahaleler gelir dağılımında değişiklik yarattığından politik rezistansa neden olabilir. Bunları en iyi şekilde yönetecek bir lider gerekmektedir. İkincisi, kriz yönetiminde hız çok önemlidir. Piyasalarda güven bunalımı derinleşmeden müdahale etmek bir yandan maliyeti azaltırken, bir yandan da toparlanmayı kolaylaştırır. Son olarak kriz yönetimi ile ilgili bir çerçeve oluşturulması otoritelerin işini kolaylaştıracaktır. İleride oluşabilecek krizlerde de hız kazandırır. Finansal kriz yönetimi kapsamında krize ve ülkeye özgü çok çeşitli politikalar geliştirilebilir. Bu bölümde finansal kriz yönetiminde uygulanan belli başlı politikaların teorik temelleri tartışılacaktır.

3.1 Para Politikası Önlemleri

Global kriz yaşanana kadar, "para politikası bilimi"nin oluştuğu yönünde genel bir kanı oluşmuştur (Mishkin, 2011: 22). 1980'lerin sonundan itibaren para politikasının uzun dönemde reel değişkenleri etkilemediği, ancak kısa dönemde değiştirebildiği görüşü yerleşmiştir. Para politikası için temel enstrüman ise kısa vadeli faiz oranıdır (Cuickerman,

⁶⁴ Leaven ve Valencia (2012b) incelenen dönemde 68 ikiz kriz tespit etmiştir.

2012: 4). Kısa vadeli faiz oranları ise iyi işleyen arbitraj mekanizması sayesinde getiri eğrisi ile devlet tahvillerinin ve banka kredilerinin faizlerine aktarılmaktadır (IMF, 2013: 5).

Ancak bir finansal kriz oluştuğunda para politikasını uygulamak oldukça zordur. Öncelikle para politikasının aktarım kanalları zarar görür. Para piyasalarında tansiyonun artması ile merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını kontrol etmesi zorlaşır. Finansal sektördeki bozukluklar parasal aktarımı istikrarsızlaştırır (Gerlach, vd. 2010: 60). Para politikasının odağı fiyat istikrarından finansal istikrara kayar (EP, 2012: 4).

Finansal bir kriz sırasında ilk yapılacak her zaman kullanılan aracı kullanmak, yani politika faiz oranını değiştirmek olacaktır. Ancak politika faiz oranını değiştirmek her zaman istenilen sonucu doğurmayabilir. Mishkin (2009); bu durumun para politikasının etkisiz olduğundan ziyade finansal şokun büyük olduğunu gösterdiğini vurgular. Politika faiz oranını değiştirmenin finansal piyasalarda tansiyonu düşürmeye yetmediği dönemlerde ise Merkez Bankaları geleneksel olmayan para politikası önlemlerine başvururlar.

Bu bölümde öncelikle finansal krizler oluştuğunda finansal krizleri yönetecek ve sistemi finansal istikrar koridorunun içine taşıyacak para politikası önlemlerine yer verilmiştir. İlk olarak geleneksel para politikasının finansal krizlerde üstlendiği role dikkat çekilecek, ardından da geleneksel olmayan para politikası detaylı olarak açıklanacaktır.

3.1.1 Geleneksel Para Politikası Önlemleri

Geleneksel para politikasının iki enstrümanı bulunmaktadır: politika faiz oranı ve döviz kuru müdahalesi. Politika faiz oranında bir değişiklik eğer Merkez Bankasının kredibilitesi varsa bir sinyal etkisi taşır ve bankalar arası para piyasasında da faiz oranı bu doğrultuda oluşur. Gelişmekte olan ülkelerde ise kısa vadeli döviz şoklarını ve/veya döviz kuru dengesizliklerini önlemek için döviz rezervleri ile döviz piyasasına müdahale de araç olarak kullanılır. Bu müdahaleler sterilize olduğundan faiz oranını etkilemez (Stone, vd. 2011:9).

Politika faiz oranı finansal krizlerle karşılaşan otoriteler için ilk savunma silahı olarak düşünülmektedir. Para krizlerinde de sabit kura karşı oluşan spekülasyonu önlemek için Merkez Bankaları faiz oranını yükselterek cevap verirler. Tam olmayan sermaye

mobilitesi halinde yüksek faiz oranları yabancı sermayeyi cezbeder ve ulusal parayı güçlendirir. Daha mikro perspektiften bakacak olursak; yüksek faiz oranları spekülasyonun maliyetini arttırır. Spekülatörler ulusal paradan borçlanıp sabit kur üzerine spekülasyon yaparlar. Merkez Bankası faiz oranını arttırarak bu borcun maliyetini arttırmış olur (Drazen, 2003: 38).

Bir para krizi vuku bulduğunda faiz oranını yükseltmenin maliyeti olsa da devalüasyon olması durumunda ekonomik maliyet daha fazla olacağından ülkeler bu yöntemi sıklıkla kullanmışlardır. IMF ülkelerin sabit kurları terk edip esnek kurlara geçmelerini önerse dahi spekülatif atak olduğunda kuru korumak adına finansal asistanlık sağlamaktadır (Eichengreen ve Rose, 2003: 62).

Ancak para krizlerinde faiz oranını yükselterek spekülasyonu önlemede ve krizin ekonomik maliyetlerini azaltmada ne kadar başarılı olduğu literatürde tartışılmaktadır. Drazen (2003: 47)'e göre Merkez Bankası piyasa katılımcılarına faiz oranını yükselterek bir sinyal gönderir: Politika yapıcılar sabit kuru korumak için karardır. Öte yandan, bu piyasa katılımları açısından farklı da algılanabilir: hükümet zayıf mali yapıya sahiptir ve sabit kuru korumak adına yeterince rezervi yoktur.

Faiz oranlarını yükseltmenin piyasa katılımcıları tarafından nasıl algılanacağı, spekülasyonun nereden kaynaklandığına da bağlıdır. Eğer spekülasyon I. Nesil kriz modellerinin öne sürdüğü üzere zayıf kamu maliyesinden kaynaklanıyorsa faiz oranlarını yükseltmek mali sürdürülebilirlik kaygıları yaratacağından spekülasyonu daha da arttırabilir (Flood ve Jeanne, 2005: 482). Benzer şekilde Bensaid ve Jeanne (1997) de II. Nesil kriz modelleri üzerine yaptıkları çalışmalarında faiz oranını arttırmanın kendi kendini doğrulayan bir süreçle sonuçlanacağını göstermiştir.

Asya Krizlerinden (III. Nesil kriz modelleri) sonra ise IMF reçetelerinde krizden etkilenen ülkelerin paralarına olan güveni yeniden tesis etmek üzere faiz oranlarını yükseltmeleri gerekliliği yer almıştır. Ancak bu krizlerin altında yatan en önemli faktörlerden biri bilanço problemleridir. Faiz oranı artışı bilançolarda bozulmaya neden olabilir. Bilançolardaki bu bozulma takipteki alacakları arttırarak bir bankacılık krizine götürebilir. S. Fisher (1998) de buna değinmiş ve sabit kuru korumak için faiz oranlarının

yükseltilebileceğini ancak güven sağlandıktan sonra tekrar düşürülmesi gerektiğini vurgulamıştır.

Ani duruş krizlerinde ise bir kredibilite sorunu hakimdir ve faiz oranları yabancı sermayeyi cezbetmek adına yükseltilebilir. Ortiz, vd. (2009)'ne göre ani duruşun ülkeye özgü mü yoksa birçok ülkeyi mi etkilediğine bakılmalıdır. Eğer tek bir ülkeye özgü bir sermaye kaçıışı söz konusu ise faiz oranlarını yükselterek bu önlenir. Ancak birçok ülkeyi hedef alan sistemik bir ani duruş varsa bunu faiz oranlarını yükselterek engellemek mümkün olmayacaktır. Aksine yüksek faiz oranları daralmayı arttıracığından kredibilitiyi daha çok bozabilir.

Bankacılık krizi söz konusu olduğunda ise Leaven ve Valencia (2008a) piyasa baskılarını önlemek için sıkı para politikasının uygulanabileceğini vurgulamaktadır. Ancak sistemik bankacılık krizlerinde likidite ve sağlamlık (solvency) problemleri tüm sisteme yayılmıştır. Bankalararası para piyasasında belirsizlik ve sonucunda oluşan karşı taraf riski nedeniyle faiz oranları yükselmiştir. Bu piyasaları rahatlatmak için faiz oranları düşürmek gerekebilir.

Finansal krizler üretim ve istihdamda ciddi kayıplara neden olmaktadır. Stiglitz (2002: 96) de bu konuya vurgu yapar ve toplam talep harekete geçmeden krizden çıkışın mümkün olmayacağını belirtir. Yazar IMF'nin reçetelerini de eleştirir ve sıkı para politikası uygulamanın krizden çıkışı engellediğini savunur.

3.1.2 Geleneksel Olmayan Para Politikası Önlemleri

Merkez bankalarının finansal istikrardaki rolü ihtiyati denetim (prudential supervision) açısından tartışmalı olsa da kriz yönetimi söz konusu olduğunda oldukça nettir. Geleneksel olmayan para politikası önlemleri de Merkez Bankalarının kriz yönetimi ile ilgili fonksiyonundan kaynaklanmaktadır.

Geleneksel olmayan para politikalarının en sade haliyle üçe ayırarak incelemek mümkündür. İlk olarak Merkez Bankaları finansal piyasalara ve/veya finansal kurumlara likidite desteğinde bulunurlar. İkinci olarak; finansal piyasalardan ve/veya finansal

kurumlardan varlık alırlar. Son olarak ise uzun vadeli getirileri etkilemek için bekleyişleri yönetecek klavuz politikalar (forward guidance) uyguladılar.⁶⁵

Merkez Bankalarının kriz dönemlerinde likidite desteğinde bulunması; Merkez Bankalarının ilk ortaya çıktığı dönemlerde gelişmiştir. İngiltere, İsveç, Fransa ve İtalya gibi ülkelerde parasal yönetimin dışında son ödünç verme mercii (lender of last resort, LOLR) de başlıca görevleri arasına girmiştir (Goodhart, 1998: 4). Finansal kurumlar açısından kredi alabilecekleri diğer tüm kanallar kapandığında; Merkez Bankaları fon kaynağı olarak hazır bulunmuştur. Buna ek olarak, bir finansal kurum sıkıntıya düştüğünde ve kurtarılması söz konusu olduğunda Merkez Bankaları liderlik görevini de üstlenmişlerdir (Goodhart ve Schoenmaker; 1995: 541).

Son ödünç verme mercii politikalarının temelde üç amacı vardır: (1) ödemeler sisteminin bütünlüğünü sağlamak, (2) finansal kurumlar arasında bulaşmayı azaltıp krizin sistemik olmasını engellemek ve (3) likidite sıkıntısı çeken sağlam (solvent) finansal kurumlara destek sağlayıp iflasları önlemek (IMF, 1998: 27).

Ancak son dönemde Merkez Bankalarının son ödünç verme mercii olarak kapsamı ne olmalıdır sorusu da tartışılmaktadır. Liberal görüşe göre Merkez Bankaları tek tek finansal kurumlara destek sağlamak yerine açık piyasa işlemleri ile tüm finansal sisteme likidite desteği sunmalıdır. Bu görüşe göre piyasa; Merkez Bankasından daha nitelikli bilgiye sahiptir, sağlam ve sağlam olmayan kurumları daha iyi ayırabilecektir (Goodhart ve Huang, 1999: 5).⁶⁶

Liberal ekonomistler ayrıca son ödünç verme mercii özelliğinin ahlaki tehlike (moral hazard) problemine yol açtığını da eklerler. Bu fonksiyonun olması finansal kurumların risk yönetme teşviğini azaltır. Finansal kurumlar daha riskli yatırımlarda bulunurlar. İkinci olarak bu sağlanan kredilerin geri dönmemesi merkez bankasını zarara uğratar ve bu zararlar da nihayetinde kamu maliyesine yani vergi ödeyenlere yansır. Son

⁶⁵ Geleneksel olmayan para politikaları literatürde farklı sınıflandırmalara tabi tutulmuştur. Bernanke ve Reinhart (2004)'da bu politikaları üçe ayırır: (i) yatırımcılara kısa vadeli faiz oranlarının ileride düşük tutulacağı garantisini vermek (Klavuz politika) (ii) Merkez Bankasının bilançosunun kompozisyonunu değiştirerek piyasadaki menkul kıymetlerin göreceli arzını değiştirmek (niceliksel genişleme) ve (iii) Merkez Bankasının bilançosunu arttırmak (niceliksel genişleme).

⁶⁶ Prati ve Schinasi (1999); bu görüşü piyasa operasyonları (market operations) görüşü olarak adlandırmıştır.

olarak, merkez bankasının sağladığı likidite sonucu fiyat istikrarı tehlikeye girebilir. Sonuçta finansal istikrar rolü ile fiyat istikrarı rolü çelişebilir (IMF, 1998: 28).

Bagehot (1873), 19.yy'ın sonunda İngiltere para piyasasını anlattığı çalışmasında bu riskleri dikkate almış ve son ödünç verme mercii fonksiyonu için bir çerçeve çizmiştir. Yazara göre finansal destek; (1) likidite sıkıntısı çeken ama sağlam finansal kurumlara sağlanmalı, (2) sağlam olmayan bankaların batmasına izin verilmeli, (3) krediler hızlı bir şekilde sunulmalı, (4) krediler kısa vadeli olmalı, (5) kredilere ceza primi uygulanmalı, (6) sadece teminata bağlı kredi sağlanmalı ve (7) bu şartların kriz dönemine özgü olduğu anlatılmalıdır (IMF, 1998: 28).

Prati ve Schinasi (1999)'ye göre pratikte Bagehot'un bu prensiplerinin uygulanması oldukça zordur. Öncelikle kriz dönemlerinde bilgi sınırlıdır. Sağlam ama likidite sıkıntısı çeken kurumları ya da iyi ve kötü teminatlı birbirinden ayırmak mümkün olamamaktadır. İkincisi, eğer krizin sistemik sonuçları olacaksa sağlam olmayan kurumların da kurtarılması söz konusu olabilir. Üçüncü olarak ise eğer Merkez Bankası bankaların batmasına izin verirse oluşacak güven kaybından dolayı diğer politika hedeflerini de gerçekleştirmekte zorlanabilir. Bu üç faktör etkileşerek kriz yönetimini karmaşılaştırır (Prati ve Schinasi, 1999: 21).

Daha müdahaleci yaklaşan ekonomistler ise finansal piyasaların düzgün işlediğini varsayan liberal görüşe karşı çıkarlar. Bu yaklaşım Merkez Bankasının finansal istikrar sağlama rolüne vurgu yapar ve üç önemli argümana dayanır. Öncelikle piyasa her zaman düzgün işlemez ve piyasa başarısızlıkları sağlam kurumların batmasına dahi neden olabilir. İkinci olarak finansal kurumların yaygın bir şekilde batması finansal sistemde güven problemi oluşturabilir ve bu da nihayetinde açık piyasa işlemlerinin gerçekleştirilmesini zorlaştırabilir. Son olarak, Merkez Bankaları yapıcı muğlaklıklar (constructive ambiguity)⁶⁷ yaratarak ahlaki tehlike probleminin önüne geçebilir (Prati ve Schinasi, 1999: 23). Bu nedenlerle Merkez Bankaları, finansal kurumların batmasına izin vermeyecek önlemleri almalı ve tek tek kurumlara müdahalede bulunmalıdır.

⁶⁷ Yapıcı muğlaklıklar(constructive ambiguity) Henry Kissinger'a atfedilen bir müzakere tekniğidir. Bazı hassas konularda bir politika başarısı elde etme adına belirsiz bir dil kullanmak anlamına gelmektedir. Uluslararası ilişkilerde kullanılan bu terim, Merkez Bankasının ahlaki tehlikeyi azaltmak adına; ne zaman, nasıl ve hangi şartlarda destek sağlayacağı konusunda belirsiz davranmasıdır. Bankaların kurtarılma olasılığı vardır ama kurtarılıp kurtarılmayacağını hiçbir banka bilmemektedir. Detaylı bilgi için bkz. Goodhart ve Schoemaker (1995), Enoch, vd. (1997) ve Vinogradov (2010).

Son dönemlerde ise geleneksel olmayan para politikalarında varlık alımları ön plana geçmiştir. Varlık alımlarında amaç bankacılık kesiminin elinde bulunan varlıkları satın alarak bankaların Merkez Bankası nezdindeki rezervlerini arttırmaktır. Normal zamanlarda bankaların rezervlerindeki artış bir yan ürün olarak ortaya çıkmaktadır. Rezervlerdeki bir artış istenen faiz oranı artışının gerçekleştiği anlamını taşır. Miktarsal genişleme (Quantitative Easing) olarak da adlandırılan bu alımlar, odak noktasının bu miktarlara kaydığını gösterir. Rezerv artışı ile birlikte ekonomiye kredi akışının ve varlık fiyatlarının artması, deflasyonist baskının azalması beklenir (Joyce, vd. 2012: 274).⁶⁸

Varlık alımları gerçekleştiren Merkez bankaları iki yol izleyebilir. Merkez Bankaları direkt olarak varlık alımında bulunabilir ya da varlığı teminat olarak kabul edip karşılığında bir kredi sağlayabilir. İki uygulama sonucunda da hedef baz parayı etkilemektir. Direkt alımların doğal bir avantajı alınan varlığın kıtlık yaratılması sonucu fiyatının artmasıdır. Bu etki ikame etkisi ve portföy dengesi kanalıyla diğer varlıkların fiyatlarında da artışa sebep olur. Direkt varlık alımları piyasadan fonlamanın yoğun olduğu ülkelerde daha başarılı olur. Bu ülkelerde hanehalkları varlık fiyatlarına daha hassastır ve servet etkisi de oldukça önemlidir. Ayrıca hisse senedi ile finansman firmalar arasında yaygındır ve hisse senedi fiyatlarındaki artış yatırımı arttıracaktır.⁶⁹ Ancak direkt varlık alımlarının Merkez Bankaları açısından riskleri de vardır. Hangi varlığın alınacağı (özel ya da kamu) varlıkların göreceli fiyatlarını değiştirir. Bu aynı zamanda gelir dağılımı açısından da sonuçlar doğurur. Buna ek olarak Merkez Bankaları bu varlıkları alarak piyasa ve kredi riskine direkt olarak maruz kalırlar. Teminatlarda ise hangi varlığın alınıp satılacağı, fiyatın nasıl oluşacağı piyasa mekanizmasına bırakılmıştır (Cour-Thirman ve Winkler, 2013: 37).

⁶⁸ Miktarsal genişleme deyimi ilk defa Japonya’da emlak balonu patladıktan sonra deflasyonist ekinin ortaya çıkması ile kullanılmaya başlamıştır. Faiz oranı sıfır bandına düştüğünde Japonya Merkez Bankası devlet tahvil alımında bulunarak bankaların nakit rezervlerini arttırmayı ve böylece ekonomik canlanmayı sağlamayı hedeflemiştir ve bu politikasının sonucu olarak da bilançosu genişlemiştir. Ancak bazı varlık alımları da miktarsal bir genişleme yaratmayabilir. Örneğin Fed’in yürüttüğü “Operation Twist” politikası kısa vadeli varlıkların satılıp uzun vadeli varlıkların alımına yönelik bir uygulamadır. Aynı miktarda varlık alınıp satıldığından bilanço etkilenmemiş; ancak uzun vadeli varlıklara talep artması sonucu varlık fiyatları artarken getirileri düşmüştür. Merkez Bankasının bilançosunu değiştirmeyen bu politika literatürde “Niceliksel Genişleme (Qualitative Easing)” adını alır.

⁶⁹ Tobin’in q teorisine göre hisse senedi fiyatları ile yatırımlar ilişkilidir. Q oranı kısaca şirketin piyasa değerinin varlıklarını yenileme maliyetine oranını gösterir. Eğer bu oran 1’den büyükse piyasa değeri varlıkların yerine koyulma maliyetinden daha fazla demektir ve bu şirkete yatırım artar. Eğer hisse senedi fiyatları artıyorsa bu şirketlerin piyasa değerini arttıracığından toplam yatırım da artar.

Merkez Bankaları varlık alımında bulunurken ve bankalara likidite sağlarken, bilançolarında bir artış meydana gelir. Borio ve Disyata (2010) bu nedenle bu iki politikaya birden *bilanço politikaları* demektedir. Bu politikalar piyasaları iki kanaldan etkiler. Bu kanallardan ilki *sinyal* kanalıdır. Bu kanalda merkez bankaları iletişim araçlarını kullanarak piyasalarda güveni yeniden tesis etmeye çalışır. Bu kanal özellikle faiz oranları sıfır bandına yaklaştığında işe yarar. Merkez bankalarının geleneksel olmayan para politikası açıklamasında bulunması piyasalar için bir sinyal niteliği taşır. Bu sinyal finansal kurumlar açısından merkez bankasının gerekli önlemleri alacağı anlamına gelir ve piyasalarda kaybolan güvenin yeniden tesis edilmesine yardımcı olur (Bowdler ve Radia, 2012: 611). Bu kanalın işlemesi için kredibilite oldukça önemlidir. Kredibilitesi olan bir Merkez Bankası beklentileri etkileyerek uzun vadeli faiz oranlarını düşürebilir.

İkinci etki kanalı ise *portföy dengesi* kanalıdır. Merkez Bankalarının varlık ve yükümlülük alması ya da likidite enjekte etmesi sonucu, hem Merkez Bankalarının hem de özel sektörün bilançoları değişir. Merkez Bankaları direkt alımlarla ya da swap operasyonları ile bazı piyasalara müdahale edip getirileri etkiler. Portföy dengesi kanalının işlemesi için özel sektör bilanço kalemlerinin arasında; asimetrik bilgi, sınırlı katılım gibi nedenlerle tam olmayan bir ikame olması gerekir. Örneğin emeklilik ve hayat sigortası fonları uzun vadeli menkul kıymetleri, kısa vadeli menkul kıymetlere tercih etmektedirler.^{70,71} Merkez Bankası uzun vadeli tahvil alımında bulunduğu uzun vadeli yatırım yapan fonlar, buradan elde ettikleri nakitle, portföylerinin vade uyumu için uzun vadeli tahvil alımında bulunurlar. Ayrıca toplamda vade riski azalacağından vade primi de azalır. Bu da uzun vadeli tahvillerin getirilerinin azalmasına neden olacaktır. Varlık fiyatlarındaki bu artış ve getirilerindeki düşüş sonucunda çoğu şirket için tahvil çıkarmak kolaylaşır. Ayrıca artan varlık fiyatları sonucu hanehalklarının servetleri ve toplam talep de beraberinde artar (Joyce, vd. 2012: 279).

⁷⁰ Özel sektörün bilançolarının varlık kısmında ortaya çıkan tam olmayan ikame, tercih edilen ortam teorisine (preferred habitat theory) dayanmaktadır. Bu teoriye göre, bireylerin faiz beklentileri dışında farklı vade tercihleri de vardır. Detaylı bilgi için bkz. Modigliani ve Sutch(1966) ve Mishkin (1990).

⁷¹ IMF(2013a) ve Joyce, vd. (2012) varlık alımlarının etkisinin üç kanaldan ortaya çıktığını savunur: sinyal, vade ve kıtlık. Sinyal kanalı aynı şekilde merkez bankasının gevşek para politikasının devamı olarak görülmesiyle oluşur. Kıtlık ise oldukça büyük bir alıcı olan merkez bankası o varlığı aldığı anda varlığın piyasalara arzını azaltmış olur. Bu hem o varlığın hem de yakın ikamelerinin fiyatını artırır (getirisini düşürür). Vade kanalı ise merkez bankasının uzun vadeli varlıkları alması ile yatırımcıların portföylerinin risklerini azaltır. Bu da riskin fiyatını azaltacaktır. Vade ve kıtlık kanalı birlikte portföy dengesi kanalı olarak ele alınabilir. Bernanke ve Reinhart (2004) ise mali kanal olduğuna vurgu yapar. Hükümetin gelecekte faiz ödemeleri düşeceğinden daha az direkt vergiye başvuracaktır. Bu da mali canlanma yaratabilir.

Merkez Bankasının likidite desteği sağlaması portföy denge kanalında özel sektör bilançolarının yükümlülük kısmındaki asimetrik bilgi üzerinden işler. Asimetrik bilgi olması durumunda dışsal fonlar içsel fonlara göre daha maliyetlidir. Özellikle finansal krizlerin olması durumunda bu asimetrik bilgi de belirginleşir (Bkz. Mishkin (1991)). Bu durumda dışsal fonların miktarı azalır, fiyatı artar. Merkez bankasının finansal kurumlara likidite desteği sağlaması ile kredi arzı artar ve özel sektör için dışsal fonların maliyeti düşer (Cecionni, vd. 2011: 18). Bu da yatırımı ve nihayetinde talebi teşvik eder.

Merkez Bankalarının kriz dönemlerinde kullandıkları bir diğer politika ise klavuz politika (forward guidance)'dır. Klavuz politikalar aslında kriz dönemlerine özgü değildirler. 1990'lardan başlayarak Merkez Bankaları kamuyu bilgilendirmek ve beklentileri bu doğrultuda etkilemek için gelecekte kısa vadeli faiz oranının izleyeceği yolu açıklamaktadır. 1999'da Japonya'da faiz oranı sıfır bandına düştüğünde ise bu politika beklentileri yöneterek uzun vadeli faiz oranlarını etkilemek amacıyla kullanılmaya başlanmıştır (Filardo ve Hofmann, 2014: 38). Kriz dönemlerinde de cari politika faiz oranını düşürme imkanı kalmadığı zaman, Merkez Bankaları klavuz politikaları kullanarak uzun vadeli faiz oranlarını düşürmeyi amaçlarlar.

Merkez Bankaları kısa vadeli faiz oranını değiştirirler ancak para politikasının duruşu kısa vadeliden ziyade uzun vadeli faiz oranları ile ilgilidir (Eggertson ve Woodford, 2003: 7). Özel sektör; borçlanma ve yatırım kararlarında uzun vadeli faiz oranlarını hesaba katar. Parasal aktarımda önemli yeri olan uzun vadeli faiz oranları ise finansal piyasa katılımcılarının gelecekte kısa vadeli faiz oranlarının ne olacağı yönündeki beklentilerine dayanır. Risk ve likidite primlerinin değişmediğini varsayarsak, kısa vadeli faiz oranlarının gelecekte düşük seyredeceğine dair bir beklenti oluşturmak, uzun vadeli faiz oranlarının da düşmesiyle sonuçlanır (Bernanke, Reinhart ve Sack, 2004: 9).⁷²

Woodford (2012) ve Bernanke ve Reinhart (2004), klavuz politika uygulayan bir Merkez Bankasının kredibiliteye sahip olması gerektiğini vurgularlar. Merkez Bankası bu politikayı uyguladığında piyasa katılımcılarının Merkez Bankasının ileride bu politikadan

⁷² Bu sonuç beklentiler hipotezine dayanmaktadır. Beklentiler hipotezine göre uzun vadeli faiz oranları; şuanadaki faiz oranları ve gelecekteki faiz oranlarının toplamına risk priminin eklenmesi ile bulunur.

caymayacağına inanmaları gerekir. Aksi takdirde zaman tutarsızlığı problemi ortaya çıkar ve Merkez Bankasının bu açıklaması bekleyişlere yansımaz.⁷³

Merkez Bankaları klavuz politikalar uygularken kısa vadeli faiz oranlarının gelecekte düşük tutulacağına dair bir taahhütte bulunurlar. Bernanke ve Reinhart (2004), bu taahhütün bir şarta bağlı ya da şarta bağlı olmadan uygulanabileceğini vurgularlar. Filardo ve Hofmann (2014: 40) ise klavuz politikaları üç farklı formda sınıflandırmıştır. İlk olarak bu taahhüt herhangi bir miktarsal ya da zamansal bir şart içermeden, *kalitatif* bir formda uygulanabilir. Merkez Bankası “*politika faiz oranı uzun bir süre düşük kalacaktır*” şeklinde bir açıklama yapması buna örnek gösterilebilir. İkinci olarak bu taahhüdü bir *takvime* bağlayabilir. “*Politika faiz oranı x yıl daha düşük kalacak*” gibi bir açıklama takvim bazlı klavuz politikaya örnektir. Son olarak; politika taahhüdü bir *eşik değere* bağlanabilir. Buna örnek olarak “*politika faiz oranı işsizlik oranı %x olamadıkça yükseltilmeyecek*” gibi bir açıklama verilebilir.

Bu üç farklı klavuz politika uygulamasının da artıları ve eksileri bulunmaktadır. Kalitatif klavuz politikalar oldukça belirsizdir ancak Merkez Bankalarına manevra alanı bıraktığı için tercih edilir. Takvim bazlı klavuz politikalar ise oldukça açıktır, ancak taahhüt edilen süreye kadar Merkez Bankasının elini bağlar. Ayrıca takvim bazlı klavuz politikanın öngörüldüğünden erken bitirilmesi ya da uzatılması halinde zaman tutarsızlığı problemi ortaya çıkar. Eşik bazlı klavuz politika ise zaman tutarsızlığı probleminden daha az etkilenir çünkü açıkça bir şart ortaya koyar. Ancak bu politika da diğerlerine göre daha karmaşıktır (Filardo ve Hofmann, 2014: 41). Hangi politika uygulamasının seçileceği duruma ve şarta bağlı olarak değişebilir.

3.2 Maliye Politikası Önlemleri

Finansal krizlerin yönetiminde Krugman (2012), maliye politikasının para politikasına göre daha üstün olduğunu iddia etmektedir. Para politikası beklentilere dayanır, oysa maliye politikası beklentilere dayanmaz ve direkt uygulanır. Politik karar alma süreçleri var olsa da kriz döneminde bu kararlar daha çabuk alınabilir.

⁷³ Zaman tutarsızlığı, klavuz politikada önemli bir problemdir. Merkez Bankası piyasa katılımcılarını eski politika uygulamalarından vazgeçtiğine, enflasyon olsa dahi bir müddet daha düşük faiz uygulamaya devam edeceğine inandırmaya çalışır. Ancak toparlanma başladığında cayıp eski politika kuralına dönme ihtimali de söz konusudur. Bunu bilen piyasa katılımcıları Merkez Bankasının bu taahhüdüne inanmayabilir.

Finansal krizlerin yönetiminde maliye politikasının genişletici mi yoksa daraltıcı olarak mı kullanılacağı oldukça tartışma konusu olmuştur. Leaven ve Valencia (2008a), bunun kararını verirken krizin nedenlerine inmemiz gerektiğini vurgularlar. Eğer kriz sürdürülemez maliye politikası sonucu oluşmuş bir borç krizi niteliğinde ise, mali sıkılaştırmaya gitmek ülkeye kaybolan güvenin yeniden tesis edilmesine yardımcı olacaktır. IMF de para ve ani duruş krizi yaşayan ülkelere uyguladığı reçetelerde sıkılaştırıcı politikalar önermiştir. Ancak bu konuda oldukça eleştiri de almıştır. Stiglitz (2002); IMF'nin resmi yanlışı okuduğunu vurgulamaktadır. Özellikle Asya krizlerinde uyguladığı reçeteler bu ülkelerdeki daralmayı daha da arttırmıştır. Bu ülkelerin gelirlerindeki azalma sonucunda vergi gelirleri düşmüş ve faiz oranlarındaki artışla birlikte de harcamaları artmıştır. Bütçe açığı hatalı maliye politikalarından ziyade gelirin azalmasından kaynaklanır. Ortiz, vd. (2009) de çalışmalarında ani duruş krizlerinde bütçe dengesindeki kötüleşmenin bir sonuç olduğunu vurgulamaktadır. Summers (2000) ise ani duruş krizlerinde sermaye çıkışının para krizlerinde ise devalüasyonun zaten daraltıcı etkisi olduğunun altını çizmekte ve daha fazla daralma yaratmanın mantıklı olmayacağına dikkat çekmektedir.

Finansal krizler ciddi üretim kayıplarına neden olurlar. Bu nedenle azalan üretim ve istihdamı desteklemek üzere genişletici maliye politikası uygulanabilir. Üretimdeki bu kaybı hedef alan ilk politika otomatik istikrarlandırıcılardır. Gelir ve kurumlar vergisi, işsizlik sigortası başlıca otomatik istikrarlandırıcılardandır. Resesyon sonucu oluşan gelir kaybı sonucu vergi kanununda herhangi bir değişiklik olmadan şirketler ve hanehalkları daha az vergi ödeyecektir. Benzer şekilde artan işsizlik sonucu işsizlik sigortasından yapılan ödemeler de artacaktır. Sonuçta otomatik istikrarlandırıcılar içsel bir gecikme olmadan uygulanan bir maliye politikasıdır (Mankiw, 2003: 383). Bir ülkede otomatik istikrarlandırıcıların ne kadar etkin olduğu kamu sektörünün büyüklüğü, vergi tabanının konjonktürelliği, sosyal güvenlik sisteminin dizaynı, kademeli vergilendirme gibi birçok faktöre bağlıdır (OECD, 2009a: 112).

Ancak özellikle şokun büyük olduğu finansal krizlerde otomatik istikrarlandırıcılar yeterli olmayacaktır. Bu nedenle ihtiyari maliye politikası önlemleri devreye sokulabilir. Bu politikaların başarısı da bir takım faktörlere bağlıdır. İlk olarak ülkenin mali

olanak(fiscal space)'larının⁷⁴ yeterli olması gerekir. Yüksek borç ve önemli oranda bütçe açığına sahip olan bir ülkenin uygulayacağı genişletici ihtiyari maliye politikası sürdürülebilirlik kaygıları yaratacaktır. Ülkenin iflas riski (default risk) artacak, bu hem hükümetin hem de o ülkeye ait bankaların daha yüksek faiz oranları ile borçlanmasına neden olacaktır. Ardagna (2009); finansal piyasaların mali disipline önem verdiğini ortaya koyduğu çalışmasında, mali genişleme sırasında hükümet tahvillerinin faizlerinin arttığını ve hisse fiyatlarının düştüğünü göstermiştir.⁷⁵

Eğer finansal kriz sonucunda finansal kurumlar zarar görmüş ve bunlara yardım sağlanmışsa; bu da bütçe dengesi ve borç oranına negatif etki yapacak ve mali olanakları daha da sınırlayacaktır.⁷⁶ Bu anlamda IMF (2009) de uygulanacak genişletici bir maliye politikasının başarısının finansal sektörün kırılmalıklarının mali sürdürülebilirliğe zarar vermeden çözülmesine bağlı olacağını vurgulamıştır.

İkinci olarak, mali çarpanın da yüksek olması gereklidir. Özellikle küçük ve dışa açık ülkelerde mali çarpanın düşük olduğu bilinmektedir. Dışa açık ekonomilerde hükümet harcamasının önemli bir bölümü ithalata giderek dışa sızmaktadır. Bu da çarpanın değerini düşürür.

İhtiyari maliye politikasının başarısında üçüncü faktör de ekonomik birimlerin; bugün borçlanarak harcama yapan hükümetin, bu borçları ödemek üzere ileride vergi arttırımına gideceği beklentisi ile tasarruflarını arttırması olasılığıdır. Ricardocu Denklik Teoremi olarak bilinen bu teoreme göre ekonomik birimler, ihtiyari maliye politikası sonucunda ellerine geçen ilave geliri harcamaz, tasarrufa sevk ederler ki ileride vergi artışını finanse edebilsinler (AMB, 2010: 31). Ricardocu davranış özellikle borç oranının yüksek olduğu ekonomilerde daha fazla ortaya çıkmaktadır. Borç oranı yüksekse,

⁷⁴ Mali olanak (fiscal space); hükümetin bütçesinde, finansal pozisyonunu ve ekonomik istikrarı tehlikeye sokmadan ne kadar harcama yapabileceğinin göstergesidir. Başka bir deyişle; reel faiz oranında önemli bir artış yaşanmadan mali canlandırmanın ne kadarını karşılayabileceğini gösterir (Aizenmaan ve Jinjarak; 2011: 3).

⁷⁵ Bu konuda özellikle ortaya atılan bir görüş de borç oranının artması ile birlikte büyümenin de düşeceği görüşüdür. Reinhart ve Rogoff (2010) normal borç seviyelerinde borç oranındaki bir artışın büyümeyi azaltmadığını ancak %90'ın üzerinde borç oranına sahip olan ekonomilerde ise borç oranındaki bir artışın büyümeyi negatif etkilediğini göstermişlerdir. Baldacci ve Kumar(2010), bunun artan faiz oranları kanalıyla olacağını vurgulamışlardır. Bu da ihtiyari maliye politikası aleyhine ortaya konulan en önemli argümanlardan biridir.

⁷⁶ Finansal kurumlara destek politikaları da büyük ölçüde maliye politikasının inceleme alanındadır. Ancak bu politikaların daha detaylı incelenmesi adına bir sonraki bölümde ayrı olarak ele alınmıştır.

ekonomik birimler vergi artışını daha olası görerek tasarruflarını arttıracaklar; bu da toplam talebin daha az artmasına neden olarak ihtiyari maliye politikasının etkinliğini azaltacaktır.

İhtiyari maliye politikasının başarılı olabilmesi bunların dışında dördüncü olarak kriz konjonktürü ile ilgili de bir takım faktörlere bağlıdır. Örneğin finansal piyasaların bozuk işlediği, yüksek seviyede belirsizliğin görüldüğü, hisse ve konut fiyatlarında düşüşlerin yaşandığı bir ortamda hanehalkları ve özel sektör bilançolarını düzeltmek için tasarrufa yönelebilirler. Bu da çarpanın değerini düşürecek ve uygulanan ihtiyari maliye politikasının etkinliğini azaltacaktır (OECD, 2009a: 112).

Son olarak uzun dönemli harcama baskısı fazla olan ülkelerde hem ihtiyari maliye politikasının büyüklüğü hem de etkinliğini azaltacaktır. Özellikle yaşlanan nüfusa sahip olan ülkelerde bu baskı daha da fazla görülür. Bu da genişletici ihtiyari maliye politikasının etkinliğini sınırlar.

3.3 Finansal Kurumlara Destek Politikaları

1930'lı yıllarda yaşanan banka iflasları ve bu iflasların reel ekonomiye etkileri, finansal kurumların batmasının kendi çerçevesinde kalmayacağını, kolayca sistemik bir nitelik kazanabileceğini politika yapımcılarına göstermiştir. Bu nedenle politika yapımcılar, finansal kurumlara geniş destekler sağlamaktan çekinmemişlerdir.

Finansal kurumlara destek politikaları iki aşama olarak uygulanır. Öncelikle krizin derinleşmesi *önlenmeye* çalışılır. Bu aşamada otoriteler, finansal sisteme karşı kamu güvenini yeniden tesis etmek ve reel sektöre yansımalarını önlemek için önlemler alırlar (Honohan ve Klingebiel, 2000: 5). Bu safha kriz yönetimi açısından en çok dikkati çeken safhadır. Uygulanacak politikaların zararın bölüşümünde geri dönülmez bir etkisi olacaktır. Eğer bu aşamada iyi seçilmemiş politikalar uygulanırsa, uzun vadeli çözümlerin de başarısı engellenmiş olur. Bunun yanı sıra uygulanan politikalar ahlaki tehlike problemine de yol açabilir (Honohan ve Leaven, 2005: 11).

Bu aşamada en sık kullanılan politikalar; likidite destekleri, geniş kapsamlı garantiler (blanket guarantees), regülasyon toleransı (regulatory forbearance) ve mevduat dondurulması, banka tatilleri gibi idari önlemlerdir (Leaven ve Valencia 2008a: 12). Bu

aşamada hangi politikanın seçileceği ise krizin nereden kaynaklandığına bağlıdır. Örneğin problem mevduat sahiplerinin güvensizliğinden kaynaklanan bir bankadan kaçış ise garantiler, likidite sağlama ya da bankaları tatil etme gibi önlemler tercih edilebilir. Ancak finansal kurumların problemi makroekonomik türbulans kaynaklı ise finansal kurumlar da suçsuz birer kurban durumundadırlar ve dolayısıyla regülasyon toleransları gündeme alınabilir (IMF, 2008: 151).

Finansal kurumlara destek politikaları uygularken ikinci aşama *çözüm* aşamasıdır. Bu aşamada amaç finansal kurumların yeniden sağlıklı yapılarına döndürülmesidir. Bu aşamada da seçilecek politika uygulamaları problemin kaynağını hedef almalıdır (Leaven ve Valencia, 2008a: 13). Ayrıca seçilecek politikanın ilgili ülkede uygulanabilirliği de önemlidir. Örneğin yasal, düzenleyici ve politik kurumların zayıf olduğu ülkelerde piyasa bazlı politikalar iyi sonuç vermeyebilir. Bu ülkelerde kurumlara daha az bağlı, merkeziyetçi politikalar daha iyi sonuç vermektedir. Gelişmiş ülkelerde ise piyasanın işleyişini aksatmayacak, rekabetçi teşviklere en az zarar veren piyasa bazlı politikalar tercih edilmektedir (Calomiris, vd. 2003: 76).

Bu aşamada en sık kullanılan politikalar; finansal kurumların yeniden sermayelendirilmesi (recapitalization), varlık yönetim şirketleri (asset management companies) ile sorunlu varlıkların bilançolardan uzaklaştırılması ve borç affı gibi politiklardır. Bu bölümde finansal kurumlara sağlanan bu politikalara yer verilecektir.⁷⁷

3.3.1 Geniş Kapsamlı Garantiler (Blanket Guarantees)

Bir önceki bölümde tartıştığımız gibi Merkez Bankaları finansal krizler karşısında finansal kurumların likidite ihtiyaçlarını karşılamak üzere kısa vadeli kredi sağlarlar. Hükümetler ise finansal kurumların varlık ve yükümlülüklerine garantiler sağlayarak finansal kurumların uzun dönemli borçlanmasına aracılık ederler. Bu görevleri nedeniyle hükümetler “son garanti mercii” olarak da anılırlar (Schich, 2009: 4).

Hükümetler üç tür garanti sağlarlar. Öncelikle zaten var olan mevduat sigortasının kapsamını genişleterek mevduatlara sağladıkları garantileri arttırabilirler. İkinci olarak var

⁷⁷ Finansal kurumlara sağlanan likidite destekleri bir önceki bölümde Merkez Bankalarının son ödünç verme mercii fonksiyonu olarak detaylı açıklandığından bu bölümde yeniden açıklanmayacaktır.

olan tahvil ya da diğ er yükümlülükleri ile yeni tahvil ihracında garanti sağ larlar. Son olarak da sorunlu varlıklarla mücadelede varlıklara da garanti sağlayabilirler (Schich, 2009: 5).

Hükümetlerin sağladıkları garantiler sayesinde finansal kurumlar hükümetin kredibilitesini kullanarak hem daha kolay hem de daha düşük maliyetle borçlanabilirler (Kane ve Klingebiel, 2002: 6). Ancak eğer hükümet kredibiliteden yoksunsa bu yeterli olmayabilir (Honohan ve Leaven, 2005: 9). Eğer hükümetin sürdürülemez bir borcu var ise sağladığı garantilerin de anlamı olmayacaktır.⁷⁸ Üstelik borçlu olan hükümet, garantiler çağırıldığında cayabileceğinden, zaman tutarsızlığı problemine de yol açabilir.

Bu garantiler bankadan kaçışları önlemek için oldukça önemlidir. Ayrıca hükümete finansal kurumların iyileştirilmesinde yeniden yapılandırma programları yapmak için de zaman kazandırır. Ancak bu garantiler sağlanırken hükümetlerin görüşü bu kurumların sağlam olduğu yönündedir. Bu görüş Kane ve Klingebiel (2002) tarafından eleştirilir ve yazarlar bu garantilerin “can çekişen kurumlara bir hayat desteği” olduğunu ama ilerideki yapılandırma maliyetlerini daha da arttırdığını vurgularlar. Honohan ve Klingebiel (2000) de 1970’de 1999’a kadar 93 ülkede meydana gelen 112 sistemik kriz üzerine yaptıkları çalışmalarında en maliyetli destek politikasının likidite destekleri ile birlikte geniş kapsamlı garantiler olduğu sonucuna varmışlardır.⁷⁹

Bu maliyetlere ek olarak; sağlanan garantiler sonucunda kredi verenlerin ya da mevduat sahiplerinin finansal kurumu gözetleme teşvikleri azalır. Bu da nihayetinde finansal kurumun daha çok risk almasıyla sonuçlanabilir (Honohan ve Klingebiel, 2000: 6). Ayrıca Schich (2009)’e göre finansal piyasaların etkin işlemesine de engel olacaktır. Öncelikle garantiler ahlaki tehlike problemine yol açar. Ayrıca bu garantiden genellikle sistemik öneme sahip olan kurumlar yararlanır ve bu kurumlar lehine rekabetin bozulmasıyla sonuçlanır.

Tüm bu sayılan maliyetlerine rağmen finansal kriz esnasında otoriteler sistemin bütünü düşünmek zorundadır. Leaven ve Valencia (2008b) 42 bankacılık krizi üzerine

⁷⁸ Eğer dolarize bir finansal sistem varsa verilen garantinin bir anlamı olmaz çünkü finansal sistemin büyük bir çoğunluğu kapsam dışı kalacaktır. Orta düzeyde bir dolarizasyon varsa garanti yabancı para yükümlülüklerine de sağlanabilir (Detaylı bilgi için bkz. Hoelscker ve Quintyn (2003)).

⁷⁹ Aslında bu sağlanan garantiler ne bütçe açığında ne de brüt borç oranını uygulanmaya başlandığı dönemde etkilemez. Bu garantiler çağırılırsa bütçe açığına ve brüt borç oranına yansır. Bu da kısa vadeli bakan miyop hükümetler açısından tercih edilir. Ancak bunlar hükümetin şartlı yükümlülüklerini (contingent liabilities) arttırır. Bu artış hükümetin kredibilitesi açısından sorun yaratabilir.

yaptıkları çalışmalarında, geniş kapsamlı garantilerin bankadan kaçışları önlediği sonucuna ulaşmışlardır.

3.3.2 Regülasyon Toleransı (Regulatory Forbearance)

Finansal krizler esnasında oluşan güven bunalımı nedeniyle bir yandan kredi talebi azalırken, bir yandan da bankaların kredi arzı daralır. Özellikle öz sermaye oranını tutturmak için bankalar sağladıkları krediyi azaltırlar.

Regülasyon toleransı ile ise finansal kurumların yetersiz sermaye yapısı ile çalışmasına müsaade edilir. Böylece finansal kuruma yeniden sermayelendirme için zaman tanınmış olur. Bu politika yeniden yapılandırmayı şirketlere bıraktığı için piyasa bazlı bir politikadır (Calomiris, vd. 2003: 8).

Mevduat garantisinin olması durumunda regülasyon toleransı daha da etkin olmaktadır. Ancak Choi ve Sohn (2014); 2000-2005 yılları arasında Güney Kore üzerine yaptıkları çalışmalarında mevduatlara garanti ile birlikte uygulanan regülasyon toleransının piyasa disiplinine oldukça zarar verdiği sonucuna varmışlardır. Honohan ve Klingebiel (2000)'de bu politika sonucunda finansal kurumların yetersiz sermaye ile yaşamaya devam ettiğini ve bunun çözüm maliyetlerini daha da arttırdığını vurgulamışlardır.

Bu konu 1980-82 ABD'deki Tasarruf ve Kredi Krizi esnasında tartışılmıştır. Regülasyon toleransı zayıf sermaye yapısına sahip finansal kurumların yaşamasına neden olmuştur. Beklenen yeniden yapılandırmayı yapmak yerine bu kurumlar yaşamak için kumar oynamışlardır (Calomiris, vd. (2003), Caprio ve Klingebiel (1996), Honohan ve Klingebiel (2003)).

3.3.3 İdari Önlemler

Krizin en sıcak olduğu dönemlerde bankaların tatil edilmesi, mevduatların dondurulması gibi idari önlemler de uygulanabilir. Bu önlemler otoritelere uygun bir strateji bulana kadar zaman kazandırır. Özellikle kriz; rüşvet veya dolandırıcılık gibi yönetim sorunundan kaynaklanıyorsa güvensizliğin diğer kurumlara da yansımaları önlemek için tercih edilebilir. Bu sırada bankalar kaçışlar engellenmişken, sorunlu kurumlarda gerekli yönetim değişikliklerine de gidilebilir (Honohan ve Leaven, 2005: 9).

Bankaların tatil edilmesi Büyük Depresyonda sıklıkla kullanılmıştır. Ancak son dönemde kullanımı azalmıştır. Leaven ve Valencia (2008a)'nın 1970-2007 arasındaki krizleri incelendiği çalışmada banka tatillerinin yaşanan krizlerin %10'ununda kullanıldığını tespit etmiştir. Mevduatların dondurulması da krizlerin sadece %12'sinde bir politika önlemi olarak kullanılmıştır. Mevduatların çekilmesi yeniden serbest bırakıldığında daha fazla kaçış söz konusu olmaktadır.

Bu önlemler piyasa mekanizmasının işleyişine zarar verir. Piyasaya dayanan çözümlerin işe yaramadığı durumlarda kullanılabilir (Hoelcker ve Quintyn, 2003: 16). Bu nedenle zayıf yasal, politik ve ekonomik kurumlara sahip ülkelerde daha sıklıkla yer bulmuştur. Leaven ve Valencia (2012) da bu önlemlerin daha çok gelişmekte olan ülkelerde kullanıldığını tespitinde bulunmuştur.

3.3.4 Varlık Yönetim Şirketleri (Asset Management Companies, AMC)

Finansal kurumlara müdahalede ikinci aşamada finansal kurumların yeniden yapılandırılmaları gerçekleştirilir. Bu yeniden yapılandırma esnasında özellikle bankaların bilançolarındaki sorunlu varlıkların uzaklaştırılması süreci hızlandırır (IMF, 2008: 152).

Bu sorunlu varlıkların bilançolardan nasıl uzaklaştırılacağı hakkında ise iki farklı görüş bulunmaktadır. İlk görüşe göre bu varlıklar finansal kurumların kendi bünyesinde kalmalı ya da bankaya bağlı "kötü banka" olarak nitelendirilebilecek bir şubesine devredilmelidir. Sorunlu varlıkların yönetimi bu durumda kurumların kendilerine bırakılmıştır. İkinci görüşe göre ise merkezileşmiş ve hükümetin kontrolünde kurulacak bir Varlık Yönetim Şirketi (Asset Management Company, AMC)'ne sorunlu varlıklar devredilmelidir. Bu merkezileşmiş kurumlar ölçek ekonomisinden yararlanarak sorunlu varlıkları daha iyi yönetebilirler. Ayrıca bilançolarından bu varlıkların uzaklaşması ile finansal kurumlar günlük aktivitelerine daha kolay dönebilirler (Klingebiel, 2000: 5). Ancak bu şirketlere devredilen varlıklar finansal sistem içerisinde önemli bir paya sahipse Varlık Yönetim Şirketleri politik baskılarla da karşılaşabilirler (Honohan ve Klingebiel, 2000: 7).

Varlık yönetim şirketlerinin en önemli görevi, kendilerine devredilen varlıkları ekonomik değerini maksimize ederek satmaktır. İlk olarak bu şirketler karşılarında olan borçluların iflas istemesinin gerekli olup olmadığını incelerler. Çoğu durumda borçluyu

iflasa zorlarlar ve teminatı (çoğunda emlaktır) şirkete geçirirler. Şirketin görevi bu teminat olan varlıkların en yüksek meblağa satılmasıdır. (Calomiris, vd. 2003: 32). Eğer kısa ömürlü olarak dizayn edilmişlerse, bu varlıkların satış aşamasında, acil satış (fire sales) fiyatlarına razı olabilirler. Uzun ömürlü dizayn edilmiş şirketlerde ise varlıklar daha iyi yönetilip, daha az kayba yol açar (Hoelcksher ve Quintyn, 2003: 27).

Varlık yönetim şirketleri finansal krizlerin yönetiminde sıklıkla başvurulan uygulamalardan biri olmuştur. Leaven ve Valencia (2008a) inceledikleri krizlerin %48'inde bu şirketlerin kullanıldığını tespit etmişlerdir. Bu uygulama örnekleri arasında İsveç ön plana çıkmaktadır. İsveç'te 1991'de yaşanan krizin ardından kurulan Varlık Yönetim Şirketleri⁸⁰ oldukça başarılı olmuştur. Öte yandan, Meksika'da 1994 krizinden sonra kurulan Varlık Yönetim Şirketi ise aynı başarıyı yakalayamamıştır. Bu durum politik ekonomik faktörler, yasal ve kurumsal çerçevelerin farklılığından kaynaklanmaktadır. İsveç'te bu şirketlerin arkasında güçlü bir yasal yapı bulunuyorken Meksika'da rüşvet, politik bağı olan krediler yaygındır. Bu da bu şirketlerin başarısını engellemiştir (Calomiris, vd. 2003: 47).

3.3.5 Finansal Kurumların Yeniden Yapılandırılması (Restructuring)

Finansal kurumlarının yeniden yapılandırılmasının nihai amacı, bu kurumların bilançolarını en düşük maliyetle yeniden inşa etmektir. Bunu yaparken de öncelikle tüm finansal sistem analiz edilerek finansal kurumlar ortak bir takım göstergelere göre sınıflandırılmalıdır.⁸¹ Önemli olmayan (non-viable) ve sağlam olmayan (insolvent) finansal kurumlara derhal müdahale edilip bu kurumların işleyişine son verilir. Önemli (viable) ancak sermaye yetersizliği olan kurumlarda da yeniden sermayelendirmeye (recapitalization) gidilir. Bu durumda öncelikle finansal kurumun önemli olup olmadığına karar verilecektir. Buna karar verirken otoriteler finansal kurumdan orta vadede nasıl kârlı ve rekabetçi bir özsermaye oranına sahip olacaklarını gösteren bir plan hazırlamasını isterler. Ardından da hissedarların destek taahhütleri alınır. İstenilen sermaye oranına ulaşıncaya kadar temettü gibi ödemeler de ertelenir (Hoelscker ve Quintyn, 2003: 22).

⁸⁰ Securum ve Retrieva adında iki Varlık Yönetim Şirketi kurulmuş, çoğunluğu emlak olan varlıkları devir almış ve bunları yüksek bir meblağa satmayı başarmıştır (Calomiris, vd. 2003: 45).

⁸¹ Bu göstergeler sermaye yeterlilik oranı, özkaynakların borçlara oranı ya da Merkez Bankası kredisine bağımlılık gibi göstergeler olabilir (Hoelscker ve Quintyn, 2003: 20).

Finansal kurumların hissedarları sermaye enjeksiyonu gerçekleştiriyorsa, bu kamu fonları ile de gerçekleştirilebilir. Bu sermaye enjeksiyonu adi hisse senedi, rüçhanlı hisse senedi ya da tali kredi (subordinated debt) şeklinde olabilir (Hoelscker ve Quintyn, 2003: 7).

Yeniden sermayelendirme programlarının başarılı olabilmesi için öncelikle bu programların seçici olması, her kuruma değil sadece önemli ve sermayelendirme sonucu kâra geçebilecek kurumlara uygulanması gerekir. İkinci olarak bu programlar etkin bir risk yönetimi stratejisine bağlanmalıdır. İki farklı uygulama örneği bu şartların önemini vurgulamaktadır. Japon Hükümeti Mart 1998 ve Mart 1999'da finansal kurumlara direk destek sağlamıştır.⁸² Ancak sağlanan bu desteğe rağmen özel kredilerin GSYİH içindeki payı azalmıştır (Calomiris, vd. 2003: 67). Benzer bir program 1933'te ABD'de de uygulanmış ve başarılı olmuştur. Bu iki deneyimin ayrıldığı nokta ABD'deki yeniden sermayelendirme programının gözetim ve denetime dayanmasına karşın Japonya'da bu yapılamamıştır (IMF, 2008: 152).

Finansal kurumların yeniden yapılandırılması oldukça karmaşık bir süreçtir. Bu nedenle tek bir otorite ve açık bir görev tanımlaması gerektirir. Hızlı olmak adına var olan bir kurumdan da yararlanılabilir. Ancak var olan kurumlar kredibiliteden yoksun ise bu konuda uzmanlaşmış yeni kurumlar oluşturulabilir (Hoelscker ve Quintyn, 2003: 9).

Kamu fonları ile finansal kurumlara sermaye enjeksiyonu piyasa bazlı bir çözüm önerisidir. Ancak zayıf politik, yasal ve ekonomik kurumlara sahip olan ülkelerde bu işe yaramayabilir. Böyle ülkelerde kamulaştırma ya da kamu destekli satış gibi daha merkezîyetçi önlemler kullanılabilir (Calomiris, vd. 2003: 61).

Finansal kurumların yeniden yapılandırılmasında bazen operasyonel yeniden yapılandırmaya da ihtiyaç duyulabilir. Aslında kriz dönemlerinde daha önceki yönetimle devam etmek yetişmiş işgücü açısından tercih edilir. Buna rağmen sorun rüşvet, dolandırıcılık gibi problemlerin ortaya çıkmasından kaynaklanıyorsa operasyonel yeniden yapılandırma gerekebilir (Leaven ve Valencia, 2008a: 13).

⁸² Bunlar ilk başta kredi sağlama ve borçların alınması niteliğindedir, sonraları rüçhanlı hisse senedi alımları ile sermaye enjeksiyonuna dönüşmüştür.

Finansal kurumların yeniden yapılandırılması hükümete en çok maliyeti olan politika uygulamalarından biridir (Leaven ve Valencia (2008a), Honohan ve Klingebiel (2000)). Bu maliyetin banka hissedarları, mevduat sahipleri, diğer kreditorler ve vergi ödeyenler arasında nasıl bölüşüleceği politik ve teknik olarak oldukça karmaşık bir meseledir (Hoelscker ve Quintyn, 2003: 7). Uzun dönemde ise finansal sistemin yeniden şekillenmesine neden olduğundan politik baskılara da açıktır (Honohan ve Leaven, 2005: 15).

3.3.6 Borç Affı

Tüm kesimler açısından borç yükü (debt overhang) önemli bir problem olduğunda borcun bir kısmının affına gidilebilir. Bu amaçla; bir takım yasal inovasyonlar, hükümetin enflasyon ve döviz kurunu belirlemedeki gücünü kullanması ya da tüm borçlu kesimlerin (ve/veya bankaların) borçlarının bir kısmının affedilmesi yoluna gidilebilir (Calomiris, vd. 2003: 24).

Enflasyon artışı ya da kurda ortaya çıkan bir değer kaybı da genel bir borç affı gibi işler. Eğer finansal krizin etkileri büyük ise; hükümetin uygulayabileceği politika önlemleri de katlanabileceği maliyet ile sınırlıdır. Finansal sektöre ne kadar destek sağlayabileceği sonraki dönemlerde ne kadar vergileri arttırabileceği ya da harcamayı kısabileceğine bağlıdır. Enflasyon yaratılması ise maliyeti para tutanlara ve diğer nominal kredi verenlere yükler. Bu bankalar ve diğer borçlu kesim açısından bir rahatlama yaratır (Leaven ve Valencia, 2008a: 14).

Borç affı; kredilerin geri ödenme ihtimalini arttırarak şirketler ve bankacılık kesimlerinde bilançoların yeniden yapılandırılmasını hızlandırır. Ayrıca bu politika uygulamasının başarısında yasal ve düzenleyici kurumların kalitesi de belirleyici değildir. Bu nedenle daha çok gelişmekte olan ülkeler açısından tercih edilir (Calomiris, vd. 2003: 31). Ancak borçlu kesime ve hissedarlara herhangi bir maliyet yüklediğinden ahlaki tehlike yaratır. Hatta ne de olsa affedileceğini bilen borçlularda “ödememe kültürünün” gelişmesine yol açabilir (IMF, 2008: 153).

3.4 Kamu Borcu Yeniden Yapılandırılması

Genel kabul görmüş bir tanımı olmasa da kamu borcu yeniden yapılandırılması, halihazırda var olan kamu borcu enstrümanlarının yeni enstrümanlarla değiştirilmesi anlamına gelmektedir. Kamu borcu denildiğinde ise, kamu tarafından çıkarılmış ya da garanti edilmiş borç anlaşılır. Borcun yeniden yapılandırılmasında iki yaklaşım vardır. İlkinde borç yeniden takvime bağlanabilir. İkincisinde ise borcun nominal değeri azaltılabilir. İkisinde de sonuçta bir traş (haircut) söz konusudur. Borcun şimdiki değerinde bir azalmayla sonuçlanır (Das, vd. 2013: 594).⁸³

İç borç ve dış borcun yapılandırılması kullanılan araçlar açısından çok da farklı değildir. Her ikisinde de borcun yeniden takvime bağlanması, ertelenmesi, nominal değerinin azaltılması söz konusudur. En önemli fark iç borçlarda kreditorler ulusal mahkemelere başvururken dış borçlarda devreye uluslararası otoritelerin girmesidir. Tablo 2.1’de kreditor tipine göre dış borç yeniden yapılandırma mekanizmaları yer almaktadır.

Tablo 2.1 Kreditor Tipine Göre Kamu Borcu Yeniden Yapılandırması

Kreditor	Ticari Bankalar	Tahvil Sahipleri	İki Taraflı (Hükümetler)	Çok Taraflı (IMF, Dünya Bankası)
Yeniden Yapılandırma Mekanizmaları	Londra Klübü	Tahvil değişimleri	Paris Klübü	Özel muamele (fakir ülkelerde borç affı)

Kaynak: Das, vd. (2013)

Kamu borcu yapılandırılmasında en çok dikkat çeken ülkelerin birbirlerine olan borçlarının yapılandırılmasıdır. Bu borçların yapılandırılması Paris Klübü aracılığıyla gerçekleştirilir. Bu Klüp; 1956 yılında Arjantin’in borçlarını ödeyememesi sonucu kreditorleri ile Paris’te bir araya gelmesi ile oluşmuştur. Bu tarihten itibaren 19 ülkenin⁸⁴ daimi olarak yer aldığı Klüp’te; toplam \$583 milyar tutarında 430 anlaşma gerçekleştirilmiştir. Ödeme güçlüğü çeken ülkeye koordineli ve sürdürülebilir çözümler getirilmesi hedeflenmektedir. Bu amaçla kreditorler borçları yeniden takvime bağlayıp

⁸³ İflas (default) ve borç yapılandırılması çok alakalı olmasına rağmen aynı değildir. İflas hükümetin ana para veya faiz ödemelerini zamanında yapamaması anlamına gelir. Genellikle yeniden yapılandırma iflas sonrası görülür, ancak son yıllarda iflas etmeden de yeniden yapılandırma yapılmaktadır.

⁸⁴ Bu ülkeler; ABD, Avusturya, Avusturalya, Belçika, Kanada, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, İrlanda, İtalya, Japonya, Hollanda, Norveç, Rusya, İspanya, İsveç, İsviçre ve İngilteredir. Eğer başka bir kreditor ülke varsa müzakerelere o da katılabilir.

vade uzatabilirler, borç affı ya da borç servislerinin azaltılmasını da gündeme getirilebilir.⁸⁵

Paris Kulübü resmi bir kurum değildir. Sadece kuralları ve prensipleri ortaya koyar. Kararlar olay bazında, kreditorlerin oybirliğine varması ile alınır. Ayrıca borç müzakeresini yapacak ülkenin IMF ile stand-by anlaşması yapması gerekmektedir (Weiss, 2013: 1-5).

Hükümetler ticari bankalara olan borçlarını ödeyemediklerinde ise, borç yapılandırması adına Londra Kulübüne- aslında Banka Danışma Komitelerine (Bank Advisory Comitee, BAC)- başvururlar. Bu kulübünde Paris Kulübü gibi bir yasal dayanağı yoktur. Ayrıca Paris Kulübü gibi organize bir kulüp de değildir. Yeniden yapılandırma bittiği zaman komiteler de dağılır (Weiss, 2013: 1). Londra Kulübünde müzakereler, borçlu hükümetin kreditor bankalardan birine gidip bir idari komite organize etmesini istemesiyle başlar. Sonrasında ise 5-20 banka temsilcisinden oluşan bir Banka Danışma Komitesi (Bank Advisory Commitee, BAC) kurulur. Bu komite düzenli aralıklarla borçlu hükümet ile görüşür ve bir “prensip antlaşması” imzalanır. Bu anlaşma diğer kreditor bankalara gönderilir ve onaylamaları beklenir. Bu süreçte asıl sorun burada ortaya çıkar, kreditor bankaların hepsi bu anlaşmanın maddelerinden memnun olmaz ve müzakere süreci bu nedenle uzar (Das, vd. 2012: 16-18).

Hükümetler tahvil sahiplerine olan borcunun yeniden yapılandırılmasında ise bir tahvil değişim programı önerirler. Tahvil yeniden yapılandırılmasının en büyük sıkıntısı; kreditorlerin çok dağılmış olmasıdır. Bu nedenle kreditorlerle iletişime geçmek oldukça zordur. Bu anlamda hükümetler iletişim araçlarını kullanarak tahvil sahiplerine ulaşmaya çalışırlar. Tahvil değişim programlarında önemli olan geniş katılım sağlamaktır. Bu katılımı sağlamak için de havuç- sopa yaklaşımı ile yeni tahviller cazip kılınıp eski tahvillere maliyet yüklenir (Sturzenegger ve Zettelmayer, 2006: 14).

IMF, Dünya Bankası gibi kurumlara olan borçlar da bu kurumların öncülüğü ile yapılandırılır. Ancak fakir ülkeler söz konusu olduğunda Aşırı Borçlu Fakir Ülke (Heavily Indebted Poor Country, HIPC) İnsiyatifi ve Çok Taraflı Borç Affı İnsiyatifi (Multilateral Debt Relief Initiative, MRDRI) ile bu ülkelerde borç affına gidilir.

⁸⁵ <http://clubdeparis.org/en> (Erişim Tarihi:10 Mayıs 2014).

4. GLOBAL FİNANSAL KRİZ

Büyük Depresyon'dan sonra Dünyanın karşılaştığı en büyük kriz olan Global Finansal Kriz; ABD'de eşik altı (subprime) mortgage piyasasında başlamış, ardından diğer finansal piyasalara hızla sıçramıştır. 15 Eylül 2008'de ise ABD'nin dördüncü büyük yatırım bankası Lehman Brothers'ın iflas etmesi sonucu tüm Dünya piyasalarında bir güven bunalımının ortaya çıkması ile kriz; global bir yapı kazanmıştır. Bu bölümde kısaca bu krizin gelişimi izlenecek ve ardından AB'ye olan etkileri ve beraberinde tetiklediği borç krizi incelenecektir.

4.1 Krizin Gelişimi

Konut balonu; 2000'lerin başında teknoloji balonunun patlaması ve dönemin FED Başkanı Greenspan'ın kriz nedeniyle oluşan resesyondan çıkabilmek için faiz oranlarını düşürmeye başlamasıyla oluşmuştur. Ocak 2001'de %6.5 olan politika faiz oranı, Haziran 2001'de %4'e Ocak 2002'de %1.75'e ve nihayet Temmuz 2003'te %1'e düşürülmüştür.⁸⁶ Faiz oranlarındaki düşme mortgage kredilerine olan talebi de arttırmış, ayrıca riskli yatırımları da teşvik etmiştir. Bu da daha riskli olduğundan daha yüksek faizle verilen eşik altı (subprime) mortgage kredilerinin⁸⁷ artmasına neden olmuştur. Bu kredilerin toplamı 1999'da \$35 milyardan 2001'de \$173 milyara, 2005'te ise \$665 milyara ulaşmıştır. Tüm mortgage kredileri içindeki payı ise 2003'teki %8.5 seviyesinden, konut balonunun zirve yaptığı 2005'te %20'ye yükselmiştir (Kansu, 2010: 85).⁸⁸

Konut balonunun oluşmasını sadece düşük faiz oranlarına bağlamak da doğru değildir. Fed Başkanları Greenspan ve Bernanke balonun şişmesinde, gelişmekte olan ülkelerin ve petrol ihraç eden ülkelerin cari fazlalarının payı olduğunu vurgulamışlardır. Bernanke 2005'teki konuşmasında bu durumu "*global tasarruf fazlalığı (global saving glut)*" olarak adlandırmıştır. ABD'nin cari açığı 1996'da GSYİH'nın %1.5'inden 2000'de

⁸⁶ Politika faiz oranı federal fon oranı olarak geçer. Veriler için bkz.

<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>

⁸⁷ Mortgage kredileri kredi değerliliğine göre üçe ayrılmaktadır. Prime krediler kredi değerliliği yüksek olan kreditelere açılan kredilerdir. Alt-A krediler orta kredi değerliliğine sahip kreditelere açılan kredilerdir. Subprime ise düşük kredi değerliliğine sahip kreditelere açılan kredilerdir (Kansu, 2010: 81).

⁸⁸ Konut fiyatları arttığı sürece bu süreçte risk olduğundan az görülmektedir. Sonuçta krediler ipotekli kredidir, yani krediyi alan temerrüde düştüğünde evine el koyulacak, satılacak ve kredinin geri kalanı böylece kapanmış olacaktır. Konut fiyatları yükseldiği ya da en azından aynı seviyede kaldığı sürece de bu doğrudur. GFK bize göstermiştir ki tek bir kreditor temerrüde düştüğünde mantıklı olan bu süreç, milyonlarca kişi temerrüde düştüğünde mantıktan uzaklaşmaktadır.

%4.2'ye 2004'te ise %5.5'e tırmanmıştır (Bernanke, 2005). 2006'da ise %5.8 ile zirve yapmıştır. Bu cari açık Asya ülkeleri, petrol ihraç eden ülkeler ve hatta Latin Amerika ülkelerinin cari fazlaları ile finanse edilmiştir. ABD'de içine giren bu sermaye de Goldman Sachs, Merrill Lynch ve Lehman Brothers gibi yatırım bankalarına akmış ve mortgage kredilerine dayalı yüksek getirili menkul kıymetlere yönelmiştir (Reinhart ve Rogoff, 2011: 210).

Sadece ABD'de konut balonunun patlamasının tüm Dünyayı etkileyecek bir finansal krize neden olduğu sonucuna varmak da hatalı olacaktır. Finansal sistem içinde balonlar sürekli oluşmakta ve patlamaktadır. Böyle bir etki yaratması için başka faktörlerin de devreye girmesi gereklidir. Bu faktörlerden en dikkat çekenini finansal inovasyon nedeniyle karmaşıklaşan finansal sistemdir. Finansal inovasyon anlaşılması zor türev finansal ürünler yaratılmasına neden olmuş ve ne finansal denetim otoriteleri ne de kredi derecelendirme kuruluşları bu varlıkların riskini doğru ölçebilmişlerdir.

Gelişen finansal mühendislik sonucu, mortgage kredisi açan banka bu krediyi kamu ve özel yatırım bankaların⁸⁹ satarak bilançosundan uzaklaştırmış ve nakit girişi sağlamıştır. Bu yatırım bankaları ise bilançolarına aldıkları bu kredileri menkul kıymetleştirerek (securitization) başka yatırım bankalarına ve hedge fonlarına⁹⁰ satmışlardır. Ayrıca bu yatırım bankaları farklı kredi değerliliğine sahip birçok mortgage kredisini bir araya getirip paketlemişler ve dilimleyip satmışlardır.⁹¹ Krediyi açan ilk banka açısından bu süreçte kredi riski devredilmiş olur; karşılığında aldığı nakitle ise daha fazla kredi açabilir. Yatırım bankası da bu kredileri alıp başka bankalara satmakta ve kredi riskini kendi üzerinden atmaktadır. Her iki taraf açısından da inanılan; bu yöntemle kredi riskinin dağıtılmış olduğudur (Özatay, 2011: 112-120). Menkul kıymetleştirme sayesinde ise likit olmayan bu alacaklar piyasada satılabilir hale gelmiştir. Farhi ve Tirole (2009) menkul

⁸⁹ Konut piyasasını desteklemek adına Fannie Mae, Freddie Mac ve Ginni Mae kamu destekli kuruluşlardır. Önceleri bu kurumlar devlet desteği ile mortgage piyasasını hareketlendirmek için kurulmuşlardır. Üstelik bankalardan sadece *prime mortgageları* yani yüksek kaliteli mortgageları almışlardır. Ancak daha sonra özel yatırım bankaları da piyasaya girmiş ve daha alt kredi değerliliğine sahip mortgage kredilerini de satın almışlardır.

⁹⁰ Hedge fonlar, birçok yatırımcıdan fon toplar, bu topladığı fonları menkul kıymetlere ve çeşitli enstrümanlara yatırır. Bunların diğer yatırım fonlarından farkı, regülasyonlardan muaf olmalarıdır (Detaylı bilgi için bkz. Özatay (2009)).

⁹¹ Bu model *originate to distribute* olarak bilinir.

kıymetleştirmenin kaldıraç ve sistemik riskin oluşmasında önemli bir payı olduğunu göstermiştir.

Bu model ayrıca dışsallıkları da içinde barındırmaktadır. Kredileri açan bankalar açısından bir amir-ajan (principle-agent) problemi ortaya çıkmaktadır. Banka yöneticileri kısa vadeli getirileri hesaba katarak verdikleri kredileri arttırmışlardır. Sağladıkları mortgage kredilerinin sadece niceliğine odaklanmışlar, niteliği hesaba katmamışlardır. Böylelikle eşik altı mortgage kredilerini arttırmışlar, geri ödeme ihtimali düşük olan – sağlam bir işi olmayan- kişilere dahi kredi sağlamışlardır (Stiglitz, 2010: 13).

Menkul kıymetlendirilmiş varlıkların fiyatlanmasında ise kredi derecelendirme kuruluşlarının derecelendirmeleri baz alınmıştır. Ancak bu kuruluşların çalışma sistemi de riskin az gösterilmesi ile sonuçlanmıştır. Bu kuruluşlara; derecelendirdikleri enstrümanı çıkaran kurum tarafından ödeme yapılmaktadır. Sonuçta bu kuruluşların derecelendirme yaparken bunu göz önünde bulundurmadıklarını düşünmek pek de akla yatkın değildir.

Kuşkusuz böyle bir finansal yapının devam etmesine göz yuman denetleyici ve düzenleyici kurumlar da krizin oluşmasında önemli bir paya sahiptir. Oluşan sistemik riski kavrayamamışlar ve gerekli önlemleri alamamışlardır. Düzenleyici kurumlar bankaların aşırı risk alma ve ahlaksız tavırlarına karşı son koruma hattıdır. Ancak o dönemde hüküm süren lobi faaliyetleri ve deregülasyon anlayışı önlemlerin alınmasının önüne geçmiştir. Ayrıca 1999 yılında yatırım ve ticaret bankacılığını birbirinden ayıran Glass- Steagal yasası kaldırılmış, yatırım bankacılığının riskli davranışları, küçük mevduat sahiplerini de etkiler hale gelmiştir (Stiglitz, 2010: 15). Buna ek olarak gelişen gölge bankacılık (shadow banking)⁹² sistemi ile bankalar denetimden kolayca kurtulmuşlardır.

Sonun başlangıcı ise Fed'in 2004'te faiz oranı artırımına başlamasıdır. Faiz oranları arttıkça değişken faizli eşik altı mortgage kredilerinin ödenmesinde sıkıntılar yaşanmaya başlamıştır. Kredi taksitlerini ödemekte zorlananlar, evlerini satıp borçlarını kapatmak isteyince konut fiyatları düşüşe geçmiştir. Krediler temerrüde düşmüş, teminat olan bu evlere el konulması konut arzını ve fiyatlarda aşağı yönlü baskıyı arttırmıştır. Kredi

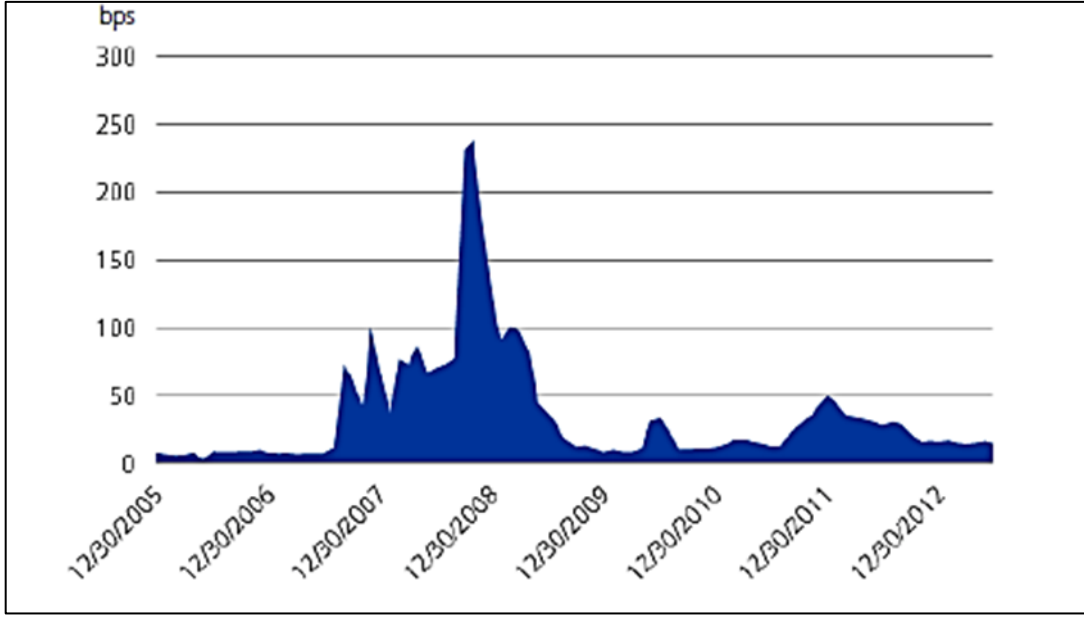
⁹² Bu finansal kurumlar, bankalara benzer ancak mevduat kabul etmezler ve düzenlemeden de muaf olurlar. Para piyasasından kısa vadeli borçlanıp, uzun vadeli yatırımlara yatırırlar. Dolayısıyla kredi ve likidite riskine maruz kalırlar ancak bunları tazmin edecek bir sermaye gerekliliği düzenlemesine de tabi değildirler. Düzenlemeye tabi olan kurumlara da bağlı olabilirler. Hedge fonlar, Kredili İflas Takası (CDS) gibi enstrümanlar bu kapsama girmektedir.

derecelendirme kuruluşları ise bu kredilere dayalı ürünlerin derecelendirmelerini hızla düşürmeye başlamıştır (Classens, vd. 2010: 12).

Bu varlıkları bilançolarında bulunduranlar da hızla bu varlıklardan kurtulmaya çalışmışlar ve bu durum acil satışlara (fire sales) yol açmıştır. Bu da varlık fiyatlarının hızla düşmesi anlamına gelmektedir. Sonuçta bu piyasada faaliyet gösteren finansal kurumlar sıkıntı yaşamaya başlamıştır. Felton ve Reinhart (2008); hazırladıkları kriz kronolojisinde krizin başlangıcını 2006 Aralık ayında Ownit Mortgage Solutions'ın iflas etmes olarak belirtse de genel kabul gören 2007 Ağustos ayında BNP Paribas'ın Yapılandırılmış Yatırım Araçlarının (Structured Investment Vehicle, SIV) fiyatlamasını yapamadığını açıklaması ve ardından mortgage piyasasında faaliyet gösteren üç yatırım fonunun faaliyetlerini durdurmasıdır. Bu olayla birlikte piyasalarda bir panik başlamıştır. Finansal kurumların ellerinde bulunan bu varlıkların fiyatlanamaması ve bilançolardaki opaklık nedeniyle karşı taraf riski su yüzüne çıkmıştır.

Ortaya çıkan bu karşı taraf riski ile birlikte para piyasasında spreadler dolayısıyla da bankaların fonlama maliyetleri artmıştır. Ayrıca varlık fiyatlarının çakılması nedeniyle de piyasaya göre değerlendirme (mark-to-market) yapan bankaların sermaye yapıları da bozulmuştur. Güven bunalımı da buna eklenince bankalar kredi taleplerini azaltmışlar ve ters kaldıraç⁹³ süreci başlamıştır. Benzer bir süreç kredi arzı açısından da görülmüştür. Ortaya çıkan belirsizlik, düşen varlık fiyatları nedeniyle hanehalklarının bilançolarında bozulma ve azalan servet etkisi birleşmiş, kredi talebinde de azalmaya neden olmuştur. Nihayetinde ciddi boyutlarda bir kredi daralması yaşanmıştır (Gerlach, vd. 2010: 22). ABD'de Ocak 1947 ile Ağustos 2008 arasında banka kredileri yıllık ortalama %5.3 artış gösterirken, bu oran Lehman'ın batışından sonra %1.8'e gerilemiştir (Cuickermann, 2012: 11).

⁹³ Kaldıraç; firma/bankaların varlıklarını finanse etmek için çeşitli finansal enstrüman kullanarak borçlanması anlamına gelmektedir. Ters kaldıraç ise bunun tam tersi bir süreci ifade eder. Firmalar/bankalar, ekonomik durgunluk gibi durumlarda bilançolarını düzeltmek adına borçlarını azaltmaya çalışırlar. Bu kapsamda da daha az kredi talep ederler.



Kaynak: Bloomberg

Grafiğ 2.1 Libor-OIS Spreadi (\$, 3 aylık)

Grafiğ 2.1’de Libor-OIS⁹⁴ arasındaki fark gösterilmektedir. Bu spread bekleyiş etkilerini arındırır, dolayısıyla likidite ve kredi risklerini içerir. Genellikle finansal stresi göstermek için kullanılır (Taylor, 2008: 8). Bu spread ortalama olarak 10 baz puan civarındayken Ağustos 2007’den sonra 100 baz puanı bulmuş, Ekim 2008’de ise rekor kırarak 250 baz puana yaklaşmıştır.

Mart 2008’de mortgage piyasasındaki sıkıntılar nedeniyle iflas etmek üzere olan Bear Stearns; Fed ve ABD Hazinesi yardımıyla kurtarılmış ve JP Morgan Chase’e satılmıştır. Ancak Eylül 2008’de aynı sıkıntıları yaşayan Lehman Brothers’ın batmasına izin verilmiştir. Piyasalarda şok etkisi yaratan bu olay eşik altı mortgage piyasasında başlayan krizi, global bir finans krizine dönüştürmüştür.

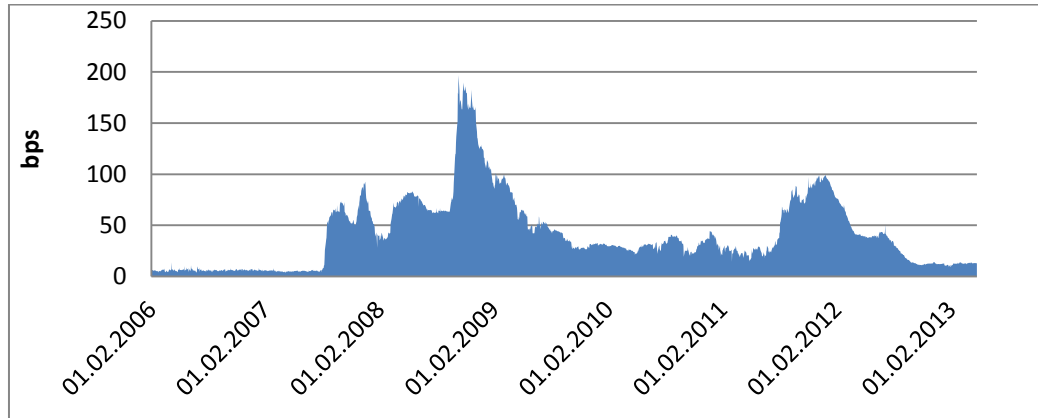
Krizin global bir yapı kazanması oldukça kolay olmuştur. ABD’deki mortgage piyasasının dörtte biri yurtdişi yatırımcılara aittir. Bunun yanı sıra; son otuz yılda finans piyasaları oldukça entegre olmuştur. Bu da krizin kolayca diğeri finansal merkezlere sıçramasıyla sonuçlanmıştır (Stiglitz, 2010: 21).

⁹⁴ OIS (overnight index swap); gecelik vadeye endekslenen takas oranı anlamına gelmektedir ve gecelik faiz oranının sabit faiz oranı ile değıştirilmesini içerir. Gecelik faiz oranı genellikle federal fon oranı gibi bir faiz oranı iken, sabit faiz oranı belirlenmiş bir faiz oranı olur. Geleneksel faiz oranı swaplerinden daha az riskli görölür (Bkz. Abbasi ve Linzert (2011))

4.2 Finansal Krizden Borç Krizine

Kriz ABD’de kendini hissettirmeye başladığında, AB geneli daha güvenli görülmüş; Euro’nun yaşanan finansal fırtınada koruyucu bir güç olduğu görüşü yerleşmiştir. Bu nedenle Eylül 2008’den Mart 2009’a kadar Euro cinsinden enstrümanlara talep artmıştır (Wyplosz, 2009: 22).

Ancak sınır ötesi finansal sermaye hareketlerinin yavaşlaması, hatta durma noktasına gelmesi Avrupa finansal piyasalarında işleri değiştirmeye başlamıştır. Özellikle uluslararası kısa vadeli borç piyasalarına bağlı olan bazı ülkelerde – İrlanda gibi- uluslararası kredi kısıtı, bankacılık sistemini çökmenin eşiğine getirmiştir (Lane, 2012: 55). Grafik 2.2’de Euribor-OIS spreadi görülmektedir. 2007 Ağustos’tan sonra spreadde bir artış başlamış 2006 başında 5 baz puan olan spread 2008 Ekim ayında 200 baz puana ulaşmıştır.



Kaynak: Thomson’s Reuters Datastream Veritabanı

Grafik 2.2 Euribor-OIS Spread

Ayrıca İrlanda, İspanya ve Yunanistan’da ABD’dekine benzer konut balonları oluşmuştur. Euro bölgesine girmeleri ile birlikte bu ekonomiler faiz düşüşleri yaşamış, bu durum tüketici kredilerinde bir artışa neden olmuş ve büyük bir bölümü de konuta yönelmiştir. 1997-2007 arasında konut fiyatları İrlanda’da yıllık ortalama %12.5 artarken; İspanya’da %8 artmıştır. ABD’de ise bu artış ortalama %4.6’dır. Benzer bir gösterge de inşaatın GSYİH içindeki payıdır. Bu yıllar arasında inşaatın İspanya’da GSYİH içindeki payı %9.8’den %13’e; İrlanda’da ise %7.9’dan %10.4’e çıkmıştır. ABD’de ise bu oran sadece %4.6’dan %4.9’a artmıştır (Yifu Lin ve Triechel, 2012: 8).

Tüm finansal piyasalarda Eylül 2008 sonrası başlayan güven bunalımı ve kredi kısıtı; konut balonunun patlamasıyla sonuçlanmıştır. Konut balonunun patlaması bir yandan konut piyasasında kredi sağlayan bankaların bilançolarının bozulmasına yol açarken bir yanda da konut piyasasında sağlanan vergilerin yok olmasına neden olmuştur.

Tablo 2.2’de Global Finansal Kriz sonrası ekonomik göstergeler yer almaktadır. Tablodan görüldüğü üzere 2008’in dördüncü çeyreğinde, yani Lehman Brothers’ın batışından sonra, kriz kendini tam olarak hissettirmiştir. İncelenen tüm ülkelerde 2008 dördüncü çeyreğinde daralma görülmektedir. 2009’un ilk çeyreğinde ise bu daralma daha da artmıştır. Reel GSYİH’da ki daralmanın yansımaları işgücü piyasasında da kendini göstermiştir. ABD kıyasla daha yüksek olan işsizlik oranları krizle birlikte daha da artmış, İspanya ve Yunanistan’da %25’i aşmıştır. 2008 birinci çeyrekte Yunanistan’da işsizlik oranı %8.1 İspanya’da ise %9.2’dir. 2013 üçüncü çeyrekte Yunanistan’da işsizlik oranları %27.8 ile zirve yaparken, İspanya’da 2013 ikinci çeyrekte %26.3 ile en yüksek değerine ulaşmıştır. Bu iki ülkede işsizlik oranları katlanılmaz boyuta varmış ve toplumsal husursuzluklara da neden olmuştur. Portekiz, İrlanda ve İtalya’da da işsizlik oranları oldukça yüksek seyretmiştir. Tablo 2.2’den görüldüğü üzere 2008’in ilk çeyreğinde tüm Euro Bölgesi ülkeleri hemen hemen yakın faiz oranlarında borçlanabilmişlerdir. Ancak 2009 yılında Yunanistan farklılaşmış; 2010’da ise Yunanistan, İrlanda, Portekiz ile Almanya arasında makas açılmaya başlamıştır.

Tablo 2.2 Global Finansal Kriz Sonrası Ekonomik Göstergeler*

<i>Reel GSYİH (Bir önceki yılın aynı dönemine göre % değişim)</i>																								
2008				2009				2010				2011				2012				2013				
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
AU	2,89	2,27	0,63	-2,22	-4,66	-5,02	-3,21	-0,85	0,61	1,70	2,30	2,89	3,97	3,87	2,45	1,29	0,78	0,53	0,68	0,73	0,29	0,04	0,35	0,71
BE	2,25	2,29	1,07	-1,63	-4,05	-4,28	-2,82	0,02	1,95	2,92	2,40	2,09	2,75	1,90	1,42	0,99	0,34	-0,20	-0,31	-0,40	-0,51	0,06	0,40	0,78
FR	1,67	0,61	-0,03	-1,86	-3,91	-3,50	-3,13	-0,88	1,14	1,89	2,33	2,19	2,91	2,15	1,82	1,48	0,60	0,42	0,46	-0,02	-0,24	0,68	0,32	0,77
AL	2,70	1,73	0,50	-1,78	-6,92	-6,61	-5,72	-3,00	2,33	4,36	4,59	4,44	5,55	3,56	3,18	2,42	0,89	0,83	0,52	0,11	-0,61	0,06	0,27	1,14
YU	1,60	1,50	1,00	0,10	-1,1	-2,7	-3,5	-2,1	-2,8	-3,1	-4,1	-7,4	-5,5	-7,3	5,0	-7,5	-6,5	-6,3	-6,9	-5,7	-5,6	-3,8	-3,0	-2,3
IR	1,29	-2,10	-0,96	-8,85	-9,41	-5,39	-6,90	-3,62	-2,01	-1,43	1,39	0,95	1,40	3,26	2,01	4,49	0,37	-1,72	-0,80	0,97	0,00	0,31	1,68	-1,21
IT	0,49	-0,24	-1,89	-3,00	-6,90	-6,67	-5,00	-3,48	0,90	1,83	1,80	2,20	1,42	1,07	0,41	-0,57	-1,71	-2,41	-2,60	-2,85	-2,38	-2,20	-1,92	-0,87
LU	3,77	-0,18	-1,53	-4,97	-9,31	-7,56	-4,65	-0,45	2,69	3,71	2,03	3,99	2,74	1,45	1,76	1,73	0,17	0,40	-0,76	-0,44	0,72	2,03	2,85	2,96
HO	3,87	2,86	1,50	-1,06	-3,66	-4,66	-3,94	-2,33	0,30	2,12	1,44	2,02	2,07	1,59	1,09	-0,66	-1,45	-0,85	-1,42	-1,36	-1,35	-1,88	-0,76	0,92
PO	1,59	0,81	0,38	-1,95	-4,24	-3,84	-2,60	-1,20	2,09	2,39	1,75	1,37	-0,34	-1,37	-2,20	-3,39	-2,50	-3,36	-3,68	-3,77	-3,82	-2,13	-1,02	1,55
SL	5,43	5,31	2,57	-1,63	-7,47	-9,63	-9,28	-5,75	-1,00	1,26	1,63	2,59	2,37	1,60	0,88	-0,72	-0,99	-2,61	-2,74	-3,42	-3,10	-1,66	-0,83	1,89
ISP	2,73	1,93	0,34	-1,38	-3,55	-4,54	-4,09	-3,14	-1,36	-0,12	0,18	0,51	0,59	0,28	-0,03	-0,63	-1,24	-1,61	-1,67	-2,06	-1,95	-1,59	-1,14	-0,20
ISV	1,36	0,79	0,01	-5,13	-6,41	-6,05	-6,04	-1,26	3,95	5,95	7,34	7,87	5,00	3,47	3,51	0,14	1,23	1,37	0,81	1,62	1,77	1,04	0,63	3,01
ING	2,81	0,58	-2,08	-4,29	-6,79	-6,34	-4,97	-2,47	0,52	1,98	2,39	1,75	1,69	0,77	0,96	1,06	0,58	0,09	0,27	0,16	0,69	1,76	1,82	2,70
ABD	1,11	0,84	-0,31	-2,77	-3,46	-4,06	-3,28	-0,24	1,60	2,72	3,08	2,73	1,89	1,65	1,18	1,68	2,65	2,32	2,73	1,60	1,72	1,76	2,26	3,13
<i>İşsizlik Oranı (%)</i>																								
2008				2009				2010				2011				2012				2013				
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
AU	3,9	3,5	3,7	4,1	4,4	4,8	5,1	4,8	4,5	4,5	4,5	4,2	4,3	4,1	3,9	4,3	4,1	4,4	4,5	4,6	4,9	4,7	5	5
BE	7,1	6,9	7,4	6,9	7,7	7,8	8	8	8,3	8,5	8,4	7,9	7,1	7,1	7,5	7,3	7,2	7,6	7,6	8,3	8,3	8,4	8,5	8,5
FR	7,2	7,4	7,5	7,9	8,5	9,1	9,2	9,6	9,4	9,3	9,3	9,2	9,2	9,1	9,2	9,3	9,4	9,7	9,8	10,2	10,3	10,3	10,3	10,2
AL	7,9	7,7	7,3	7,2	7,6	7,9	8	7,7	7,5	7,2	6,9	6,7	6,3	6	5,8	5,7	5,5	5,5	5,4	5,4	5,4	5,3	5,3	5,2
YU	8,1	7,6	7,6	8,1	9,1	9,3	9,8	10,4	11,4	12,2	13	14,4	15,6	16,8	18,4	20,8	22,3	24,1	25,5	26,3	27	27,6	27,8	27,6
IR	5,1	5,6	7	8	10,4	12	12,7	13,1	13,2	13,7	14	14,9	14,4	14,4	14,9	15,1	15	14,8	14,8	14,3	13,7	13,7	12,8	12,2
IT	6,4	6,9	6,9	6,9	7,4	7,6	8,1	8,2	8,5	8,5	8,3	8,3	7,9	7,9	8,6	9,2	10	10,6	10,8	11,3	11,8	12,2	12,3	12,5
LU	4,4	4,8	5,1	5,2	5,4	5,3	5,1	4,9	4,6	4,5	4,4	4,7	4,7	4,8	5	4,8	4,9	5,1	5,1	5,3	5,6	5,8	5,9	6,1

HO	3,1	3,1	3	3	3,2	3,5	3,9	4,2	4,5	4,5	4,5	4,4	4,3	4,2	4,4	4,9	5	5,1	5,3	5,6	6,2	6,6	7	7
PO	8,2	8,3	8,6	8,7	9,7	10,4	11,1	11,2	11,5	12	12,3	12,2	12,2	12,5	12,8	14	14,7	15,4	16,2	16,9	17,4	16,9	16	15,4
SL	4,7	4,3	4,3	4,3	5	5,7	6,4	6,5	6,8	7,3	7,4	7,8	8	7,9	8,2	8,6	8	8,5	9,5	9,5	10,5	10,4	9,9	9,7
ISP	9,2	10,4	11,7	13,9	16,5	17,7	18,3	18,9	19,2	19,9	20,1	20,3	20,5	20,7	21,8	22,7	23,6	24,5	25,3	25,9	26,3	26,3	26,1	25,8
ISV	5,9	6	6,2	6,7	7,4	8,4	8,7	8,8	8,9	8,8	8,5	8,1	7,9	7,8	7,6	7,8	7,7	7,8	8,1	8,2	8,1	8	8	8
ING	5,1	5,3	5,8	6,3	7	7,8	7,8	7,7	7,9	7,8	7,7	7,8	7,7	7,9	8,2	8,3	8,1	7,9	7,8	7,7	7,8	7,7	7,5	7,1
ABD	5	5,3	6	6,9	8,3	9,3	9,6	9,9	9,8	9,6	9,5	9,6	9	9,1	9	8,6	8,2	8,2	8	7,8	7,7	7,5	7,2	7
Uzun Vadeli Faiz Oranları (%)**																								
2008					2009				2010				2011				2012				2013			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
AU	4,18	4,54	4,57	4,14	4,12	4,15	3,85	3,62	3,65	3,29	2,88	3,09	3,63	3,57	2,94	3,13	3,05	2,54	2,03	1,88	1,88	1,81	2,21	2,15
BE	4,18	4,59	4,67	4,16	4,04	3,95	3,67	3,62	3,51	3,35	3,04	3,48	4,1	4,17	4,02	4,42	3,61	3,24	2,63	2,37	2,29	2,09	2,59	2,54
FR	4,08	4,47	4,48	3,9	3,64	3,79	3,63	3,53	3,49	3,18	2,78	3,02	3,55	3,54	3,01	3,19	3,05	2,77	2,21	2,11	2,16	1,96	2,37	2,33
AL	3,93	4,25	4,26	3,5	3,07	3,32	3,3	3,19	3,18	2,78	2,42	2,6	3,14	3,1	2,26	1,93	1,83	1,42	1,36	1,37	1,47	1,34	1,73	1,75
YU	4,39	4,82	4,97	5,03	5,72	5,35	4,66	4,97	6,24	8,3	10,79	11,03	11,86	15,5	16,61	19,03	24,74	25,4	23,69	16,16	11,14	10,24	10,23	8,6
IR	4,24	4,76	4,63	4,56	5,66	5,53	4,87	4,87	4,65	5,15	5,76	8,41	9,55	11,07	9,04	8,65	7,05	6,79	5,61	4,51	4,02	3,81	3,98	3,5
IT	4,38	4,78	4,9	4,66	4,54	4,46	4,19	4,05	4,02	4,03	3,9	4,19	4,78	4,8	5,49	6,61	5,71	5,79	5,69	4,78	4,45	4,21	4,46	4,15
LU	4,42	4,98	4,84	4,17	4,33	4,59	3,94	3,80	3,69	3,08	2,77	3	3,41	3,34	2,63	2,31	2,16	1,99	1,67	1,52	1,61	1,54	1,96	1,86
HO	4,05	4,43	4,48	3,95	3,74	3,86	3,65	3,5	3,4	3,08	2,65	2,84	3,35	3,44	2,73	2,43	2,23	2,06	1,78	1,66	1,74	1,78	2,18	2,13
PO	4,31	4,69	4,77	4,3	4,5	4,44	4,04	3,85	4,35	5,11	5,63	6,5	7,36	9,89	11,47	12,23	13,22	11,38	9,67	7,91	6,25	5,97	6,84	6,12
SL	4,35	4,68	4,79	4,61	4,76	4,74	4,12	3,88	3,93	3,86	3,73	3,81	4,28	4,51	4,91	6,17	5,85	5,39	6,49	5,5	4,93	5,89	6,55	5,88
ISP	4,15	4,51	4,64	4,16	4,15	4,1	3,86	3,79	3,93	4,18	4,19	4,7	5,3	5,38	5,43	5,65	5,23	6,17	6,43	5,56	5,06	4,5	4,53	4,16
ISV	4,01	4,22	4,13	3,19	2,89	3,46	3,4	3,25	3,28	2,83	2,56	2,9	3,35	3,07	2,25	1,76	1,85	1,59	1,43	1,5	1,91	1,83	2,37	2,38
ING	4,52	4,91	4,78	4,15	3,54	3,58	3,73	3,74	4,06	3,81	3,26	3,31	3,77	3,54	2,85	2,33	2,2	1,96	1,67	1,79	2,18	2,01	2,77	2,84
ABD	3,66	3,89	3,86	3,25	2,74	3,31	3,52	3,46	3,72	3,49	2,79	2,86	3,46	3,21	2,43	2,05	2,04	1,82	1,64	1,71	1,95	2	2,71	2,75

Kaynak: OECD Veri Tabanı ve ELSTAT

*AU: Avusturya, BE: Belçika, FR: Fransa, AL: Almanya, YU: Yunanistan, IR: İrlanda, IT: İtalya, LU: Lüksemburg, HO: Hollanda, PO:Portekiz, SL: Slovenya, ISP: İspanya, ISV:İsveç, ING: İngiltere'yi ifade etmektedir.

** 10 yıllık devlet tahvili getiri oranları

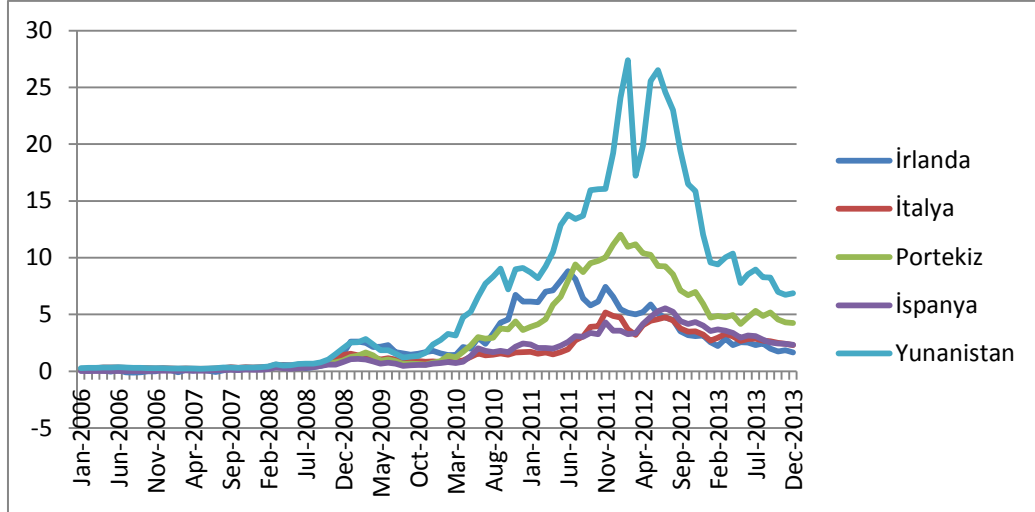
2009 yılında başlayan resesyon, otomatik istikrarlandırıcıların da devreye girmesine neden olmuştur. Böylece vergi gelirleri düşmüş ve sosyal harcamalar artmıştır. Ayrıca resesyonla mücadele için maliye politikaları devreye sokulmuştur. Otomatik istikrarlandırıcılar ve ihtiyari maliye politikası birlikte kamu maliyesine ciddi bir yük yüklemiştir (Baldwin ve Gross, 2010: 10). İrlanda 2007’de bütçe fazlası verirken 2008’de açık %7.4, 2009’da ise %13.7’ye tırmanmıştır. İspanya’da ise 2007’de %2’lik bütçe fazlası, 2008’de %4.5, 2009’da ise %11’lik açığa dönüşmüştür.⁹⁵

Artan bütçe açıklarına rağmen 2009 yılı sonlarına kadar problem bankacılık problemi olarak görülmüş ve mali riskler göz ardı edilmiştir (Lane, 2012: 55). İspanya ve İrlanda’nın borç oranları 2009 itibari ile fazla değildir. Keza bütçe açığı tüm ülkelerde bozulmuştur.⁹⁶

Borç krizinin fitilini ateşleyen ise Yunanistan olmuştur. Bu ülkede de konut balonu patlamıştır ancak asıl sorun ülkenin lokomotif sektörleri olan taşımacılık ve turizmin global resesyondan en çok etkilenen sektörler olmasıdır. Bu da vergi gelirlerinin ciddi anlamda düşmesine neden olmuştur. Ekim 2009’da görev başına gelen hükümet bütçe açığı/GSYİH oranının 2009 yılı tahminlerini %6.7’den %12.7’ye revize ettiğini açıklamıştır. Ardından da kredi derecelendirme kuruluşları Yunanistan’ın kredi notunu düşürmüşlerdir. 2010 yılı başında ise Yunanistan’ın bütçe ve borç oranı istatistiklerinde hile yaptığının ortaya çıkması Yunanistan tahvil spreadlerini daha da arttırmış ve Yunanistan piyasalardan borç alamaz hale gelmiştir (Nelson, vd. 2010: 4). Grafik 2.3’te Alman tahvilleri ile Borç Krizine girmiş ülkelerin tahvilleri arasındaki fark; tahvil spreadleri gösterilmektedir. Yunanistan’ın tahvil spreadleri Mayıs 2010’dan sonra hızla artmıştır.

⁹⁵ Veriler AMECO veritabanından alınmıştır.

⁹⁶ Euro Bölgesinde 2009 yılında bütçe açığı %8’e ulaşmıştır (Bkz. AMECO).



Kaynak: OECD Veritabanı

Grafik 2.3 10 Yıllık Tahvil Spreadleri (Alman Tahvilleri Baz Alınarak)

Yunanistan'da başlayan borç krizi dikkatlerin diğer borçlu ve kırılgan ekonomilere dönmesine neden olmuştur. Krizin diğer ekonomilere yayılmasında kredi derecelendirme kuruluşlarının önemli bir payı vardır. Krizin geldiğini görememişler ve bu ülkelerin tahvillerinin derecelendirmelerini yüksek tutmuşlar ancak Yunanistan'dan sonra ise aşırı davranarak diğer ülkelerin de notlarını düşürmeye başlamışlardır (De Grauwe, 2010: 1). Gartner, vd. (2011) kredi derecelendirme kuruluşlarını incelemişler ve GIPSI⁹⁷ ülkelerinin 2009 ve 2010 yıllarında diğer 26 OECD ülkesine göre daha düşük derecelendirme ile karşılaştıklarını ortaya koymuşlardır. Buna ek olarak çalışmada bu düşük derecelendirmenin tahvil faiz oranlarını arttırdığı sonucuna da varılmıştır.

Yunanistan'dan sonra İrlanda ve Portekiz de piyasalardan borçlanamaz hale gelmiş; AB ve IMF'ye başvurmuştur. Portekiz'de diğer ülkeler gibi bir emlak balonu ya da mali çarpıklık yoktur. Temelde problem rekabet gücünün kaybedilmesinden kaynaklanmıştır. 2011 yılından sonra ise bankacılık sektörü problemlili olan İspanya ve yüksek borç oranına sahip olan İtalya da riskli olarak görülmeye başlamış ve bu ülkelerin de tahvil spreadleri hızla artmıştır.

⁹⁷ GIPSI, Borç Krizinden sonra Krizdeki ülkeleri tabir etmek için kullanılan ve bu ülkelerin başharflerinden oluşan bir kısaltmadır: Greece-Yunanistan, Ireland- İrlanda, Portugal-Portekiz, Spain-İspanya ve Italy-İtalya.

4.3 Para Birliği ve Kriz: Yapısal Sorunlar

Global finansal kriz, Avrupa'da önce bankacılık krizi olarak kendini göstermiş; sonrasında ise borç krizini tetiklemiştir. Para birliğine dahil olmak ise kamu borcunun reel değerinin enflasyon yaratarak azaltılmasını da imkansız hale getirmektedir. Para birliği'ndeki ülkeler kendi parasıyla borçlanamayan gelişmekte olan ülkelerle benzer bir duruma düşmüşlerdir. Eichengreen, Haussmann ve Panizza (2003) ise kendi parasıyla borçlanamayan bu ülkelerin borç krizine girmek için daha iyi bir aday olduğunu ortaya koymuşlardır.

Ancak kriz sadece tetikleyici bir faktördür. Birliğin dizayn edildiği zamandan bu yana gelen sorunlar güçlü bir para ve olumlu dış koşullar nedeniyle göz ardı edilmiştir. İlk bölümde üzerinde durulduğu gibi Maastricht Antlaşmasının imzalandığı sırada Euro Bölgesi, Mundell (1961)'in belirlediği kriterlere haiz değildir. Ancak o dönemde hâkim olan görüş ülkelerin para birliğine dahil olarak yakınsayacağı ve benzer şoklara maruz kalabileceğidir.⁹⁸ Bundan daha da önemlisi bu birliğin oluşmasında politik faktörlerin önemli bir itici gücü olmuştur.

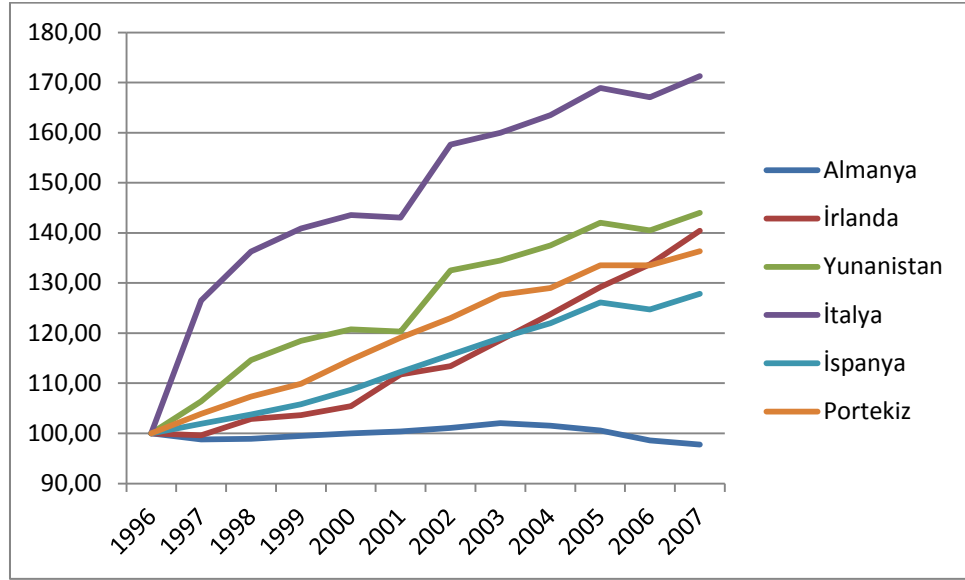
Boltho ve Carlin (2012); EPB içinde asimetrik şoklarla karşılaşmanın ötesinde asimetrik politika uygulamalarının daha dikkat çekici olduğunu vurgulamaktadır. Bu asimetrik politikaların nedeni de ülkelerin yapısal ve sosyo-kültürel olarak farklı olmalarıdır. Bu nedenle de birlikte iki farklı tür büyüme modeli göze çarpmaktadır.

İlk olarak Almanya, Avusturya, Hollanda gibi merkez ülkeler ihracata dayalı büyüme stratejisi izlemektedirler. İhracata dayalı büyüme ise üç ayağa dayanır. Öncelikle işgücü maliyetlerini düşük tutarak rekabet avantajı elde edilebilir. İkinci olarak sürekli inovasyonlarla yüksek katma değere sahip ürünler üretilebilir. Son olarak; zaman içinde işgücü sermaye ile ikame edilerek, kalitede iyileşme sağlanırken işgücü verimliliği de artırılabilir (Hall, 2012: 358).

Almanya ekonomisi bu üç şartı da başarıyla yerine getirebilen bir ekonomi olmuştur. Dustmann, vd. (2014: 168); Doğu ve Batı Almanya'nın birleşmesinden sonra işgücü piyasasının esneklik kazandığını vurgulamaktadır. 1996 yılında tüm sendika temsilcileri ve işverenlerin koordinasyonu ile sıfır nominal birim ücret enflasyonu

⁹⁸ Bu birinci bölümde endojen para birliği teorisi olarak açıklanmıştır.

hedeflenmiştir. Bu şekilde nominal ücretlerin baskılanması rekabet avantajı yaratmış ve ekstra bir canlanmayla sonuçlanmıştır. Grafik 2.4'ten nominal birim işgücü maliyetleri izlenebilmektedir. Almanya'nın ihracatının dörtte üçünün AB ülkelerine olduğu düşünülürse, bu rekabet avantajı sayesinde oluşan fazlalar diğer AB ülkelerinde açık olarak kendini göstermiştir (Bibow, 2012: 21).



Kaynak: Ameco Veritabanı ve kendi hesaplamalarımız.

Grafik 2.4 Nominal Birim İşgücü Maliyeti (1996=100)

İkinci olarak Yunanistan, İtalya, Portekiz, İspanya gibi ülkelerde yurtiçi talebe dayalı büyüme stratejisi hâkim olmuştur. Bu ülkelerde ücret koordinasyonu az ve inovasyon oldukça düşüktür. Ancak sendikalar güçlüdür. Sendikaların güçlü olduğu ülkelerde talebe dayalı büyüme stratejisi enflasyona yol açmış ve rekabet avantajı da kaybedilmiştir (Hall, 2012: 360). Grafik 2.4'ten de görüldüğü üzere bu ülkelerde nominal birim işgücü maliyetleri on yıllık bir süreçte neredeyse iki katına çıkmıştır.⁹⁹

Bu dengesizliklerle birlikte bu ülkeler EPB'ye katılmışlardır. Merkez ülkeler açısından EPB'ye dahil olmak daha az sorun yaratmıştır. Sabit kur bu ülkelerde bir avantaj da sağlamıştır. Çevre ülkelerde ise EPB'ye dahil olmak büyüme modelinin eksikliklerini maskeleymiştir. Bu ülkeler para birliği şemsiyesi altında daha güvenli görülmüşler, piyasalardan daha kolay borçlanmışlardır. Buna ek olarak cari fazlaları olan merkez

⁹⁹ Ücretlerin yükselmesinde kamu sektöründe artan ücretler öncü olmuştur. Örneğin Yunanistan'da ücretler 2000-2008 arasında %100 artmış ve GSYİH'nın %11.4'üne ulaşmıştır. Bu dönemde nominal GDP ise sadece %74 artmıştır (EC, 2010: 16).

ülkelerinden fon bulmakta zorlanmamışlardır (Hall, 2012: 358-360). Bu ülkelerin 2000-2007 arasındaki cari dengeleri GSYİH ile ölçklendirilmiş haliyle Tablo 2.3'te yer almaktadır.

Tablo 2.3 Euro Bölgesinde Cari Denge, Enflasyon (2000-07)

	Kümülatif Cari Denge (Cari Denge /GSYİH)	Kümülatif Enflasyon
Avusturya	% 13	% 16.2
Belçika	%26	% 16.7
Hollanda	%45	% 17.6
Fransa	%4	% 14.3
Almanya	%26	% 12.9
Lüksemburg	%83	%19.7
Yunanistan	-%67	%26.2
İrlanda	-% 15	%32
İtalya	-%10	%18.6
Portekiz	-%71	%24.4
İspanya	-%46	%25.8

Kaynak: Baldwin ve Gross (2010) ve Ameco Veritabanı

Bagus (2012: 108)'a göre EPB'ye dahil olan ülkelerde yüksek bütçe açığına sahip olmak, karşı konulamaz bir durumdur. Bütçe açığını finanse etmek için hükümet, tahvil çıkaracaktır. Bu tahvilleri satarken de hiçbir zorlukla karşılaşmayacaktır. İlgili ülkenin ya da diğer ülkelerin bankaları, bu tahvillere rağbet göstermektedirler çünkü bu tahvilleri kolayca teminat olarak kullanıp AMB'nin marjinal kredi kolaylıklarından yararlanarak kredi alabilecekler ya da bankalararası para piyasasından borçlanabileceklerdir. Sonuçta ilgili ülkede krediler dolayısıyla da para arzı artmış olacaktır.¹⁰⁰

Ayrıca para birliğine dahil olup tek bir para politikasına geçmenin bir diğer sonucu da bu ülkelerde balonların oluşması olmuştur. Taylor (2008: 5); İspanya, İrlanda ve Yunanistan için politika faiz oranının Taylor kuralının öngördüğü politika faiz oranının çok altında olduğunu bunun da sonucunda bu ülkelerde konut balonunu şişirdiğini vurgulamaktadır.¹⁰¹

¹⁰⁰ Tüm ülkeler böyle davranırsa tüm birlikte enflasyon artacak ve paranın satın alma gücü düşecektir. Ancak ilk davranan ülke kazançlı çıkacaktır. Bagus (2012), bu durumu ortakların trajedisi (tragedy of commons) olarak açıklamaktadır.

¹⁰¹ Taylor kuralına göre Merkez Bankaları faiz oranını belirlerken gerçekleşen GSYİH ile potansiyel GSYİH arasındaki farka ve gerçekleşen enflasyon ve hedeflenen enflasyon arasındaki farka dikkat ederler. Ancak

Diğer yandan, cari açığı olan ülkeler, fazlaya sahip olan merkez ülkelerinden borçlanmışlardır. Para birliği dolayısıyla artan finansal entegrasyon da buna zemin hazırlamıştır. Bu ülkelerin borcunu ödeyememesi direkt olarak Almanya, Fransa ve İngiltere bankalarına yansiyacaktır. Bibow (2012); Almanya'nın yürüttüğü bu stratejinin merkantalizm olduğunu ancak bunun sonucunda bir seçimle karşı karşıya kalacağını vurgulamıştır. Almanya, ya bu sorunlu ülkelere destek sağlayarak onları kurtaracak ya da bu ülkelere kredi açan bankalarını kurtaracaktır. Bankaların bu ülkelere alacakları 2010 sonu itibarı ile Tablo 2.4'te gösterilmiştir. Tabloya göre Almanya ve Fransa'nın bu ülkelere önemli seviyede alacakları bulunmaktadır.

Tablo 2.4 Bankaların GIPSI Ülkelerinden Alacakları (Mayıs 2010, Milyon ABD\$)

	Yunanistan	İrlanda	İtalya	Portekiz	İspanya
Alman Bankaları	45 003	183 757	189 675	47 377	237 938
Fransız Bankaları	78 818	52 089	507 789	44 938	211 172
İngiltere Bankaları	15 352	172 682	76 459	25 567	109 957
Hollanda Bankaları	12 209	28 180	69 065	14 136	119 719
İspanya Bankaları	1 206	14 613	47 154	84 973	-----
İtalya Bankaları	6 358	17 424	-----	6 703	31 181
İsveç Bankaları	681	4 023	2 737	469	5 844
Portekiz Bankaları	9 798	8 695	5 391	-----	28 806
Yunanistan Bankaları	-----	611	714	119	409
İrlanda Bankaları	8 574	-----	45 624	5 448	31 700
ABD Bankaları	16 562	57 053	53 244	4 671	58 043

Kaynak: BIS ve Lenz (2011)

4.4 Para Birliği Dışında Kriz: İngiltere ve İsveç

İngiltere; ABD ile olan finansal bağları nedeniyle krizden ilk etkilenen ülke olmuştur. İngiltere'de finansal piyasalar Euro Bölgesi finansal piyasalarından farklı bir yapı göstermektedir. Öncelikle, Euro Bölgesi ülkelerinin aksine İngiltere'de finansal piyasalardan fon sağlama yaygındır. Ayrıca menkul kıymetleştirmede önemli bir paya sahiptir.

Global Finansal Kriz eşik altı mortgage piyasalarında patlak verdikten sonra, bu piyasada yatırımları olan İngiltere bankalarına sızramıştır. Mortgage piyasasında faaliyet

bahsettiğimiz gibi bu ülkeler arasında-enflasyon oranları yakınsasa da önemli seviyede büyüme farkları vardır. Dolayısıyla Taylor Kuralına göre bu ülkelere birbirinden çok farklı faiz oranları olmalıdır.

gösteren beşinci büyük kurum Northern Rock finansal piyasalarda yaşanan sıkıntılar sonucunda iflas etmiştir.

Tüm Dünya’da hakim olan likidite bolluğu ve İngiltere konut arzının katı olması nedeniyle İngiltere’de konut fiyatları 1990’lı yıllardan beri artış göstermiştir. 1995’ten 2007’ye konut fiyatları 2.5 katına ulaşmıştır (OECD, 2011h: 9). Global Finansal Kriz sonrası bu balonun patlaması, konut piyasasına kredi sağlamış finansal kurumların sıkıntıya düşmesine neden olmuştur.

İngiltere’de finansal krizin bu kadar etkili olmasının en önemli sebeplerinden biri krize dengesizlikler içinde girmiş olmasıdır. Kriz öncesi, 2000-2007 arası, cari açık kümülatif olarak 17 puan artmıştır (Tablo 2.5). Bunun en önemli nedenlerinden biri de özel tasarrufların nispeten düşük kalmasıdır.

Tablo 2.5 İngiltere ve İsveç’te Özel Tasarruflar ve Cari Denge (%GSYİH)

	Özel Tasarruflar		Cari Denge	
	İngiltere	İsveç	İngiltere	İsveç
2000	12.3	17.0	-2.8	4.1
2001	13.1	18.7	-2.3	5.0
2002	15.5	20.9	-2.0	4.6
2003	16.6	22.3	-1.6	6.9
2004	16.5	20.5	-2.0	6.6
2005	16.4	19.7	-1.8	6.7
2006	15.0	21.3	-2.8	8.6
2007	16.4	22.2	-2.1	9.3

Kaynak: IMF WEO Veritabanı ve AMECO Veritabanı

İsveç’te ise Tablo 2.5’ten görüldüğü üzere cari denge fazla vermektedir. Bunun da en önemli belirleyicilerinden biri tasarruf oranlarının yüksek olmasıdır. Bu anlamda İsveç krize daha güçlü dengelerle girmiştir.

1990’larda bankacılık krizi ile yüzleşmiş olan İsveç, bu krizden dersini alarak çıkmış ve sonrasında getirilen reformlarla birlikte bankaların aşırı risk almasının da önüne geçilmiştir (OECD, 2011g: 4). Ancak bankacılık sisteminin büyük olması (yaklaşık GSYİH’nın %400’ü), bu sistemin toptan fonlamaya (wholesale funding) bağlı olması İsveç

finansal sisteminin de finansal piyasalardaki sıkışıklıktan kötü etkilenmesine neden olmuştur¹⁰² (OECD, 2012g: 21).

İsveç krizden ihracat piyasaları kanalıyla da etkilenmiştir. Tüm Dünya’da daralan talep İsveç’in de ihracatının düşmesine neden olmuştur. 2009’da ihracat hacmi bir önceki yıla göre %27 azalmıştır.

5. AB’DE FİNANSAL İSTİKRAR VE FİNANSAL KRİZ YÖNETİMİ: KURUMSAL DÜZENLEMELER

Para birliğinin en önemli getirilerinden biri, birlik içinde piyasaların entegre olmasıdır. Para birliği olgunlaşmaya başladıkça finansal piyasa entegrasyonu da beraberinde gelecektir. Finansal entegrasyonun artması ise kendi ülkeleri dışında faaliyet gösteren kurumların artmasına neden olur, oluşan bir finansal istikrarsızlık ülkelerin birinin sorunu olmaktan çıkar ve birliğin ortak bir sorunu haline gelir. Birlik çapında faaliyet gösteren kurumlar arttıkça bir ülkede ortaya çıkan bir finansal istikrarsızlık kolayca diğer ülkelere yayılarak tüm birliği tehdit eden bir istikrarsızlığa neden olabilecektir. Kısaca negatif dışsallık yaratacaktır. Para birliği içinde finansal istikrarı sağlama ülkelerin kendi inisiyatiflerine bırakıldığında negatif dışsallık daha da belirginleşir. Sınır ötesi ve sistemik önemi olan kurumların artmasıyla birlikte bu kurumların farklı ülkelerdeki şubelerinde denetim kime ait olacak, iflas etmesi durumunda hangi ülkenin sorumluluğunda olacak gibi sorunlar ortaya çıkar. Bu anlamda finansal istikrar, para birliği için bir kamu malıdır¹⁰³. Ülkelerin tek tek finansal istikrarı sağlamak için düzenleme yapmaları optimalin altında bir finansal istikrar seviyesiyle sonuçlanacaktır.

Finansal istikrarsızlık ise para birliği açısından tek bir ülkeye nazaran daha ciddi sonuçlar doğurabilir. Birliğin geleceğinin tartışılmaya başlamasına neden olabilecek bu süreçte para birliğinin en önemli kazanımlarından biri olan kredibl taahhüt sarsılmış olur.

¹⁰² İsveç bankaları mevduat toplamak yerine toptan fonlama ile borçlanırlar. Haziran 2012 itibarı ile bankaların fon kaynaklarının yaklaşık %53’ü toptan piyasadan sağlanmıştır. Bu fonların yarısı da kısa vadeli. (OECD, 2012g: 20)

¹⁰³ Finansal istikrar, dışlanmazlık ve rakipsizlik özellikleri nedeniyle ulusal savunma gibi saf kamu malı özelliği taşımaktadır. Birlik çapında finansal istikrar sağlandığında sağlanan faydadan hiç bir ülkeyi dışlayamazsınız. Ayrıca bir ülkede finansal istikrar sağlandığında bu diğer ülkede finansal istikrarı azaltmaz, kısaca rakipsizdir (Schinasi(2006)).

Ancak Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği (EPB) kurulduğunda finansal istikrarı sağlama birlik çapında düşünülmemiş ulusal otoritelere terk edilmiştir. Birlik çapında sadece bankalar arası ödeme ve takas sistemi (TARGET)'nin işleyişi kontrol etme ve duzenleme görevi AMB'a verilmiştir. Bunun dışında finansal kurumların regülasyonları ve denetimi tamamen ulusların kendi inisiyatiflerine bırakılmıştır.

Finansal kriz yönetimi de kuruluş aşamasında düşünülmemiştir. Ne AMB¹⁰⁴ ne de AB çapında hiç bir kurum bu konuda yetkili kılınmamış ve ulusal otoritelerin kendi inisiyatifine terk edilmiştir. Para Birliği'nin ilk donemlerinde gerçekten de sınır ötesi finansal kurumların olmaması sebebiyle buna gerek de kalmamıştır. Ancak Tek Piyasanın da başarılı olmasının bir sonucu olarak sınır ötesi finansal kurumlar ortaya çıkmış ve kriz yönetimi birlik çapında önemli bir konu olmaya başlamıştır (Frexias, 2001: 4).

Niento ve Schinasi (2007: 6)'e göre kriz öncesi donemde AB'de kriz üzüm ve yönetim mekanizmaları temelde üç prensibe dayanmaktadır. İlk olarak kriz yönetiminde sorumluluk dağıtılmıştır (decentralized). Finansal istikrar ve kriz yönetimi gibi konular ulusal otoritelerin sorumluluğuna bırakılmıştır. İkinci prensip ise bu fonksiyonların sektörler arasında bölümlenmiş olmasıdır. Farklı sektörlerdeki denetim otoriteleri arasında Lamfalussy süreci sonucunda koordinasyonu sağlayan denetim otoriteleri olsa da AB direktifleri bu konuda daha sınırlı bir uyumlaştırmaya gitmişlerdir. nc prensip ise kooperasyondur. Finansal istikrarı korumak adına uluslararası potansiyel bilgi açıklarını kapatmayı hedefleyen yasal hükümler ve mutabakat metinleri yer almıştır.

Ancak global kriz bu kooperasyonun yeterli olmadığını göstermiştir. Ortak bir kriz yönetimi uygulamasına ihtiyaç vardır. Aslında krizden önce de bu fikir oluşmuştur. Bu konu ilk defa 2004'te ECOFIN'de gündeme gelmiştir. Bunu takiben Konsey raporunda; *"...Denetçiler, Merkez Bankaları, Maliye Bakanları'nın birlikte çalışarak finansal sistemin istikrarını tehdit eden bir finansal krize cevap olarak uygun plan ve mekanizmaların sağlanmasına vurgu yapar..."* şeklinde belirtilmektedir (EC, 9799/04). Ardından 2007 yılında Konsey kriz yönetiminde sadece ulusal çerçevenin yeterli olmayacağını, sınır ötesi bir çerçevenin gerekli olduğunu vurgulamıştır (EU (2007)).

¹⁰⁴ AMB'nin sadece ödeme ve takas (TARGET) sisteminin işleyişini sağlamada ve duzenlemede görevi vardır. AMB'nin rolünün bu denli sınırlı tutulmasının nedeni; Bundesbank modeli ile kurulmuş olmasıdır. Bundesbank krize müdahaleye en uzak duran Merkez Bankalarından biri olarak bilinmektedir (Prati ve Schinasi (1999))

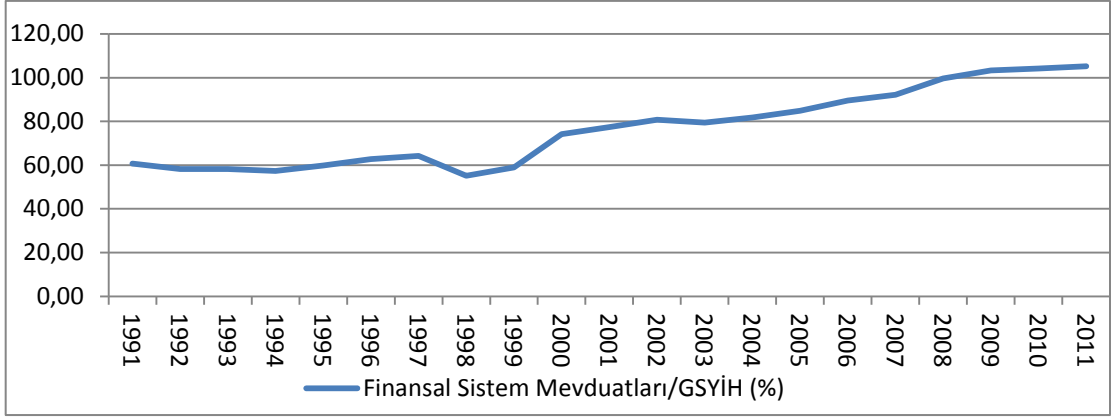
Global kriz esnasında finansal istikrar; finansal istikrar koridorunun çok ötesine geçmiş ve tüm ülkelerde kriz yönetim mekanizmaları ardı ardına devreye sokulmaya başlamıştır. Ancak AB özelinde bu mekanizmaların ayrı ayrı devreye sokulmuş olması krizin bu denli uzun sürmesinin nedenlerinden biri olmuştur.

Bu da aslında AB çapında fark edilmiş ve Bankalar Birliği olmadan bir para birliğinin istikrarsız olduğu anlaşılmıştır. Bu kapsamda da bir dizi önlemler alınmıştır. Bu bölümde kriz yönetimine dair yapılan kurumsal değişikliklere yer verilecektir. Ancak öncelikle Global Finansal Kriz Öncesi Tek Piyasa kapsamında piyasa uyumlaştırması adına yapılan düzenlemelere değinilecektir. Ardından da Global Finansal Krizin bu yapılarda ortaya çıkardığı sorunlar nedeniyle yapılan düzenlemeler açıklanacaktır.

5.1 Finansal Hizmetler Hareket Planı (Financial Services Action Plan, FSAP)

Tek Piyasa kapsamında finansal piyasa entegrasyonu adına 1999 yılında Avrupa Komisyonu Finansal Hizmetler Hareket Planı (Financial Services Action Plan, FSAP) ile Avrupa Birliği içindeki finansal piyasaların entegrasyonunu öngören detaylı bir plan yayımlamıştır. Finansal piyasaların entegrasyonu; regülasyonların ve denetimlerin de uyumlaştırılmasını gerektirdiğinden Lamfalussy süreci olarak bilinen süreç başlatılarak AB içinde finansal piyasaların gelişimine katkı sağlayacak düzenlemelerin tasarlanması öngörülmüştür.

Zamanla Tek Piyasanın hedeflerine uygun olarak finansal piyasaların entegrasyonunun artması ile birlikte özellikle bankalar kaynaklarını daha geniş bir piyasadan sağlamaya başlamışlardır. Bu durum bir yandan sınır ötesi bulaşma riskini arttırırken, bir yandan da kurumlar arası rekabetin artmasına ve kârların azalmasına neden olmuştur. Kârların azalmasıyla birlikte bankalar daha yüksek getirili-riskli yatırım alanlarına kaymışlar, geleneksel perakendecilik fonksiyonlarının yanında yatırım bankacılığı hizmetleri ve brokerlık gibi hizmetler de sunmaya başlamışlardır (Padoa-Schioppa (2003), Freixas (2001), Prati ve Schinasi (1999)).



Kaynak: Global Financial Development Veritabanı

Grafik 2.5 EPB 'de Finansal Gelişim

Grafik 2.5'te EPB'de finansal gelişim göstergesi ortaya konmuştur. Sürekli artan bir gelişim göstermektedir. Ancak bu durum beraberinde riskleri de getirmektedir. Bu risklerin bir kısmının elimine edilmesi ve Tek Finansal Piyasa hedefleri doğrultusunda finansal piyasaların düzenlenmesi ve denetlenmesi Lamfalussy süreci ile ele alınmıştır. Bir sonraki alt bölümde bu süreç ve getirdiği değişiklikler incelenecektir.

5.2 Lamfalussy Süreci

2001 yılında yayımlanan Lamfalussy Raporu'nun öncelikli hedefi menkul kıymetler piyasasındaki düzenlemelerin uyumlaştırılması olmuştur. Bu düzenleyici reform süreci dört seviyeden oluşmuştur. Birinci seviye AB çapında temel politika tercihlerinin yapıldığı, Komisyon ve AB Paramentosu tarafından regülasyon ve direktiflerin belirlendiği bir aşamadır. Bu aşamada temel ilkeler belirlendikten sonra ikinci aşamada iki yeni komitenin kurulması öngörülmüştür. Bunlar; Avrupa Menkul Kıymetler Komitesi (European Securities Committee, ESC) ve Avrupa Menkul Kıymetler Regülasyon Komitesi (Committee of European Securities Regulators, CESR)dir. Bu aşama daha çok teknik detayların belirlendiği bir aşamadır (Lamfalussy Raporu, 2001: 19). ESC ve CESR kurumlarının danışmanlık rolleri bulunmaktadır. Özellikle CESR piyasa ile yakın temas içinde bulunarak komisyona teknik tavsiyelerde bulunmakla yükümlüdür (Alford, 2006: 401). Üçüncü aşamada ise ulusal denetim otoriteleri arasında komiteler kurularak direktiflerin ve regülasyonların uygulanması yer almaktadır. Burada birinci ve ikinci aşamada alınan kararların günlük tutarlılıkları önem taşımaktadır. Rapora göre ulusal regülatörler bu aşamada oldukça önemlidir. Dördüncü aşama ise AB kurallarının uygulanıp

uygulanmadığının denetlendiği bir aşamadır. Komisyon üye ülkelerin AB mevzuatına uyup uymadıklarını denetlemekle ve gerekli önlemleri almakta görevlidir (Lamfalussy Raporu (2001)).

Kasım 2003'te Komisyon Lamfalussy sürecini bankacılık, sigortacılık ve meslek sigortalarını da içerecek şekilde genişletme kararı almıştır. Bu paket Mayıs 2004'te ECOFIN tarafından kabul edilmiş ve dört yeni komitenin kurulması kararlaştırılmıştır. Bunlar; Avrupa Bankacılık Komitesi (European Banking Comitee, EBC), Avrupa Sigortacılık ve Mesleki Emeklilik Komitesi (European Insuarance and Occupational Pensions Commitee, EIOPC), Avrupa Bankacılık Denetçileri Komitesi (Committee of European Banking Supervisors, CEBS) ve Avrupa Sigortacılık ve Mesleki Emeklilik Denetçileri Komitesi (Committee of European Insuarance and Occupational Pensions Supervisors, CEIOPS)'tir (EC (2004)).

Lamfalussy süreci her ne kadar Tek Piyasa idealleri adına uyumlaştırmaya gitmeye çalışsa da AB direktifleri sadece asgari kuralları belirlemiş, bu kurallar doğrultusunda uygulamalarda bulunmak ve denetim yapmak ulusal otoritelere bırakılmıştır. Para birliğini büyük ölçüde tamamlamış ABD'de ise federal çapta birçok düzenleyici otorite gözetim ve denetimden sorumludur. Eyalet bankaları var olsa da bunlar Federal Rezerv'in sistemine dahil olduklarında FED, sisteme dahil değilse de FDIC¹⁰⁵ tarafından denetlenmişlerdir (Yavuzarslan, 2011: 33).

5.3 Global Kriz Sonrası: Laroisère Raporu

Global kriz sonrasında yaşanan finansal istikrarsızlık süreci finansal sitemin düzenlenmesi ve denetlenmesi konusundaki görüşlerin yeniden gözden geçirilmesine neden olmuştur. Bu nedenle krizden sonra bir araya gelen G7 ülkeleri "*Finansal İstikrar Forumu*" adlı uluslararası bir platform kurma kararı almışlardır. Bu forumun amacı finansal istikrara katkı sağlayıcı düzenleyici ve denetleyici politikaların geliştirilmesi olarak belirlenmiştir. Ayrıca uluslararası bir koordinasyon da öngörülmüştür. Nisan 2009'da Londra'da gerçekleştirilen G20 Zirvesinde ise forum genişletilerek "*Finansal İstikrar Kurulu*" na dönüştürülmüştür.

¹⁰⁵ Federal Mevduat Sigorta Kurumu (Fedeal Deposit Insurance Corporation)

AB seviyesinde de finansal sistemin daha koordineli çalışması gerekliliği ortaya çıkmıştır. Ulusal düzenleyici ve denetleyici kurumlar mikro-ihiyati denetime odaklanmışlar ve yaşanan şokların sistemik etkilerini hesaba katmamışlardır. Lamfalussy sürecinde ulusal otoritelere serbestlikler sağlanmış, direktifler sonucunda kendi politik tercihlerine göre farklı uygulamalarda bulunmalarına izin verilmiştir. Aradaki koordinasyonu sağlayacak birlik çapında komiteler var olmasına rağmen bunların karar alma ve yaptırımında yetkinliklerinin olmaması risklerin elimine edilmesini engellemiştir (Laroisère Raporu (2009)).

Bu eksiklikleri gidermek, finansal denetim ve gözetimin etkinleştirilmesini sağlamak üzere Mart 2009'da Jacques de Laroisère başkanlığında toplanan grup finansal krizin nedenlerine dikkat çekmiş ve yeni finansal yapının nasıl olması gerektiğini ortaya koymuştur. Bu öneri Eylül 2010'da AB Pralementosu tarafından kabul edilmiştir. Finansal reform için dört temel ilke belirlenmiştir:

I. Makro-ihiyati denetimden sorumlu olacak AMB bünyesinde ancak yapı olarak AMB'dan bağımsız, Avrupa Sistemik Risk Kurulu (European Systemic Risk Board, ESRB) kurulması kararlaştırılmıştır. Bu kurulun görevi sistemik risklerin denetlemesi ve erken uyarı sistemi gibi çalışarak düzeltici tedbirlerin alınmasının sağlanmasıdır.

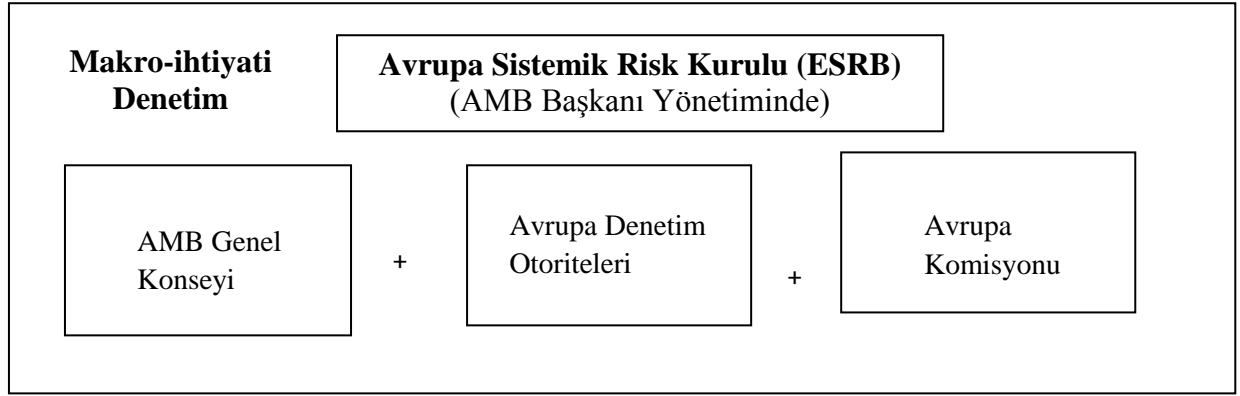
II. Mikro-ihiyati denetimden sorumlu olacak Avrupa Finansal Denetçiler Sistemi (European System of Financial Supervisors, ESFS) kurulması kararlaştırılmıştır. Bu sistem temelde üç otoriteden oluşmaktadır: Avrupa Bankacılık Otoritesi (European Banking Authority, EBA), Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi (European Securities and Markets Authority, ESMA) ve Avrupa Sigortacılık ve Mesleki Emeklilik Otoritesi (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA). Bu otoriteler Lamfalussy Komitelerinin geliştirilmesi ile oluşturulmuştur. Ayrıca bu otoritelerin ortak bir platformunun oluşturulduğu Avrupa Denetim Otoriteleri Ortak Komitesi (Joint Comitee of European Supervisory Authorities) kurulmuştur.

III. Bu komitelerin yanı sıra finansal sistem içindeki bozuklukları hedef alan regülasyonların gerçekleştirilmesi kararlaştırılmıştır. Bunlar özellikle krizde suçlanan kredi derecelendirme kuruluşları, sermaye standartları, muhasebe standartları, menkul

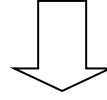
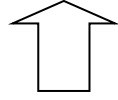
kıymetleştirilmiş ürünler ve türev ürünlerle ilgili tavsiyelerde bulunulmuş ve çeşitli direktifler yayımlanmıştır.¹⁰⁶

IV. Ayrıca kriz yönetimi ve çözümü ile ilgili sistemik risk içeren durumların belirlenmesi, ahlaki tehlike problemlerinin dikkate alınması ve banka iflaslarında vergi ödeyenlerin korunması gibi düzenlemelere gidilmiştir (Maser, 2010: 306)

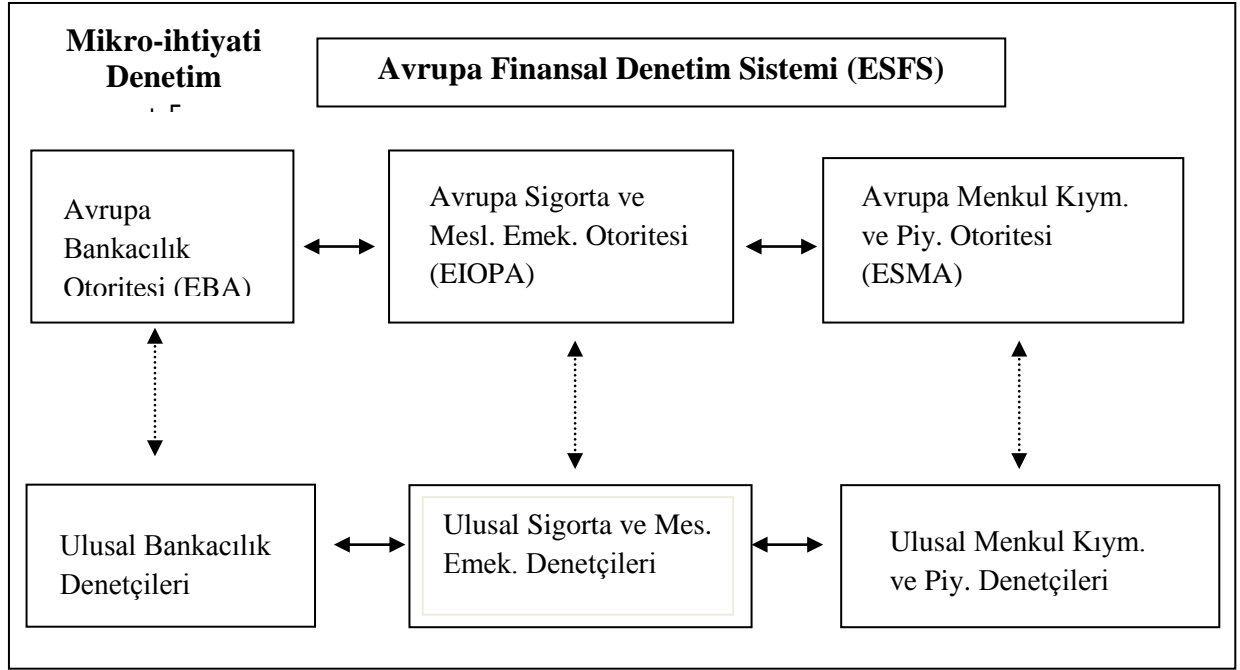
¹⁰⁶ Sermaye gereksinimi ile ilgili Temmuz 2013'te CRDIV direktifi yürürlüğe girmiştir. Bu yeni direktif Basel III çerçevesinde yayımlanmış ve sermayenin tanımı, daha fazla sermaye gereksinimi ağırlıklandırılmamış kaldıraç oranları gibi değişiklikler içermektedir. Sermaye gereksinimlerinin aynı yönlü devrevi (procyclical) özelliği sayesinde krizleri abartmasının önüne geçilmeye çalışılmıştır (bkz. Directive 2013/36/EU). Kredi derecelendirme kuruluşlarının ise daha şeffaf, daha etkin çalışması için Haziran 2013'te direktif yürürlüğe girmiştir. Bu direktifle bu kuruluşların denetlenmesi ve gerektiğinde cezalandırılması ESMA tarafından yapılacaktır (bkz. Directive 2013/14/EU). Türev ürünlerle ilgili tezgahüstü türev ürünler (Over-the-counter, OTC) ile ilgili Eylül 2010'da Avrupa Piyasa Altyapısı Regülasyonu (European Market Infrastructure Regulation, EMIR) yayımlanmıştır. Bu regülasyonla türev ürünlerin uygunluğunun denetlenmesi karşı tarafın belirlenmesi için ortak niteliklerin belirlenmesi gibi regülasyonları içermektedir.



Mikro-ihiyati denetim ile ilgili bilgi



Erken Risk Uyarısı



Kaynak: Larosière Raporu (2009: 57)

Şekil 2.2 Yeni AB Finansal Denetim Mimarisi

Şekil 2.2'de AB'de finansal istikrarı sağlamak üzere geliştirilen yeni yapının çerçevesi gösterilmektedir. Yeni yapıda otoritelerin görev ve yetkileri arttırılmıştır. Ancak daha önce nedenleri açıklandığı gibi Mayıs 2010'da Yunanistan'ın borçlarını geri ödeyemeyerek *troika*'nın yardımına başvurması finansal piyasalarda yeni bir şok etkisi yaratmıştır. Ardından da bu dalga birliğin diğer borçlu ekonomileri İrlanda ve Portekiz'e sıçramıştır. Ülkelerin borçlarını ödeyemez duruma gelmesi, bilançolarında bu ülkelerin

tahvillerini bulunduran bankalar açısından da bir şok etkisi yaratmıştır.¹⁰⁷ Bankaların kredi derecelendirmeleri düşmüş ve bankalar borç bulmakta zorlanmışlardır. Bilançolarındaki devlet tahvillerinin ne olacağının belirsiz olması bankaların birbirlerine karşı olan güvenlerini tamamen yitirmelerine neden olmuştur. Bir güven krizine dönüşen bu krizde karşı taraf riski artan bankalar, kredi vermeyi reddetmişler ve bankalar arası para piyasası durma noktasına gelmiştir. Bu piyasa ancak AMB'nin devreye girmesi ve aracılık hizmeti sağlamaya başlamasıyla işleyebilmiştir.

Angeloni ve Wolf (2012) devlet ve banka tahvillerinin CDS primlerinin¹⁰⁸ korelasyonlu olduğunu göstermişlerdir. Ülkelerin borç krizine girmesinin bankalara negatif etkisi dört kanaldan açıklanabilir. İlk olarak; tahvillerdeki değer kaybı, bankaların bilançosunun varlık kısmında direkt negatif bir etki yaratır ve bankaların kârlılığı düşer. Ayrıca bankaların bu kayıpları sonucu etkilenen bankalar açısından karşı taraf riskinin kaygılarını arttırır. Bu bankanın fon bulmasını zorlaştırırken, fon bulsa bile maliyetini arttırır. İkinci olarak, devlet tahvilleri; bankalar arası piyasada yaygın şekilde karşılık olarak kullanılmaktadır. Bu tahvillerin riskinin artıp, karşılık olarak uygunluğunun azalması bu piyasanın da kurumasına neden olur (Popov ve Van Horen, 2012: 2).

Üçüncü olarak devlet tahvillerinin kredi derecelendirmelerindeki bir düşüş; ilgili ülke bankalarının da düşük derecelendirilmesi neden olacaktır ki bu yine bankaların kredi bulma maliyetini arttırır. Son olarak borç krizine giren bir ülkenin açık ya da gizli uygulayacağı mevduat sigortasının da güvenilirliğini azaltacaktır (BIS (2011)). Sonuçta borç krizi; bankalara yansiyacak ve finansal istikrarı tehlikeye sokacaktır.

Ancak bankalarla devlet tahvilleri arasındaki ilişki tek boyutlu değildir. Bankacılık sektöründeki olumsuzluklar da ilgili ülkenin devlet tahvillerinin riskini arttırmaktadır. Bankaları sorunlu olan ülkelerde açık/gizli mevduat garantileriyle bu sorun bütçe açığı

¹⁰⁷ Kriz öncesi dönemde Avrupa bankaları bilançolarında önemli oranda devlet tahvili bulundurmaktaydılar. Bunun temel nedenlerinden biri de Sermaye Gerekliliği Direktifi(CRD) ve Basel II düzenlemeleri uyarınca ulusal para cinsinden çıkarılan tahvillerdeki ağırlıklandırılmış riskin %0 olarak hesaplanmasıdır. Böylece Avrupa Bankaları euro cinsinden tahvil bulundurdıklarında risksiz sayıldığından nispeten yüksek getirili Yunanistan, Portekiz gibi ülkelerin tahvillerine yatırım yapmışlardır (Popov ve Van Horen, 2012: 2).

¹⁰⁸ CDS; Kredi iflas takası anlamına gelmektedir. Bir alacaklının üçüncü bir tarafa belirli bir ücret karşılığında alacağını sigorta ettirmesi anlamını taşır. Bu ücret ise CDS primidir. CDS primi yükseldikçe alacağın riskli arttığı anlamına gelir.

şeklinde kendini gösterecektir¹⁰⁹ (Gerlach, Schulz ve Wolf (2010), Pisani-Ferry (2012)). Sonuçta bankacılık sisteminde ortaya çıkan bir istikrarsızlık, bütçeye ve dolayısıyla tahvillerin risk priminin artmasına neden olurken, tahvillerin risklerindeki artış da yeniden bankaları olumsuz etkilemektedir. Bir kısır döngüye dönüşen bu süreci kırmak için AB'de öncelikle borç krizinin çözümüne odaklanılmış ve çeşitli mekanizmalar geliştirilmiştir.

Yunanistan krizinin hemen ardından finansal istikrarı ve hatta Euronun geleceğini sağlamlaştırmak ve sorunlu ülkelere kredi vermek için iki kurum geliştirilmiştir. Bunlar; *Avrupa Finansal İstikrar Kolaylığı (European Financial Stability Facility, EFSF)* ve *Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması (European Financial Stability Mechanism, EFSM)*'dir. Ancak bu kurumlar yasal çerçeve eksikliğinden geçici nitelikte kurulmuştur. Kalıcı bir mekanizma olan *Avrupa İstikrar Mekanizması (European Stability Mechanism, ESM)* kurulmasına ise Kasım 2010 tarihinde ECOFIN toplantısında karar verilmiştir. Avrupa İstikrar Mekanizması'nın 700 milyar Euro tutarında sermaye tabanı vardır. Bu sermayenin 80 milyar Euro'luk kısmı ödenmiş sermaye olup geri kalanı hükümetler tarafından çekilebilir sermaye ve kefaletlerden oluşmaktadır ve 500 milyar Euro kredi sağlayabilmektedir. Bu mekanizmadan faydalanabilmek için ülkelere Komisyon, IMF ve talepte bulunan ülke tarafından üzerinde mutabakata varılmış ekonomik uyum programlarının uygulanması gibi şartlar sunmaktadır. Bu program dahilinde gösterilen performans, Komisyon tarafından izlenerek Konsey ve ESM yönetim kuruluna bildirilecektir. Kredi dilimlerinin serbest kalması bu raporlar sonucunda gerçekleşecektir (ABGS (2011)).

Hayata geçirilen bu mekanizmalar da devlet tahvilleri ve bankacılık sistemi arasındaki kısır döngüyü kırmakta yeterli olamamıştır. Bu kısır döngüyü kırmak adına daha sağlam bir finansal sektörün gerekliliği ortaya çıkmış ve AB Devlet Başkanları Haziran 2012'de Bankalar Birliği (Banking Union) kurma kararı almışlardır.

5.4 Bankalar Birliği (Banking Union)

ABD'de başlayan kriz tüm dünyayı etkilediği gibi; ABD ile sıkı finansal bağları olan Euro Bölgesini de etkilemiştir. Ancak krizin ana merkezi olan ABD, eyaletler bazında

¹⁰⁹ Örneğin İrlanda da bütçe 2006'da GSYİH'nın %2.9'u ve 2007'de %0.1'i kadar fazla verirken, hükümet krizden etkilen bankalara sağladığı mevduat garantileriyle yüksek bütçe açıkları vermiş ve borç krizine girmiştir. 2008'de bütçe açığı/GSYİH oranı %7.4, 2009'da %13.7 ve 2010'da %31.3' çıkmıştır.

Euro Bölgesi ülkelerinden daha hızlı bir toparlanma göstermiştir. Goodhart (2013)'a göre bunun en önemli nedenlerinden biri ABD'de federal bir bankacılık sisteminin bulunmasıdır. Örneğin Nevada, Arizona gibi eyaletler konut piyasasında şoktan en fazla etkilenen eyaletler olmuşlardır. Bu eyaletlerde faaliyet gösteren bankalar da bu şoktan etkilenmişler, sermaye enjeksiyonlarına ihtiyaç duymuşlar ve hatta iflaslarla yüzleşmişlerdir. Ancak hiçbir eyalet bu bankaların iflaslarını üstlenmek durumunda kalmamıştır.¹¹⁰ Oysa konut piyasasındaki çöküşten etkilenen Euro Bölgesi ülkeleri İrlanda ve İspanya'da bunun tam tersi bir süreç yaşanmıştır. Zor durumda kalan bankalarına sermaye enjekte eden, iflasları üstlenen ülkelere yansıyan mali yük, bu ülkelerin kredi derecelendirmelerinde düşüslere yol açmıştır. Bu da daha önce bahsedildiği üzere Euro Bölgesi devlet tahvilleri ve bankacılık sistemi arasındaki kısır döngüye neden olmuştur (Goodhart, 2013: 11).

Avrupa çapında faaliyet gösteren finansal kurumlar, kriz sonrasında kendi uluslarının yardımına muhtaç kalmışlardır. Sınır ötesi faaliyet gösteren bu kurumları kurtaran ulusal otoriteler, bankalarına riskli olan ülkelere kredi arzını kısımları konusunda telkinde bulunmuşlardır. Bu ulusal çıkarlarını düşünen otoriteler açısından anlaşılabilir bir durumdur. Yardımı sağlayan ülkedeki vergi ödeyen vatandaşlar, başka ülkelerdeki ihtiyatsız kredileri finanse etmek zorunda değildir. Ancak diğer taraftan bu davranış Euro Bölgesi finansal piyasaları için öldürücüdür. Özellikle de bankalararası para piyasasının kurmasına sebep olmuştur (Pisani-Ferry, vd. 2013: 2).

Yaşanan bu süreç ortaya koymuştur ki asimetric şoklara maruz kalan bir para birliğinde, bankalar birliği bir gerekliliktir. Bu gereklilik Euro Bölgesi Devlet Başkanları tarafından da fark edilmiş, Haziran 2012'de Bankalar Birliği (Banking Union, BU) kurma kararı alınmıştır. Bu doğrultuda Avrupa Komisyonu Kasım 2012'de bir taslak metin hazırlamıştır.

Bankalar Birliği (BU); Avrupa'da bankacılık sisteminin entegre yapısının korumak ve sağlamlaştırmak için gerçekleştirilen politikalar çerçevesini ifade etmektedir (Veron,

¹¹⁰ Gros (2012), çalışmasında Nevada ve İrlanda'yı karşılaştırmıştır. Nevada yapısal olarak İrlanda'ya benzemektedir ve Global Finansal Kriz sonrasında ciddi bankacılık problemleri ile yüzleşmiştir. Yazar, Nevada'ya krize müdahale kapsamında GSYİH'sinin %10'u kadar bir transfer yapıldığının, bankaların sorunu federal çapta hallediğinin altını çizmektedir. Oysa İrlanda'da bankacılık sektörüne yapılan destekler Borç Krizi'ne girmesinin en önemli nedeni olmuştur.

2012: 3). Finansal piyasalarda Tek Piyasa ideallerini gerçekleştirmek amacını taşımaktadır. Bu yönüyle 28 AB üyesini de bu birliğe üye olması gerekmektedir. Ancak İngiltere açıkça Bankalar Birliği'ne katılmak istemediğini dile getirmiştir. Finansal istikrarı sağlamak için Euro Bölgesi çapında bir Bankalar Birliği'ni desteklemesine rağmen; AB çapında gerekli olmadığına vurgu yapmaktadır (Pisani-Ferry, vd. 2013: 8).

Bu itirazlar sonucunda Bankalar Birliği temelde Euro Bölgesi için kurulmuş ancak Euro Bölgesi dışında kalan AB ülkelerinin de katılabileceği öngörülmüştür. Bankalar Birliği'nin üç temel ögesi bulunmaktadır. Bunlar;

- ✓ Tek Denetim Mekanizması (Single Supervisory Mechanism, SSM)
- ✓ Tek Çözüm Mekanizması (Single Resolution Mechanism, SRM)
- ✓ Uluslararası Mevduat Sigortası Sistemi (Supranational Deposit Insurance Scheme)'dir.

Tek Denetim Mekanizması(SSM)

Eylül 2012'de Komisyon, Lisbon Antlaşması 127(6) maddesi uyarınca Euro Bölgesi çapında ortak bir bankacılık denetim mekanizması kurulması konusunda öneride bulunmuştur. Aralık 2012'de SSM regülasyonu AB Konsyeyi'nde karara bağlanmış ve Bankalar Birliği'nin yol haritası çizilmiştir. 4 Kasım 2014'te yürürlüğe girmiştir. SSM ile Euro Bölgesinde faaliyet gösteren aktiflerinin büyüklüğü €30 milyardan ya da ilgili ülkenin GSYİH'nın %20'sinden fazla olan bankaların denetiminden AMB sorumlu olacaktır. Daha küçük bankaların denetimi ise ulusal otoritelere bırakılmıştır. Ancak AMB istediği takdirde bu bankaları da denetleyebilecektir (EC, Memo 13/679).

Avrupa Bankacılık Otoritesi (EBA)'nin de SSM ile uyumlu çalışması öngörülmüştür. EBA, Tek Pazarın önemli aktörlerinden biridir. Bu anlamda AB içindeki tüm bankalarda tek kural kitabı (single rulebook) uygulanmasını denetleyecektir. Böylece SSM'ye dahil olan ve olmayan bankaların denetiminin uyumlaştırılmasından sorumlu olacaktır (EC, Memo 13/679).

Tek Denetim Mekanizması AMB içinde denetim kurulu ile işlev görecektir ve kurulda ulusal denetçiler, bir başkan, bir başkan yardımcısı ve dört AMB üyesi yer

alacaktır. Bu kurulda taslak hazırlanacak ve nihai karar ise Yönetim Konseyi'nde alınacaktır (EC (2012)). Ancak Yönetim Konseyi Euro Bölgesine üye olan ülkelerin Merkez Bankası Başkanlarından oluşmaktadır. Oysaki SSM'ye Euro Bölgesi dışındaki ülkelerin de katılabileceği öngörülmüştür. Bu da yönetim problemleri yaratabilir. Sonuçta üye ülke Merkez Bankası Başkanlarının tam olarak bağımsız olarak karar vereceklerini düşünmek de hatalı olacaktır (IMF, 2013: 19).

Böyle bir denetim görevini üstlenmekle AMB, oldukça güçlü bir otorite durumuna gelmiş olacaktır. Üstelik bu otorite seçilmiş değil atanmışlardan oluşmaktadır ve bu nedenle de demokratik zaafiyet içermektedir. Ayrıca SSM ne kadar sistemin sağlamlığına fayda sağlasa da AMB şemsiyesi altında banka iflasları görülecek, bankanın itibarını düşürerek para politikasının itibarını da etkileyecektir (Schoenmaker, 2013: 4).

Tek Çözüm Mekanizması (SRM)

Bankaların büyük bir kısmının tek bir denetim mekanizması ile denetleniyor olması bankaların likidite sıkışıklığı, borçlarını geri ödeyememe (insolvency) gibi problemlerinin tamamen ortadan kalkacağı anlamına gelmemektedir. AMB tarafından denetlenen bankaların, ulusal çözüm mekanizmalarına tabi olması farklı uygulamalara ve karışıklıklara neden olabilecektir. Bu nedenle Komisyon, Lisbon Antlaşmasının 114. maddesi uyarınca Temmuz 2013'te Tek Çözüm Mekanizması (SRM) önerisinde bulunmuştur. SRM, SSM'ye tabi olan bir banka ciddi problemlerle karşılaştığında bankanın problemlerine çözümün reel ekonomi ve vergi ödeyenlere en az maliyetle çözülmesini hedeflemektedir. Bu kapsamda çözüm maliyetlerini karşılamak üzere de Tek Çözüm Fonu (Single Resolution Fund, SRF) kurulacaktır. Avrupa Komisyonu Başkanı, J.M. Barroso da konuşmasında bu konuyu vurgulamıştır; *"...Biz bankaların gelecekte batmasını engelleyemeyiz, ama SRM ile ve SRF ile bu maliyetlerin -Avrupa'lı vergi ödeyenlerin değil- bankaların üstlenmesini sağlamış olacağız"* diye açıkça belirtmiştir (EC(2013)).

Tek Çözüm Mekanizması çerçevesinde öncelikle AMB denetçi olarak sorunlu bankayı işaret edecektir. Ardından AMB, Avrupa Komisyonu ve ilgili bankaların bulunduğu (merkez ve şubeler) ilgili ülkelerin temsilcilerinden oluşan bir Tek Çözüm Kurulu (Single Resolution Board, SRB) oluşturulacaktır. Bu kurul hangi araçlar

kullanılacak SRF'ye ne kadar başvurulacak belirleyecektir. Kurulun önerileri doğrultusunda nihai karar Komisyon tarafından verilecek ve programın uygulanması ise ulusal çözüm otoritelerinin sorumluluğunda olacaktır. SRB ise bu süreci denetleyecektir.¹¹¹

SRM; öncelikle bankanın hissedarları ve kreditorlerinin maliyeti yüklenmesi (bail-in) üzerine bir plan hazırlayacaktır. Bu da vergi ödeyen vatandaşlar için bir maliyet olmayacağı anlamına gelir. Eğer bu yeterli olmazsa Tek Çözüm Fonu (SRF) devreye girecektir. Bu fon da, bankacılık sektörünün katkıları ile oluşturulacaktır. Banka mevduatlarının %1'i tutarında bir vergi alınacak ve bu fona devredilecektir. 2011 verilerine göre bu tutar yaklaşık €55 milyar civarındadır. Elbette ki bankacılık sistemi büyüdükçe bu fonun büyüklüğü de artacaktır. Bu ilk aşamadan sonra fona katkılar bankaların tiplerine ve iş modellerine göre farklı hesaplamalar doğrultusunda değişecektir. Bu hesaplamalarda taşınan risk baz alınacaktır (EC, Memo/13/675).

Komisyonun önerisinin 2014 yılı sonuna kadar Avrupa Parlamentosu'nda onaylanması beklenmektedir. Bu doğrultuda 2015 yılından önce yürürlüğe giremeyeceği açıktır. Bu geçiş sürecinde Bankacılık Kurtarma ve Çözüm Direktifi (Banking Recovery and Resolution Directive) geçerli olacaktır.

Uluslararası Mevduat Garantisi Sistemi

Global kriz sonrasında, ülkeler bankalardan mevduat kaçışını ve paniği önlemek üzere mevduat sigortasına sıklıkla başvurmuş ve uyguladıkları mevduat teminatını birbiri ardına arttırmışlardır. Ancak bu mevduat sigortaları ulusal olarak sağlandığı için ülkelerin kamu maliyelerin bozulmasına neden olmuştur. Avrupa'da Bankalar Birliği'nin tamamlanabilmesi için uluslararası bir mevduat sigortası sistemine ihtiyaç vardır.

Şu ana kadar tek mevduat sigortası sistemi oluşturulamamış, daha ziyade ulusal mevduat sigortası sistemlerinin uyumlaştırılması yoluna gidilmiştir. bu kapsamda Temmuz 2010'da Komisyon bir öneride bulunmuştur. Bu öneriye göre tüm AB ülkelerinde mudi başına teminat €100 000 olacak, ödeme yedi gün içinde tamamlanacak ve ulusal mevduat

¹¹¹ Komisyonun buradaki görevi çözüm çerçevesinin, Tek Pazar ve devlet yardımı (state-aid) ile ilgili AB kurallarına uyumluluğunu denetlemektir ve ayrıca mekanizmanın toptan bağımsızlığını ve hesap verilebilirliğini korumaktır.

sigorta fonları önceden oluşturulacaktır (IP/10/918). Ancak henüz tam bir anlaşma sağlanabilmiş değildir.

Mevduat sigorta sistemleri tek başlarına yeterli korumayı sağlayamamaktadır. Arkasında mutlaka bir mali savunma mekanizması gereklidir. Şu andaki sistem AB mevduat sigorta sistemleri arasında uyumlaştırmaya gitse de, bu mekanizmaların arkasında ulusal otoriteleri öngörmektedir. Bu öngörü mevduat sigorta fonunun tükenmesi durumunda ulusal otoritelerin devreye girmesi anlamına gelir ki, beraberinde devlet tahvilleri ve bankalar arasındaki kısır döngüyü kötüleştirir. Bunu önlemek için birlik çapında bir mali destek sağlanmalıdır. Uluslararası kapsamda ele alınabilecek bu fon, ulusal fonlar tükendiğinde devreye girecek şekilde dizayn edilebilir. Bu sistem Bankalar Birliği'nin kredibilitesini de artırır (Pisani-Ferry, vd. 2013: 14).

Olgunlaşmış bir para birliği örneği olan ABD'de benzer süreçler geçirmiştir. 1829-33 yılları arasında eyaletler arasında farklı mevduat sigortaları uygulamaları yer almıştır. Bu karışık ortama son vermek için FDIC oluşturulmuştur. Kısaca FDIC'te maliyetli bir öğrenme sürecinin ürünüdür. Mevduatlardan alınan primlerle oluşturulan bu sistemde fon tükendiğinde ABD hazinesinden de kredi alabilir. Sonuçta arkasında federal çapta bir destek vardır (Aizenman, 2012: 131).

ABD'ye göre genç bir para birliği olan EPB'de bu deneyimlerden ders alınmalıdır. Ortak bir mevduat garanti sistemi; riskin ülkeler arasında dağılmasına neden olduğu gibi sağlam bir mali desteğe de sahip olacağından, bankalar ve devlet tahvilleri arasındaki kısır döngüyü de ortadan kaldıracaktır. Bu yönüyle krizin önemli bir kısmını da çözüme kavuşturacaktır.

6. GLOBAL FİNANSAL KRİZ SONRASI UYGULAMADA FİNANSAL KRİZ YÖNETİMİ

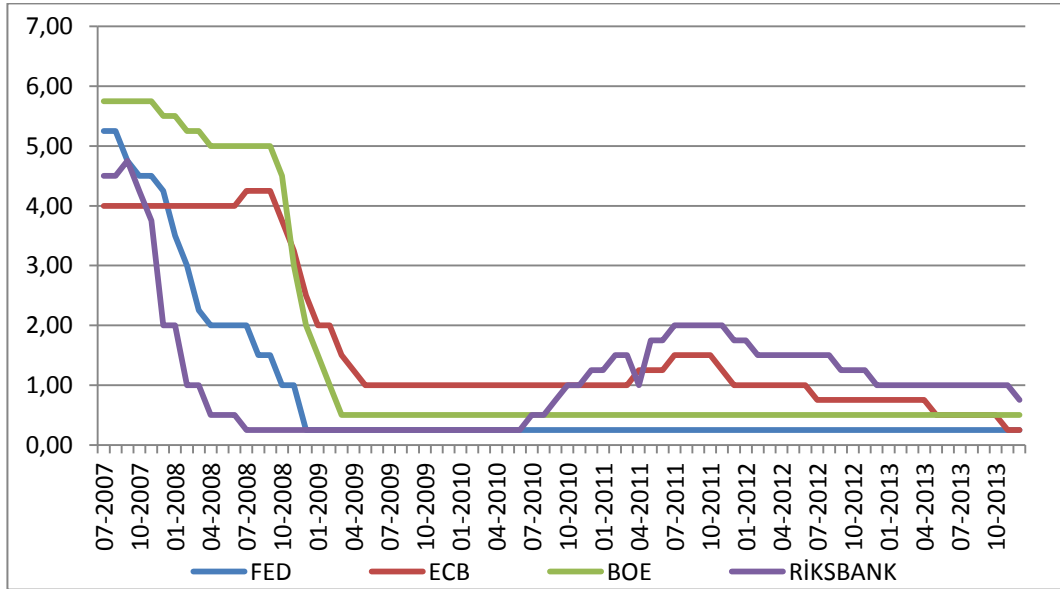
Global finansal krizle karşılaşan EPB finansal kriz yönetimi ile ilgili bir takım önlemler almış, kurumsal değişikliklere gitmiştir. Ancak hem bunlar için birlik çapında karara varılması uzun sürmüş hem de bu kararların yürürlüğe girmesi zaman almıştır. Oysaki kriz yönetiminde daha önce ortaya koyduğumuz gibi hız oldukça önemlidir. Bu nedenle uluslararası bir otorite ile kriz yönetimi yapmak mümkün olmamıştır. AMB görev alanını genişleterek bu yolda bir adım atmıştır. Borç Krizi yaşayan ülkelerde de Komisyon

kurtarma programlarına öncülük etmiştir. Ancak finansal kurumlara destek ve mali canlandırma programlarında ülkeler kendi başlarına müdahalede bulunmuşlardır.

Bu bölümde uygulanan bu politikalar incelenecektir. İnceleme yapılırken de para birliğine katılan ve katılmayan ülkeler -İngiltere ve İsveç- karşılaştırılacaktır. Ayrıca para birliğini tamamlamış olan ABD ile de bir kıyas yapılacaktır.

6.1 Para Politikası Önlemleri

Ağustos 2007'de başlayan çalkantılar esnasında da Merkez Bankaları bu çalkantıları önlemek için para politikasını gevşetme yoluna gitmişler ve bu anlamda politika faiz oranını düşürmüşlerdir. Grafik 2.6'da AMB, FED, BOE ve Riksbank'ın politika faiz oranları gösterilmektedir. Merkez Bankaları kriz başladığından beri politika faiz oranlarında önemli oranda indirimde gitmişlerdir. Krizin global bir yapı kazanmasından sonra; 8 Ekim 2008'de ise Fed, BOE, AMB, Riksbank, Kanada ve İsviçre Merkez Bankaları ortak bir kararla faiz oranlarını birlikte 0.5 puan indirmişlerdir.



Kaynak: Fed, ECB, BoE ve Riksbank

Grafik 2.6 Politika Faiz Oranları

Ancak Eylül 2008'de Lehman Brothers'ın iflası ile birlikte derinleşen krizde sadece faiz oranlarını indirmenin yeterli olmadığı ortaya çıkmıştır. Merkez Bankaları bu koşullar altında “*geleneksel olmayan para politikalarını (unconventional monetary policy)*”

devreye sokmuşlardır. Bu politikalar arasında bankalara ve finansal kurumlara kredi sağlamak, (özel ya da kamu) varlık alımlarında bulunmak, teminat çeşitliliğini arttırmak ve klavuz politikalar uygulamak gibi önlemler yer almaktadır.

Geleneksel olmayan para politikaları hakkında iki farklı yaklaşım bulunmaktadır. Bunlardan ilki bu politikaları geleneksel politikanın bir devamı gibi gören yaklaşımdır. Öncelikle faiz oranı düşürülür, faiz oranının sıfıra çok yakın olması durumunda (zero-lower bound), merkez bankaları para politikasının tutumunu belirlemek üzere bu yolu kullanmaktadır. Kısaca; geleneksel olmayan para politikası, geleneksel para politikasının tamamlayıcısıdır. Fed ve BOE'in yaklaşımı bu doğrultudadır. Genellikle klavuz politikalar ile birlikte uygulanır. Yeni Keynesyen makro modellere uygun olarak; reel faiz oranını düşürme imkânı kalmadıysa, enflasyonla ilgili bekleyişleri arttırmaya dayanır. İkinci yaklaşım ise AMB'nın yaklaşımıdır. Bu yaklaşıma göre faiz oranları fiyat istikrarı hedefine uygun olarak belirlenmiştir. Ancak bu oranın ekonomiye aktarımında kriz nedeniyle sıkıntılar yaşanmaktadır. Parasal aktarım mekanizmalarındaki bu sıkıntıyı çözmek üzere geleneksel olmayan para politikası önlemlerine başvurulmaktadır (Trichet (2013), Cour-Thirman ve Winkler (2013)). Zaten AMB bankalar arası para piyasasındaki problemleri hedef almak üzere faiz oranı düşürme imkânı olmasına rağmen bu önlemleri devreye sokmuştur.

Daha önce teorik temellerini ortaya koyduğumuz geleneksel olmayan para politikaları, Global Finansal Kriz sonrasında merkez bankalarınca sıkça kullanılmışlardır. Bu bölümde pratikte Merkez Bankalarının kullandıkları politikalar ve bu politikaların bilançolara yansımalarına bakılacaktır.

6.1.1 Likidite Desteği

AMB

Global kriz esnasında varlık fiyatlarının düşmesi bankalar arası para piyasasının da kurumasına neden olmuştur. Bu özellikle finansal olmayan şirketlerin başlıca fon kaynağının bankalar olduğu Euro Bölgesi ekonomileri için oldukça önemlidir.¹¹²

¹¹² Finansal olmayan şirketler fonlarının yaklaşık olarak %70'ini bankalardan sağlamaktadırlar. ABD'de ise bu yaklaşık olarak %38'dir. ABD'de sermaye piyasaları daha fazla öne çıkmıştır.

AMB'nın uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarının temel amacı Merkez Bankası aracılığını genişletmektir. AMB bankalar arası para piyasasının yerine geçmiştir. Bu kapsamda AMB, daha çok aracılık yaparak finansal sistemin çöküşünü engellemiş ve reel ekonomi üzerinde piyasa çalkantısının etkisini hafifletmiştir. Aldığı önlemler nedeniyle “son aracı mercii (intermediation of last resort)” deyimiiyle anılmaktadır (Giannone, vd. 2011: 11).

AMB ilk olarak; Ekim 2008’de ihale prosedürünü, değişken oranlı ihaleden *sabit oranlı tam tahsis* (fixed rate full allotment, FRFA) prosedürüne döndürmüştür. Bununla AMB, sabit orandan bankaların tüm ihtiyaçlarını karşılama yoluna gitmiştir. Bu prosedürü Mart 2010’da sonlandırmayı düşünmüş ancak Yunanistan krizi sonrası sürdürme kararı almıştır (Sczerbowicz, 2012: 11).

Krizin başından itibaren AMB, uzun vadeli yeniden fonlama operasyonlarını (long-term refinancing operations, LTRO)’nın vadesini 3 aydan 6 aya çıkarmıştır. Ayrıca Mayıs 2009’da AMB 1 yıl vadeli LTRO gerçekleştirmiştir (Cour-Thirman ve Winkler, 2013: 10). Aralık 2011’de ise borç krizinin İspanya ve İtalya’ya sıçrama ihtimalinin artmasıyla birlikte iki tane 3 yıl vadeli yeniden fonlama operasyonu gerçekleştirmiştir. Bu operasyonlarda bankalar 1 trilyon Euro kullanmışlardır. Bankalar arası para piyasasını fonlayan AMB; varlık satışlarının ve kredi tayinlamasının bu şekilde önüne geçmeye çalışmıştır (Sczerbowicz, 2012: 11).

Ayrıca bankaların bu fonlardan daha fazla yararlanmasını sağlamak için Ekim 2008’den itibaren teminat kolaylığına gitmiştir.¹¹³ Aralık 2008’den sonra ise varlığa dayalı menkul kıymetler (Asset-Backed Securities, ABS)’ler için kredi derecelendirme eşik değerlerinde indirim girmiştir.

FED

Ağustos 2007’den itibaren FED aktif bir şekilde piyasalara müdahale etmiştir. Ağustos 2007’den Eylül 2008’e kadar olan dönemde eşikaltı (subprime) mortgage

¹¹³ Bu anlamda AMB “BBB-“ derecelendirmeye kadar olan menkul kıymetleri teminat olarak kabul etmeye başlamış ancak “A-“ derecelendirmenin altında kalan derecelendirmeli menkul kıymetlerde ek olarak kredi riski taşına başvurmuştur.

piyasasındaki sıkıntılar nedeniyle finansal kurumların teminatlarını değerleri hızla düşmüştür. Bu da bankalar arası para piyasasının işlerliğini sınırlamıştır.

Bu piyasayı rahatlatmak adına FED iskonto penceresinden kredi vermeyi arttırmıştır. Ancak hem vadeyi uzatmak hem de daha kapsamlı bir program ele almak üzere Aralık 2007’de TAF (Term Auction Facility) programını başlatmıştır. Bu programda katılan bankalarda ihale süreci en düşük faiz oranını ihaleye katılanların tamamına uygulanması şeklinde gerçekleşmektedir. TAF’la birlikte iki haftada bir FED 20 milyar dolardan fazla bir miktarda ihaleye çıkmıştır. Birçok ihalede ise bu tutar 150 milyar dolara ulaşmıştır. Bu programdaki krediler Mart 2009’da, 493 milyar dolarla en yüksek seviyesine ulaşmıştır (Labonte, 2010: 5). Bu program Şubat 2010’da son bulmuştur.

Bir diğer likidite programı ise PDCF (Primary Dealer Credit Facility)’dir. 16 Mart 2008’de başlatılan bu programda; FED piyasa yapıcısı bankalara, ki bunlar güvenli ve sağlam bankalardır, kredi vermeyi arttırmıştır. Bu programdan borçlanma seyrek olmuş ve program Ocak 2010’da son bulmuştur (Labonte, 2010: 10).

BoE

İngiltere finansal sistemi ABD’de başlayan krizden diğer AB ülkelerine göre daha fazla etkilenmiştir. Bunun en önemli nedenlerinden biri İngiltere’de bankaların eşikaltı mortgage ürünlere daha fazla yatırım yapmış olmasıdır. Ayrıca bankalar mevduat toplamak yerine finansal sistemden borçlanma yolunu seçmişlerdir. Bu nedenle de eşikaltı mortgage piyasalarında başlayan krizden direkt etkilenmişlerdir.

Bankacılık sistemini desteklemek üzere Aralık 2007’den beri uzun vadeli repo operasyonlarında teminatlar genişletilmiştir. Buna ek olarak hazır kolaylıklar (standing facility), operasyonel hazır kolaylıklarla değiştirilmiş ve bu kolaylıklardaki spread 100 baz puandan 25 baz puana düşürülmüştür (OECD, 2009i: 29).

Nisan 2008’de ise BOE; bankaların yüksek kaliteli mortgage’a dayalı diğer menkul kıymetlerini hazine bonoları ile değiştirmeye dayanan Özel Likidite Tasarısı (Special Liquidity Scheme) programı başlatmıştır. Programın amacı bankaların bilançolarındaki likit olmayan varlıkların likit varlıklarla değiştirilmesidir. 30 Ocak 2009’da sona ermiştir.

İskonto penceresi kolaylığı (Discount Window Facility) ile Ekim 2008'den itibaren itibaren geniş bir teminat seçeneği karşılığında 30 gün vade ile bankaların borçlanması sağlanmıştır. Bu kolaylık bankalara 50 baz puandan 400 baz puana kadar bir spreadle uygulanmıştır. Ocak 2009'da vade 36 aya kadar çıkarılmıştır (OECD, 2009i: 29).

Uygulanan parasal canlandırma programlarına rağmen hanehalklarına ve finansal olmayan şirketlere sağlanan kredilerin yeterli düzeyde olmaması ve buna bağlı olarak da yatırım ve üretim düzeyinin yatay seyretmesi sonucu BOE; Temmuz 2012'de yeni önlemler almaya karar vermiştir. Bu kapsamda da Kredi için Fonlama Tasarısı (Funding For Lending Scheme) başlatılmıştır. Bu programa göre, bankalar finansal olmayan şirketlere ve hanehalklarına verdikleri kredileri arttırdıkça daha uygun koşullarda ve daha büyük miktarlarda bu imkandan yararlanabileceklerdir (BOE, 2012: 310).

Riksbank

Kriz İsveç ekonomisini ihracat kanalından etkilemiştir. İhracat odaklı büyüme modeline dayanan ekonomi, ihraç piyasalarının çökmesi ile birlikte etkilenmiştir. Ekim 2008'de Riksbank sabit faizli, tek fiyatlı ihale yapmaya başlamış ve bankalararası piyasadaki sıkışıklığı önlemeye çalışmıştır. Şubat 2009'dan beri ise değişken faizli, 3 ve 6 ay faizli kredilerle fonlamaya başlamış ve Mayıs 2009'da 12 aylık kredileri başlatmıştır. Kasım 2009'a kadar üç tane sabit ve düşük faizli kredi sunmuştur. Bu ihalelerde toplamda 296,5 milyar SEK likidite sunmuştur, bu da İsveç'in GSYİH'sinin yaklaşık %9'u kadardır (Elmer, vd. 2012: 5). Ancak Nisan 2010'da artık 3 ve 6 ay vadeli kredi sunmayacağını duyurmuştur. Bu krediler 28 günlük olarak sağlanmaya devam etmiştir. Bankalara teminat kolaylığı sağlanmış ve ticari kağıtlar teminat olarak kabul edilmeye başlanmıştır. Bu kapsamda teminat olarak kabul edilen menkul kıymetler için belirlenmiş kredi derecelendirme eşik değerleri de düşürülmüştür. Ayrıca bu geçici kredi kolaylıklarından daha fazla bankanın yararlanabilmesi için de uygun (eligible) bankaların sayısı arttırılmıştır (OECD, 2011g: 41).

Ayrıca FED, AMB, BoE ve Riksbank arasında swap hatları kurularak yabancı para fonlamaya da gidilmiştir. Bu kapsamda Riksbank ve AMB dolar kredileri de sağlamışlardır. Ayrıca AMB dışında diğer tüm merkez bankaları zorda olan finansal

kurumlara özel likidite destekleri sağlamışlardır. İleriki bölümlerde bu konu daha detaylı incelenecektir.

6.1.2 Varlık Alımları

AMB

Euro bölgesinde tahvil alımları yine öncelikle bankaların sıkıntıları çözmek için kullanılmıştır. İpotekli tahviller (covered bonds); bankalar için birincil fon kaynağıdır. Bu piyasadaki sıkıntıları çözmek için, AMB iki defa tahvil alım programı (covered bond purchase program, CBPP) başlatmıştır. Bunlardan ilki Haziran 2009'da başlamış ve Haziran 2010'a kadar sürmüştür. Bu program kapsamında AMB 60 milyar euro ipotekli tahvil alımında bulunmuştur. İkinci program ise Ekim 2011-Ekim 2012 arasında uygulanmış ve 40 milyar euro tutarında tahvil alınmıştır.

Yunanistan krizi sonrasında özellikle sorunlu ülkelerde devlet tahvillerinin getirileri çok yüksek seviyelere ulaşmıştır. Devlet tahvilleri parasal aktarımın önemli bir yerinde durmaktadır. Öncelikle bu tahviller, diğer tahvillerin fiyatlanmasında çıpa olarak kabul edilmektedir. İkinci olarak da bankalar arası para piyasasında teminat olarak kullanılmaktadır. Riskli olarak görülen tahvilleri teminat olarak kabul etmek istemeyen bankalar bu piyasaya kredi sağlamak isteksiz davranmışlardır. Bu sorunu çözmek üzere AMB, Mayıs 2010'da Menkul Kıymetler Piyasası Programı (Securities Market Programme, SMP) başlatmıştır. Bu programın amacı ikincil piyasalardan¹¹⁴ özel ve kamu menkul kıymetlerini satın alarak, özellikle devlet tahvillerinin getirilerindeki inanılmaz artışı önlemek ve hükümetlere çözüm bulmaları için zaman kazandırmaktır (Cour-Thirman ve Winkler, 2013: 14). Eylül 2012'de yerini Doğrudan Parasal İşlemler Programına (Outright Monetary Transactions, OMT) bırakmıştır.

2012'nin başlarında İspanya bankacılık sisteminde yaşanan sıkıntılar ve Euro'nun geleceğinin tartışılmaya başlaması sonucunda AMB Başkanı Draghi konuşmasında "*Euro'yu kurtarmak için ne gerekirse yapılacağını*" açıklamıştır. Bu açıklamanın ardından Doğrudan Parasal İşlemler (OMT) ile yeni bir tahvil alım programı başlatmıştır. Bu programın SMP'dan farkı EFSF ya da ESM'ye katılım koşuluna bağlı olmasıdır (AMB, Basın Duyurusu, 6 Eylül 2012). Kısaca AMB, öncelikle ülkelerin ahlaki tehlike (moral

¹¹⁴ AMB'nin birincil piyasalardan devlet tahvili alması yasaklanmıştır.

hazard) problemlerine karşı kamu maliyelerini düzeltmek için gerekli önlemleri almalarını istemektedir.

FED

Avrupa'dan farklı olarak Amerika'daki finansal olmayan şirketlerin ana fon kaynağını sermaye piyasaları oluşturmaktadır. Kriz öncesi dönemde kredi sağlama fonksiyonu artan bir oranla gölge bankacılık sistemine kaymaya başlamıştır. Bu sistemde regülasyon boşlukları nedeniyle finansal kuruluşlar kaldıraç oranları ve bununla birlikte kârlarını arttırmışlardır. Ayrıca bu kurumlar; varlığa dayalı ticari kağıtlar (ABCP), varlığa dayalı menkul kıymetler (ABS), teminatlı borç sentleri (CDO) gibi tekniklerle riski koruma altına aldıklarını varsaymışlardır. Bu sistemdeki en önemli zayıflık ise bu kurumların hiçbirinin mevduat sigortası ya da merkez bankalarının likiditesine ulaşma imkânına sahip olmamasıdır. Lehman Brothers'ın batmasından sonra bu piyasalardan kaçışlar başlamıştır. Eylül 2008'den sonra FED özellikle gölge bankacılık kesimini hedef alan sayısız önleme başvurmuştur (Ceccioni, vd. 2011: 13).

Bu kapsamda ABCP Para Piyasası Fonu Likidite Kolaylığı (ABCP Money Market Fund Liquidity Facility) Eylül 2008'de başlatılmış, FED mevduat kurumlarına ABCP para piyasası yatırım fonlarına yatırım yapmak üzere likidite sunmuştur. Buradaki amaç bu fonlardaki kağıtların acil satışları (fire sales) sonucu fiyat düşüşlerinin önüne geçmektir. Benzer amaçla Ticari Kağıt Fonlama Kolaylığı (Commercial Paper Funding Facility, CPFF) başlatmıştır. Amacı ticari kağıt çıkaranlara likidite desteği sağlamak ve özel yatırımcıların ilgisini tekrar bu piyasaya çekmektir. Vadeli Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler Kredi Kolaylığı (Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF), Kasım 2008'de ABS piyasasını harekete geçirmek üzere geliştirilmiştir. Direkt olarak bu menkul kıymetleri almaktansa, yeni çıkarılmış ABS'lere yüksek kredi derecelendirmesi vermiş ve bankaların bu menkul kıymetleri teminat olarak kullanarak kredi almasını sağlamıştır (Labonte, 2010: 11).

Kasım 2008'de ayrıca FED, konut piyasasında kredi sürecini desteklemek üzere ilk Büyük Miktarda Varlık Alım (Large Scale Asset Purchase, LSAP1) programı kapsamında 175 milyar dolarlık kamusal menkul kıymet (agency debt)¹¹⁵ ve 1.25 trilyon dolarlık

¹¹⁵ Bu kamusal menkul kıymetler Fannie Mae, Freddie Mac ve Ginni Mae'ye aittir.

mortgage'a dayalı menkul kıymet (mortgage-backed securities, MBS) alımında bulunacağını açıklamıştır. Bu özellikle sorunlu olan konut kredisi piyasası için düşünülmüştür. Ayrıca özel kredi piyasalarını desteklemek üzere de 300 milyar dolarlık uzun vadeli hazine tahvili alımında bulunacağını açıklamıştır.¹¹⁶ Ekonomik toparlanmayı desteklemek için FED Kasım 2010'da bilançosunda genişlemeye gideceğini ve ikinci Büyük Miktarda Varlık Alım (Large Scale Asset Purchase, LSAP2) programı kapsamında 600 milyar dolar tutarında uzun vadeli devlet tahvili alımında bulunacağını açıklamıştır¹¹⁷ (Cecioni, vd. 2011: 14).

İkinci miktarsal genişleme programından sonra FED, altı ay herhangi bir politika uygulamamıştır. Ancak düşük büyüme ve işgücü piyasasının zayıf performansı yeni bir program ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Bu kapsamda Eylül 2011'de Vade Uzatma Programı (Maturity Extension Program) başlatmıştır. Fed bu politikayı ilk defa 1961 yılında uygulamıştır ve "operation twist" olarak bilinmektedir.¹¹⁸ Amaç uzun vadeli varlıkların getirisini düşürerek, getiri eğrisinin eğimini azaltmaktır. Merkez bankasının bilançosunun varlık kısmında uzun vadeli varlıkların payı artarken kısa vadeli varlıkların payı azalır, ancak toplam varlıklar ya da bilanço büyüklüğü değişmez. Bu program kapsamında 400 milyar dolarlık uzun vadeli hazine tahvili satmış, bunun karşılığında kısa vadeli olan tahvilleri satın almıştır. Programın Haziran 2012'de bitmesi beklenirken Fed yılsonuna kadar uzatma kararı almış ve 267 milyar dolar daha hazine tahvili satın almıştır (Labonte, 2013: 8).

Eylül 2012'de ise üçüncü Büyük Miktarda Varlık Alım (Large Scale Asset Purchase, LSAP3) programını¹¹⁹ başlatmış ve bu kapsamda ne zaman sonlandırılacağı belirtilmeden aylık 40 milyar dolarlık kamusal mortgage'a dayalı menkul kıymet (agency MBS) satın alacağını bildirmiştir. Kasım 2012'de ise bu programa 45 milyar dolar hazine tahvili alımı eklemiştir (IMF, 2013a: 10).¹²⁰

¹¹⁶ Bu tahvil alım programı Miktarsal Genişleme1 (Quantitative Easing, QE1) olarak da bilinir.

¹¹⁷ Miktarsal Genişleme2 (Quantitative Easing, QE2)

¹¹⁸ Operation twist adıyla bilinen bu program, altın standardında kısıtlanmış bir ekonomide daha fazla canlanma sağlamak adına ortaya atılmıştır. Ancak bu programın da başarılı olmadığı yönünde tartışmalar vardır (Mishkin, 2010: 14).

¹¹⁹ Miktarsal Genişleme3(Quantitative Easing, QE3)

¹²⁰ Bu program kapsamındaki varlık alımlarını Bernake Haziran 2013'te azaltmaya başlayacaklarını açıklamıştır. "Tapering" olarak da adlandırılan bu varlık alımlarının kademeli olarak azaltılmasına Eylül 2013'te başlanmıştır. 29 Ekim 2014'te ise FED varlık alımlarını tamamen sonlandırmıştır.

BOE

BOE portföy denge kanalına önem verdiğiinden daha çok banka dışı finansal kurumların elinde bulunan uzun vadeli varlık alımlarına yönelmiştir. Ocak 2009'da Varlık Alım Kolaylığı (Asset Purchase Facility, APF)'ni duyurmuştur. Bu kapsamda banka; devlet tahvili (gilts), şirket tahvilleri ve ticari kağıt alımında bulunmuştur. İlk açıklandığında 50 milyar sterlin tavana sahipken Şubat 2010'da 200 milyar sterlin'e çıkarılmıştır. Ayrıca Mart 2009'da bu kolaylık para politikasının bir aracı haline gelmiştir ve para yaratılarak finanse edilmiştir. Ne kadar varlık alımında bulunacağına ise Para Piyasası Komitesi (Monetary Policy Comitee, MPC) kendi karar verecektir (EP, 2012: 20). Ekim 2011'de ise Varlık Alım Kolaylığı² (Asset Purchase Facility, APF2) devreye sokulmuştur. Bu yeni varlık alım programında ise tavan 175 milyar sterlin olarak belirlenmiştir (IMF, 2013a: 10).

Riksbank herhangi bir varlık alımında bulunmamıştır. Bono ve mortgage'a dayalı menkul kıymet alımı tartışılmış ancak yönetim konseyi alınan önlemlerin yeterli olduğunu ve daha fazla önleme gerek olmadığı kararına varmıştır (Elmer, vd. 2012: 5).

6.1.3 Klavuz Politika (Forward Guidance)

Bu politika önlemi, merkez bankalarının iletişim kanallarını kullanarak piyasa beklentilerini yönetmesini gerektirir ve merkez bankasının bu gevşek para politikasını bir müddet daha devam ettireceğinin beklentisini oluşturarak kullanılır. Böylece uzun vadeli faiz oranlarının düşerek getiri eğrisinin yatıklaşması beklenir (IMF, 2013a: 8). **Fed** de bu politikaya sıklıkla başvurmuştur. Aralık 2008'de Federal Açık Piyasa Komitesi (Federal Open Market Comitee, FOMC) federal fon oranlarının "bir süre daha" 0-0,25 aralığında kalacağını açıklamıştır. Mart 2009'da dil biraz daha keskinleştirilerek "uzun bir süre (extended period of time)" ifadesi kullanılmıştır. Ağustos 2011'de ise "2013'ün ortaları" olarak belirli bir tarih verilmiştir. Ancak zayıf toparlanma sonrasında bu tarih birkaç defa ötelenerek "2015 ortaları" olarak değiştirilmiştir. Aralık 2012'de Fed hedef tarihini ekonomik bir şarta bağlamış ve işsizlik oranının %6.5'in altına düşmediği ve enflasyonun %2'nin yarım puanla bir puan arası üstünde olmadığı sürece bu faiz oranlarının devam edeceği açıklamasında bulunmuştur. Böyle bir ekonomik verinin kullanılması bu politikanın "eşik kuralı (treshold rule)" ya da "eşik klavuzluğu (treshold guidance)" olarak

adlandırılmasına neden olmuştur (IMF (2013a), Labonte (2013), Bowdler and Radia (2012)).¹²¹

Benzer şekilde **Riksbank**'da bu kanalı kullanmıştır. Nisan 2009'da 50 baz puanlık bir faiz indiriminin ardından "repo oranının"¹²² 2011 başına kadar düşük seviyede kalmasını beklediklerini açıklamıştır. Ayrıca Para Politikası Güncelleme (Monetary Policy Update) raporunda da teyit edilmiştir. Bu açıklamada %0.5 oranının en düşük faiz oranı sınırı olduğukabulü vardır. Ancak Temmuz 2009'da Riksbank faiz indirimine gitmiş ve faizleri %0.25 düzeyine indirmiştir. Woodford (2012: 31)'a göre Riksbank'ın bu klavuz politikası (forward guidance) piyasa beklentilerini etkilemekten uzak kalmıştır ve Fed'e göre daha başarısızdır.¹²³

AMB ise bu politikayı diğer Merkez Bankalarına göre daha yeni kullanmaya başlamıştır.¹²⁴ Temmuz 2013'te Yönetim Konseyi faiz oranlarının şimdiki düşük düzeyinde "uzun bir süre" daha devam edeceğini bekledikleri açıklamasını yapmıştır. Bu bekleyiş; enflasyon oranının orta vadede bastırılmış reel ekonominin geniş kapsamda zayıf olması ve zayıf parasal dinamiklere dayanmaktadır (Draghi (2013)). Bu açıklaması ile AMB; Euro Bölgesinde toparlanmanın daha uzun süreceğini beklediğinin ve toparlanma olana kadar parasal desteğin devam edeceğinin vurgusunu yapmaktadır.

Klavuz politikayı en yeni gündemine alan Merkez Bankası ise **BOE**'dir. Para Politikası Komitesi (MPC), enflasyon raporlarında beklentilerini açıklasa da faiz oranlarında ileriye dönük açıklamada bulunmamıştır. Ancak 1 Ağustos 2013'teki toplantısında zayıf büyüme dinamikleri ve işgücündeki zayıf toparlanma sonucu Komite açık bir klavuz politika izlemeye karar vermiştir. MPC; işsizlik oranı %7 "eşik değerinin" altına düşmediği sürece, politika faiz oranının %5'in üstüne çıkarılmayacağını duyurmuştur. Ancak burada bir takım şartların var olduğunun da altını çizmektedir.

¹²¹ Fed tüm klavuz politika tiplerini uygulamıştır. Öncelikle kalitatif klavuz politika uygulamış sonrasında ise daha açık olmak adına tarihe bağlamıştır. Ancak krizinin şiddeti dolayısıyla toparlanmanın daha geç olacağı farkedilince bu tarih uzatılmıştır. Son olarak ise Fed eşik-bazlı klavuz politika uygulamasına geçmiştir.

¹²² Riksbank; repo oranını 1994'ten beri politika faiz oranı olarak kullanmaktadır. Repo oranından bankalar Merkez Bankasından 7 gün vade ile borç alıp, verebilirler (Bkz. <http://www.riksbank.se/en/Interest-exchange-rates/Repo-rate-table/>).

¹²³ Bu başarısızlığın en önemli nedenlerinden biri takvim bazlı klavuz politika uygulanıp takvime bağlı kalınmamış olmasıdır.

¹²⁴ Daha önceden bu politikayı uygulamamasının nedeni aslında geleneksel olmayan para politikalarını faiz oranı sıfır bandına yaklaşımadan uygulamaya başlamasıdır. klavuz politika ile uzun vadeli faiz oranlarını düşük tutmaya ihtiyacı yoktur, zaten faiz oranları Temmuz 2012'ye kadar %1'in altına düşmemiştir.

MPC'nin görüşüne göre 18-24 ay vadede enflasyon oranları bekleyişi hedef değer olan %2'yi yarım puan aşmadığı, orta vadede enflasyon bekleyişlerinin tam olarak çıpalandığı ve finansal istikrar bir tehdit olmadığı sürece bu politika faiz oranı devam ettirilecektir (BOE, 2013: 5).¹²⁵

6.1.4 Merkez Bankalarının Bilançolarına Etki

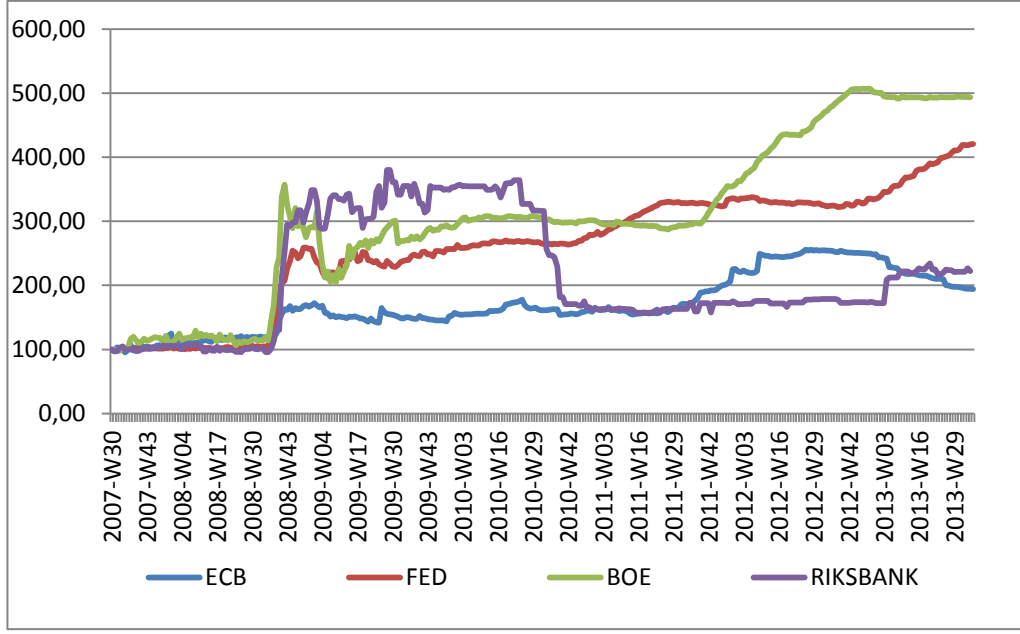
Geleneksel olmayan para politikaları genel yapı itibari ile merkez bankasının bilançosunu arttırdığından daha önce değindiğimiz gibi Borio ve Disyata (2010) bu politikalara “bilanço politikaları” adını vermiştir.¹²⁶ Grafik 2.7’de incelenen merkez bankalarının toplam varlıkları gösterilmiştir. Krizin başlangıç tarihi olan Ağustos 2007’deki seviyeleri 100 olarak kabul edilmiş ve değişim izlenmiştir. Lehman Brothers’ın battığı tarih olan 2008 Eylül’e kadar bilançolarda bir artış yaşanmamıştır. Krizin ilk başladığı dönemde, bu boyutlara ulaşacağı düşünülmediğinden enflasyonist kaygılarla strelizasyona başvurulmuştur.^{127,128}

¹²⁵ BoE’in uyguladığı eşik değer bazlı klavuz politika biraz karmaşık görülmektedir. Bu aslında eşik değer bazlı klavuz politikanın bir özelliğidir. Fed’in eşik değer bazlı klavuz politika açıklaması 100 kelime içerirken, BoE’in ki 200 kelime içermektedir (Filardo ve Hofmann, 2014: 42).

¹²⁶ Ancak bazı geleneksel olmayan politikalar bilançoyu etkilemez. Örneğin klavuz politika, sadece bekleyişleri yönetmeye yöneliktir ve bilançoyu etkilemez. Ayrıca Fed’in uyguladığı Vade Uzatım Programı (Maturity Extension Programme) gibi programlar merkez bankasının bir yandan varlık alıp bilançosunu genişletirken diğer yandan da varlık satarak bu değişimin etkisini yok eder.

¹²⁷ Strelizasyon genelde daraltıcı açık piyasa işlemleri ile yapılmaktadır, yani merkez bankası hazine bonusu satın almaktadır. Bu da varlıklardaki artışı sınırlamaktadır.

¹²⁸ Ancak sağlanan bu kolaylıklar sonucu beklenildiği kadar bir enflasyon yaratmamıştır, bankaların aşırı rezerv tutması bunun en önemli nedenidir. Amerikan Bankalarının Fed nezdinde tuttuğu aşırı rezervler Ağustos 2008’de 44 milyar dolarken Aralık 2008’de 802 milyar dolara ulaşmıştır (Labonte, 2010: 34).



Kaynak: Merkez Bankaları Web Siteleri ve kendi hesaplamalarımız.

Grafik 2.7 Merkez Bankaları Toplam Varlıklar (1 Ağustos 2007=100)

Grafik 2.7'ye göre en büyük değişim BOE'nin bilançosunda izlenmektedir. Toplam varlıklar neredeyse 5 katına ulaşmıştır. Fed de ise hiç görülmediği kadar artmış ve 3 trilyon 600 milyar dolara ulaşmıştır. AMB de ise artış diğer merkez bankalarına göre sınırlı kalmıştır. Daha büyük bir bilanço ile krize giren AMB'de artış en fazla 2.5 kat olmuştur.¹²⁹ Riksbank ise bankalara sağladığı kredi kolaylıkları ile 2009 yılında bilançosunu arttırmış, bu kredilerin sona erdirilmesi ve vadelerinin de bitmesi ile toplam varlıkları azalmaya başlamıştır.

Tablo 2.6'da AMB'nin bilanço kalemleri ayrıntılı olarak gösterilmiştir. Tablodan da izlenebildiği üzere, Euro Bölgesi kredi kurumlarına verilen krediler €400 milyar'dan €790 milyara yükselmiştir. Bu artışın önemli bir kısmı da uzun dönemli repodan gelmektedir. Ancak asıl önemli artış menkul kıymetlerde olmuştur. Daha önce sadece para politikası amacıyla, teminat olarak tutulan menkul kıymetler SMP ve OMT ile ikincil piyasalardan da alınmaya başlamıştır. Yükümlülük kısmında ise kredi kurumlarına olan yükümlülükler önemli bir artış göstermiştir. Kısaca; verilen kredilerin önemli bir kısmı mevduat olarak AMB'ne dönmüştür.

¹²⁹ 2007 yılının ikinci çeyreğinde AMB'nin Toplam Varlıkları GSYİH'nin yaklaşık %13'ü civarındayken aynı tarihte Fed'in %6.3'ü ve BOE'nin ise %6.8'i kadardır.

Tablo 2.6 AMB Bilançosu (Milyon €)

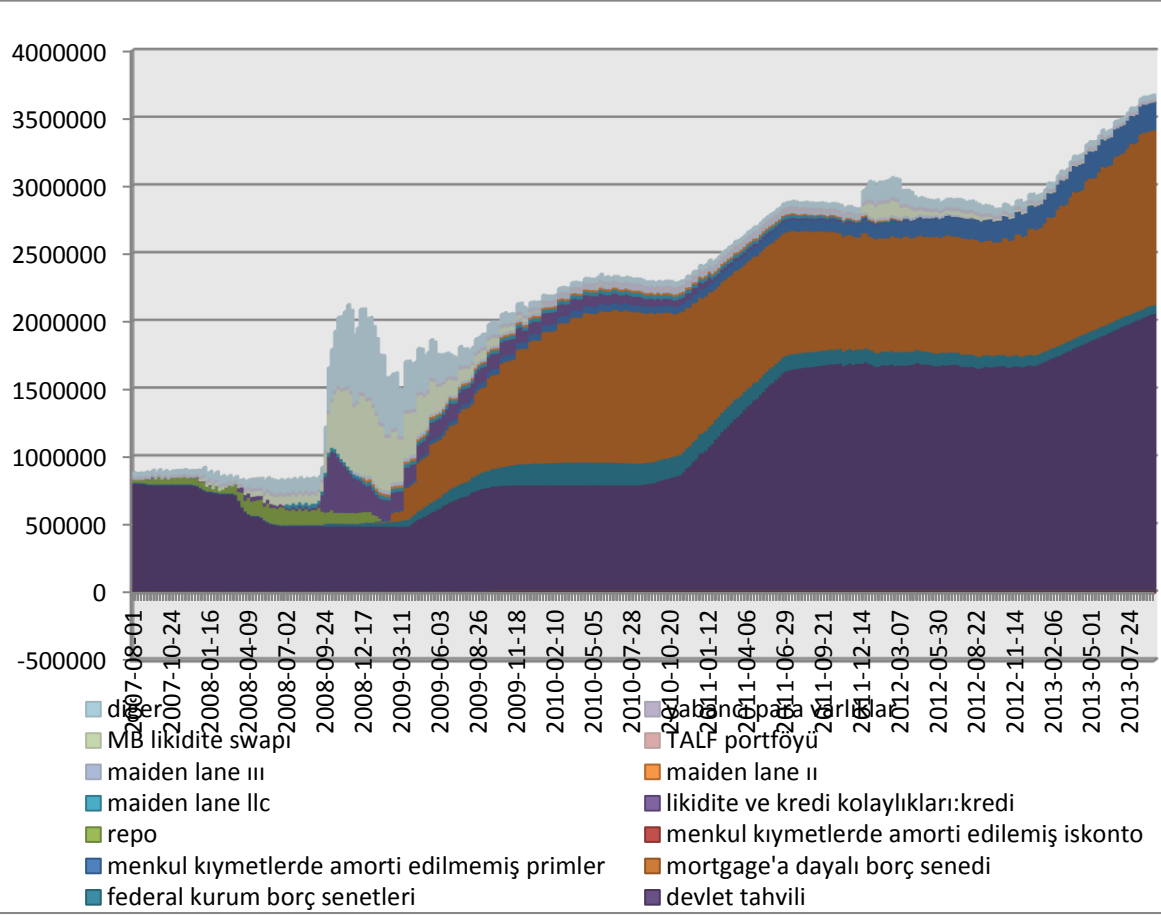
VARLIKLAR	31/08/2007	27/08/2010	30/08/2013
Altın ve altın alacaklar	172,000	351,970	319,969
Euro bölgesi dışındaki yerleşiklerin yabancı para alacakları	144,162	235,404	249,648
Euro Bölgesindeki yerleşiklerin yabancı para alacakları	26,385	29,350	23,960
Euro bölgesi dışındaki yerleşiklerin Euro alacakları	17,458	18,418	22,304
Euro Bölgesi Kredi Kurumlarının Euro cinsinden kredileri	400,116	590,512	790,549
Temel Yeniden Finans Operasyonları	209,998	150,315	97,126
Uzun dönemli repo	190,001	438,709	693,292
İnce ayar repo	0	0	0
Yapısal repo	0	0	0
Marjinal Kredi kolaylığı	110	1,427	131
Teminat tamamlama çağrısı ile ilgili krediler	7	60	0
Euro bölgesi kredi kurumlarının euro cinsi diğer alacakları	11,825	34,168	79,674
Euro Bölgesi yerleşiklerinin euro cinsi menkul kıymetleri	93,275	421,613	603,118
Para politikası amacı ile tutulan menkul kıymetler		121,943	250,139
Diğer menkul kıymetler		299,670	352,979
Euro cinsinden merkezi hükümet borcu	37,145	35,041	28,356
Diğer varlıklar	255,168	241,451	243,062
Toplam Varlıklar	1 157,534	1 957,926	2 360,639
YÜKÜMLÜLÜKLER			
Dolaşımdaki banknotlar	637,187	813,429	919,379
Kredi kurumlarına euro cinsinden yükümlülükler	132,614	355,207	533,479
Cari hesaplar	132,296	191,947	272,260
Mevduat Kolaylığı	318	102,698	70,559
Sabit vade mevduatlar	0	60,500	190,500
İnce ayar repo	0	0	0
Teminat tamamlama çağrısı ile ilgili mevduatlar	0	62	149
Euro bölgesi kredi kurumlarına euro cinsinden diğer yükümlülükler	189	1,596	5,565
Çıkarılan borç sertifikaları	0	0	0
Diğer Euro Bölgesi yerleşiklerine euro cinsinden yükümlülükler	73,187	107,959	108,765
Euro Bölgesi dışındaki yerleşiklere euro cinsinden yükümlülükler	20,859	39,203	135,006
Euro Bölgesi yerleşiklerine yabancı para yükümlülükler	134	988	1,840
Euro Bölgesi dışındaki yerleşiklere yabancı para cinsinden yükümlülükler	19,410	16,024	5,762
IMF tarafından tahsis edilen özel çekme hakları karşılıkları	5,517	56,711	54,240
Diğer yükümlülükler	82,536	159,800	221,504
Yeniden değerlendirme hesapları	117,010	328,818	284,680
Sermaye ve rezervler	68,891	78,191	90,419
Toplam Yükümlülükler	1 157,534	1 957,926	2 360,639

Kaynak: AMB Aylık Bültenleri

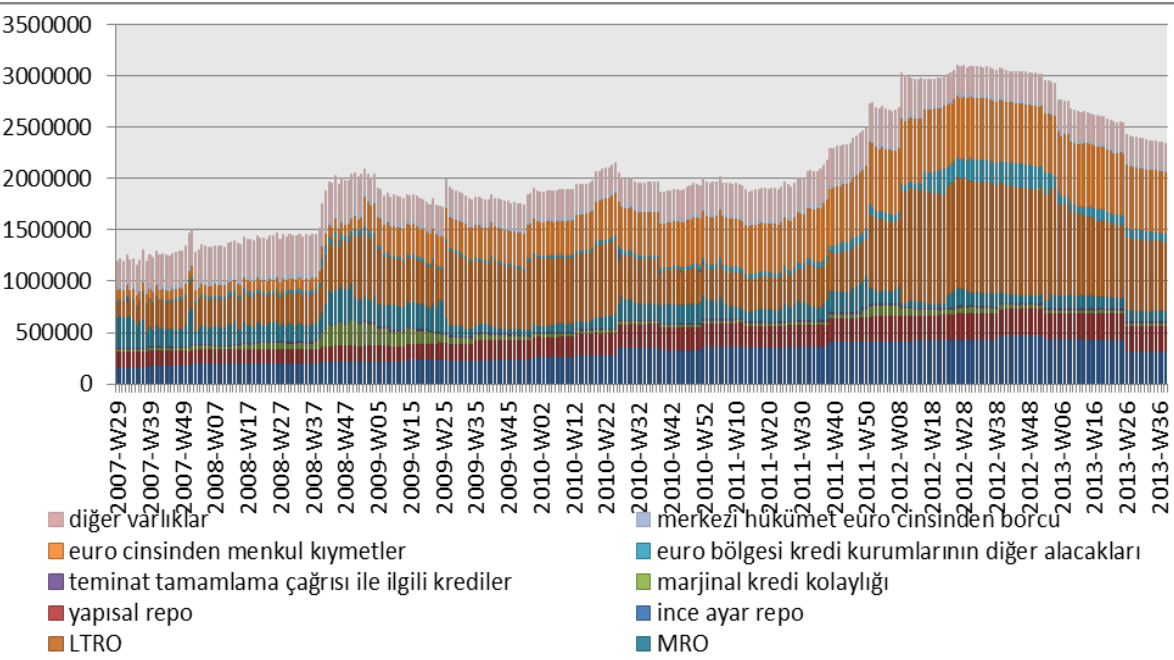
Grafik 2.8’de incelenen tüm Merkez Bankalarının toplam varlıklarının hangi kalemlerden oluştuğu ortaya konmaktadır. Fed’in bilançosunun kalemlerine detaylı olarak baktığımızda (Panel a) varlık alımlarının bilançonun önemli bir kısmını oluşturduğunu görüyoruz. Özellikle mortgage’a dayalı menkul kıymetler 2009’un başından beri önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Kriz öncesi bilançosunun yaklaşık %90’ının devlet tahvili oluştururken, 2009’un başından itibaren mortgage’a dayalı menkul kıymetlerin oranı hızla artarak Eylül 2010’da yaklaşık %50’yi bulmuştur.

Grafik 2.8’den görüldüğü üzere (Panel b) AMB ise krizin başlangıcından itibaren finansal kurumlara sağladığı kredileri arttırmıştır. Özellikle uzun vadeli krediler (LTRO) bu dönemde artış göstermiştir. Uzun vadeli kredilerin bilanço içerisindeki payı 2009 yılının Temmuz ayında %37’i bulmuştur. 2010 yılından sonra ise öncelikle SMP sonrasında ise OMT programları ile menkul kıymet alımını hızlandırmıştır. Bilançosunda menkul kıymetlerin payı 2008’in başında %5 iken 2011’in Ağustos’unda %21’e ulaşmıştır. BoE ise Varlık Alım Kolaylığı programları ile varlık alımlarında bulunmuştur. Bu alımlar da diğer varlıklar kısmında yer almaktadır (Panel c). Riksbank ise Panel d’de takip edildiği üzere kriz döneminde yapısal operasyonlarla müdahalede bulunmuş ancak 2010’un ortasından beri bu operasyonlarını hızla azaltmıştır.

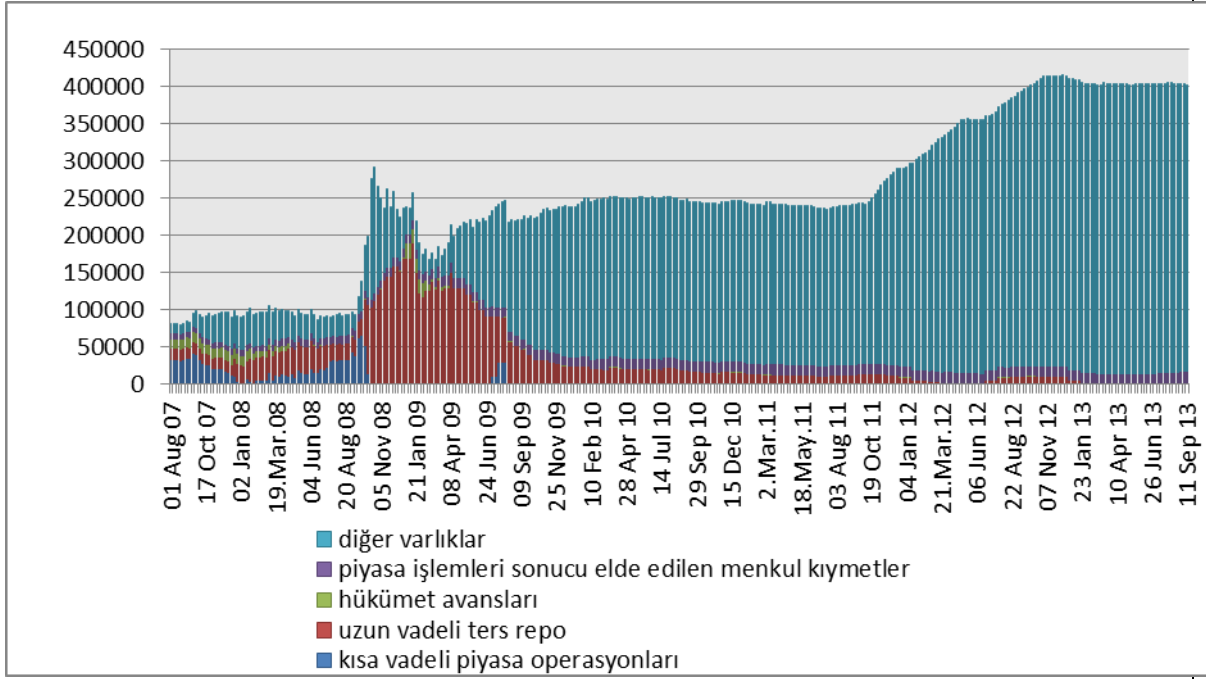
Panel a) FED



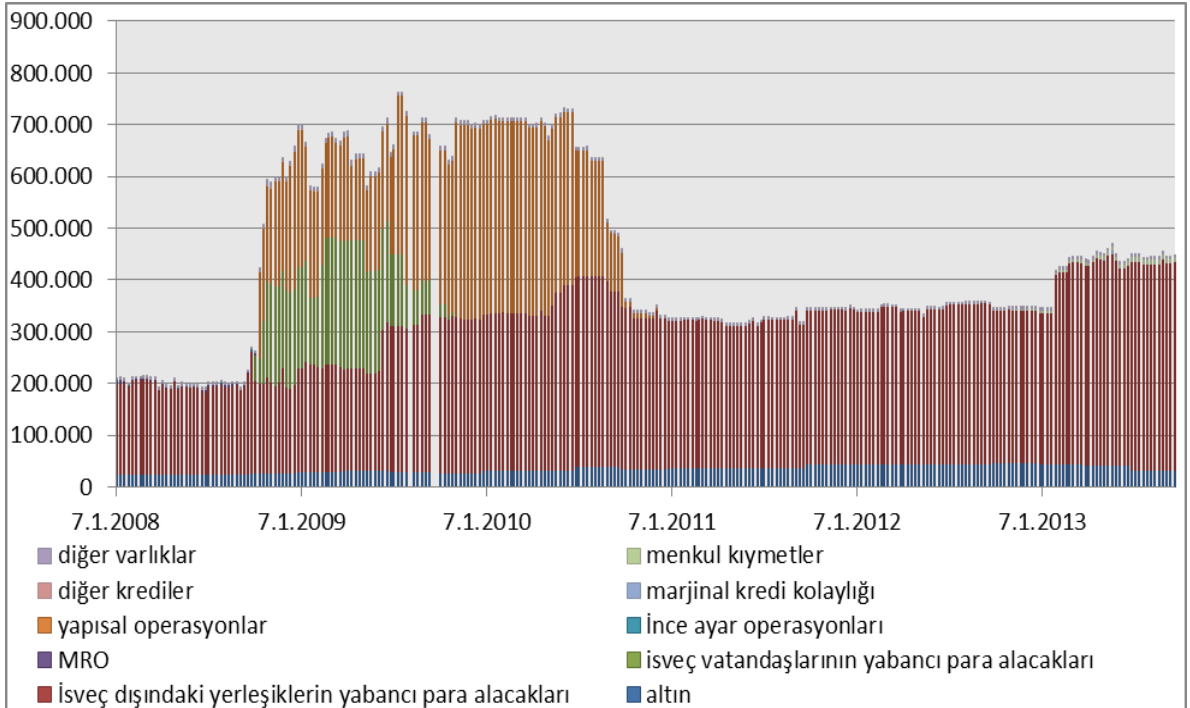
Panel b) AMB



Panel c) BoE



Panel d) Riksbank



Kaynak: FED, AMB, BoE ve Riksbank İstatistik Veritabanları

Grafik 2.8 Merkez Bankaları Toplam Varlıkların Dağılımı

Para birliğinin içinde olan ve dışında olan ülkeler açısından kullanılan para politikası önlemlerine baktığımızda AMB'nin tüm Euro Bölgesi ülkelerini dikkate alarak politika oluşturduğu ortadadır. Özellikle Borç Krizinden sonra çevre ülkeleri daha fazla dikkate almaya başlamıştır. Oysa İngiltere'de finansal sistem Euro Bölgesi finansal sisteminden yapı itibarı ile farklıdır ve farklı müdahaleye gerek duymaktadır. Euro Bölgesi finansal olmayan şirketleri için temel fon kaynağı bankalar iken, İngiltere'de temel fon kaynağı finansal piyasalardır. Ayrıca İngiltere'nin ABD ile olan sıkı finansal bağları nedeniyle krizden oldukça etkilenmiş ve benzer şekilde banka iflas ve kurtarmalarına maruz kalmıştır. BOE, özel likidite önlemleri ile bu bankaları desteklemiştir. Ancak böyle bir uygulama AMB'da tamamen reddedilmiştir. Kısaca İngiltere'nin AMB çatısı altında olması durumunda itilâfların olacağı açıktır.

İsveç ekonomisi ise krizden ihracat kanalından etkilenmiştir. Geleneksel olmayan para politikalarına başvurulsa da diğer Merkez Bankalarına göre daha kısıtlı kalmış ve daha erken sonlandırılmıştır. AMB çatısı altında daha uzun bir süre bu önlemlerin devam ettirilmesi hoşnutsuzluk yaratabilecektir.

FED ile karşılaştırıldığında AMB'nin daha yavaş reaksiyon göstermesinin sebebi dizayn ve gelenek olarak FED'den daha konservatif ve krizin temelde ABD kaynaklı olmasındandır. AMB; krizin Avrupa'da borç krizine evrilmesinden sonra daha aktif davranmaya başlamıştır (Cuikermann, 2012: 11). Bunun en önemli nedeni ise ilk başlarda kriz yönetiminin daha çok ulusal bir olgu olarak görülmesidir. AMB sadece para politikasının işleyişini tıkayan bazı aksaklıkları önlemeye odaklanmış ve bankalararası para piyasasını hedef almıştır. Ancak kriz derinleştikçe, devlet tahvillerindeki sorun diğer ülkelere sıçramaya ve sorun boyut değiştirip Euro'nun devamı tartışılmaya başlandıkça daha merkezi bir çözümün gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu anlamda AMB'da özellikle devlet tahvilleri alımında bulunarak piyasalara olan müdahalesini genişletmiştir.

6.2 Maliye Politikası Önlemleri

Bir önceki bölümde detaylı olarak gördüğümüz gibi krizle mücadelede otoriteler ilk olarak para politikası faiz oranlarında indirimle gitmişlerdir. Faiz oranları sıfır bandına yaklaştığında ise geleneksel olmayan para politikası önlemlerine başvurmuşlardır. Ancak bu geleneksel olmayan önlemler bir beklenti oluşturmaya dayanır. Woodford (2012); para

politikasının gevşek olarak devam edeceğinin ve likidite tuzağından çıkılır çıkılmaz faiz oranlarının yükseltilmeyeceği beklentisinin oluşturulması için iki aşamalı bir süreçten geçileceğini vurgulamaktadır. İlk aşamada Merkez Bankası Başkanı'nın diğer guvernörleri, ikinci aşamada ise özel sektörü inandırması gerekir. Eğer özel sektörü ikna etmekte zorlanırsa, bir zaman tutarsızlığı problemi karşımıza çıkacak ve politikanın etkinliği ortadan kalkacaktır. Oysa ihtiyari maliye politikası beklentilere dayanmaz, direkt etki yaratır ve zaman tutarsızlığı problemi de görülmez.

Global kriz sonrasında da otoriteler sıklıkla ihtiyari maliye politikası önlemlerine başvurmuşlardır. Uygulanan maliye politikası önlemleri iki alt başlıkta incelenebilir. İlk olarak tüm ülkeler Lehman Brothers'ın iflasından sonra finansal krizin; finansal sisteme etkisini hafifletebilmek için finansal kurumlara destek politikaları uygulamışlardır.

İkinci olarak; krizin finansal kriz boyutunu aşıp ülkeleri derinden etkilemeye başlaması ile birlikte toplam talebi arttırmak üzere ülkeler, birbiri ardına mali canlandırma paketleri açıklamaya başlamışlardır. Toplam talebin artması bir yandan reel ekonominin toparlanmasına yol açarken, bir yandan da varlık fiyatlarında bir artışa yol açarak finansal kurumlara da destek sağlayacaktır. Bu anlamda ülkeler önemli oranda mali canlandırma harcamaları yapmışlardır.

6.2.1 Finansal Kurumlara Destek Politikaları

Otuz yıl öncesine kadar finansal faktörlerin reel ekonomik kararlar üzerinde etkili olup olmadığı tartışmalara konu olmakta iken son yıllarda kabul edilen görüş finansal friksiyonların reel ekonomik kararlarda etkili olacağı, finansal piyasalarda ortaya çıkan bir bozulmanın bu piyasada kendiliğinden çözümlenemeyip reel ekonomik aktiviteyi etkileyeceğidir (Leaven ve Valencia, 2011: 3). 2008 krizi ve sonrasında yaşanan resesyon da bu görüşü desteklemektedir. Bunun bilincinde olan otoriteler de finansal sektöre önemli ölçüde destek sağlamışlardır. Ağustos 2007'de eşik altı mortgage piyasasında çalkantıların başlamasından Eylül 2008'de Lehman Borthers'ın batışına kadar olan krizin ilk safhasında finansal sistemin tamamını hedef alan önlemlerden çok; tek tek finansal kurumlara müdahale edilmiştir.¹³⁰ Ancak Eylül 2008'den sonra krizin global bir yapı kazanmasıyla

¹³⁰ Bu ilk aşamada genellikle bankalara likidite enjekte edilip bunların başka bankalar tarafından satın alınması sağlanmıştır. Örneğin Alman bankaları IKB ve SachsenLB'ye Ağustos 2007'de likidite sağlanmış ve 2008'in başında satılmıştır. İngiltere'de Northern Rock ve Bradford ve Bingley kamulaştırılırken, Bradford ve

birbiri ardına tüm ülkelerde finansal sisteme destek paketleri gündeme gelmeye başlamıştır.

Global kriz sonrasında uygulanan krizle mücadele önlemlerini dört ana başlık altında toplayabiliriz:

✓ Likidite destekleri: Merkez Bankaları aktif bir şekilde verdikleri kredileri arttırmışlardır.¹³¹

✓ Garantiler: Ülkeler bankalardan mevduat kaçışını önlemek için mevduat sigortası kapsamını genişletmişlerdir. Ayrıca bankaların rahat borç bulabilmesi için yükümlülüklerine ve hatta varlıklarına garantiler sağlanmıştır.

✓ Varlık Alımları: finansal kurumların bilançolarını rahatlatmak için gerek merkez bankaları gerekse hazineler varlık alımlarında bulunmuşlardır. Varlık alımında bulunurken direkt bu otoriteler devreye girebildiği gibi, sorunlu varlıkların devredildiği kurumlar (bad bank) ya da varlık yönetim şirketleri kurulmuştur.

✓ Yeniden sermayelendirme/ sermaye enjeksiyonu: finansal kurumların sermaye yapılarını güçlendirmek ve piyasalardan kolay borçlanabilmelerini sağlamak üzere hükümetler rüçhanlı hisse senedi (preffered stock), adi hisse senedi (common shares) gibi haklar karşılığında finansal kurumlara sermaye aktarmışlardır. Bazı sistemik öneme sahip olan kurumlarda ise kamulaştırmaya gidilmiştir.

Bingley Abbey(Santander)'e satılmıştır. Amerika'da ise Bear Stearns JPMorgan Chase'e satılmıştır(Stolz ve Wedow, 2010: 2).

¹³¹ Para politikası önlemleri altında detaylı olarak incelenmiştir.

Tablo 2.7 Ülkelerin Uyguladıkları Finansal Kurumlara Destek Politikaları

	Anlamli seviyede likidite desteği	Anlamli seviyede yeniden sermayelendirme maliyeti	Anlamli seviyede varlık alımı	Anlamli seviyede yükümlülükler garanti	Anlamli Seviyede Kamulaştırma
	<i>Sistemik Bankacılık Krizi Yaşayan Ülkeler</i>				
Avusturya	✓			✓	✓
Belçika	✓	✓		✓	✓
Almanya	✓			✓	✓
İrlanda	✓	✓		✓	✓
Lüksemburg	✓	✓		✓	✓
Hollanda	✓	✓		✓	✓
İspanya	✓	✓		✓	✓
İngiltere	✓	✓	✓	✓	✓
ABD	✓	✓	✓	✓	✓
	<i>Sınırdaki Bankacılık Krizi Yaşayan Ülkeler</i>				
Fransa	✓			✓	
Yunanistan	✓			✓	
Portekiz	✓			✓	
Slovenya	✓			✓	
İsveç	✓			✓	

Kaynak: Leaven ve Valencia (2012b)

Leaven ve Valencia (2012b: 6) ülkelerin finansal kurumlara destek politikalarını incelemişler ve bir veritabanı oluşturmuşlardır. Çalışmalarında ayrıca ülkeleri sistemik bankacılık krizi yaşayan ülkeler ve sınırda bankacılık krizi yaşayan ülkeler olarak sınıflandırmışlardır. Yazarlara göre bir ülkenin bankacılık sistemi finansal strese maruz kalmışsa (banka kaçışları, banka iflasları görülüyorsa) ve Tablo 2.7’de yer alan destek politikalarından en az üç tanesini aktif bir şekilde kullanmışsa sistemik bankacılık krizi yaşamış demektir. Bazı ülkelerde ise sistemik bankacılık krizi yaşanmasa da finansal piyasalardaki aksaklıklar, kredi akışının azalması sonucu finansal kurumlara destek azımsanamayacak boyutta yaşanmıştır. Böyle ülkeler de sınırda bankacılık krizi yaşayan ülkeler olarak sınıflandırılmışlardır.¹³²

Euro Bölgesi Ülkeleri

Kriz Euro Bölgesi ekonomilerini daha önce de bahsettiğimiz gibi Lehman Brothers’ın batışından sonra derinden etkilemeye başlamıştır. 4 Ekim 2008’de Avrupalı G8

¹³² Tüm ülkelerde kriz sonrası bazı önlemler alınmıştır. Ancak Leaven ve Valencia (2012b) sadece anlamli büyüklükteki politika uygulamalarını dikkate almışlardır. Bunu belirlemek için ise eşik değerler saptamışlardır. Likidite desteği için eşik değeri mevduatların %5’i kadar, yeniden sermayelendirme için GSYİH’in %3’ü, varlık alımları için ise GSYİH’nın %5’i olarak belirlemişlerdir.

ülkeleri bankacılık ve finansal sistemin sağlamlığını arttırmak üzere gerekli tüm önlemlerin alınması yolunda bir anlaşmaya varmışlar ve 12 Ekim 2008’de ise Euro Bölgesi ülkeleri Hükümet Başkanları bir hareket planında anlaşmışlardır. Hareket planı finansal sistemin düzgün işlemesi için gerekli önlemlerin alınmasını ancak bu yardımların da yapılırken devlet yardımı (state-aid) kuralları içinde kalınmasını öngörmüştür. Bu hareket planı kapsamında aşağıdaki kararlar alınmıştır:¹³³

- (i) Mevduat sigortası kapsamını uyumlaştırması
- (ii) Bankaların borç senetleri için hükümet garantisi sağlanması
- (iii) Bankaların yeniden sermayelendirilmesi için gerekli fonun sağlanması
- (iv) Varlık destek önlemlerinin uygulanması

Bu kapsamda Komisyon üç önemli kılavuz yayımlamıştır: 13 Ekim 2008’de Bankacılık Tebliği, 5 Aralık 2008’de Yeniden Sermayelendirme Tebliği ve 25 Şubat 2009’da Sorunlu Varlık Muamele Tebliği.

Komisyon hareket planının ana hatlarını belirlese de uygulama ulusların kendilerine bırakılmıştır. Bu noktada hükümetler bir yandan krizden etkilenen alanlarına diğer yandan da kriz öncesi mali yapılarına göre hareket planlarını hazırlamışlardır. Bu kapsamda krizden oldukça etkilenen, banka kaçışlarına ve kamusallaştırmalara sahne olan *Avusturya*’da Ekim’de parlamento derhal bir finansal istikrar paketi açıklamıştır. Bu paketin dört ana hedefi vardır: bankalar arası piyasanın canlandırılması, bankaların sermaye tabanının genişletilmesi, finansal piyasalarda güvenin sağlanması ve finansal piyasalarda denetimin arttırılması. Güvenin sağlanması için bu paketle mevduat sigortası da €100 000’e arttırılmıştır (OECD, 2009b).

Belçika’da sınır ötesi faaliyet gösteren kurumlarının çok olması¹³⁴ ve bunların ABD’ye olan finansal bağları nedeniyle bu ülke krizden çok etkilenmiştir. Mevduat sigortası bu kapsamda derhal arttırılarak €20 000’den €100 000’e çıkarılmış, finansal sisteme yaklaşık 24 milyar euro (GSYİH’sının yaklaşık %7’si kadar) acil bir sermaye enjeksiyonu sağlanmıştır. Bu kapsamda bazı finansal kurumlar da kamulaştırılmış ayrıca

¹³³ Devlet yardımı verilecek olan kurumla ilgili eğer sağlamsa kapasite planı (Viability test) eğer sağlam değil ama sistemik olarak önemli ise yeniden yapılandırma planı (restructuring plan) Komisyon’a plan sunulması gereklidir.

¹³⁴ Belçika’da yer alan ve finansal kriz sonrası zorluk çeken sınırotesi finansal kurumlar; Fortis, Dexia, KBC ve Ethiasın varlıklarının toplamı Belçika’nın GSYİH’sının yaklaşık 5 katı civarındadır (OECD, 2009b)

bankalar arası piyasanın işlerliğinin sağlanması için bazı bankalara bu piyasada garanti sağlanmıştır (OECD, 2009b).

Fransa'da ise bankalar; eşik altı mortgage ürünlerine daha az maruz kalmıştır. Sadece iki banka bu nedenle sıkıntıya düşmüştür. Ancak Lehman Brothers'ın batmasından sonra bankalararası para piyasasında yaşanan sıkıntılar, menkul kıymetler piyasasının kuruması ve kredi piyasalarının sarsılması Fransız bankalarını da etkilemiştir. Bu anlamda Ekim 2008'in ortalarından itibaren hükümet önlemler almaya başlamıştır. Bankaların kurtarılması ve ekonominin fonlanması için bir plan hazırlamıştır. Bu planın iki amacı vardır: bankaların sağlamlığını (solvency) arttırmak, diğeri ise krediye erişimlerini sağlamak. Bankaların sağlamlığını arttırmak için %100 hükümete ait bir kurum kurulmuş ve bu kurumla bankaların sermayelendirilmesi öngörülmüştür. Altı banka bundan yararlanmıştır. Ayrıca bankaların likiditesinin artırılması için %66'ı bankaların, %34'ü devletin pay sahibi olduğu bankalara kredi verecek bir kurum kurulmuştur (OECD, 2009c: 22).

Almanya; ABD'ye olan finansal bağları nedeniyle krizden ilk etkilenen ülkelerden biri olmuştur. Bloomberg'in tahminlerine göre ABD eşik altı mortgage piyasasındaki zararın %7'si Alman bankalarına aittir ve Alman bankacılık kesimindeki toksik varlıkların toplamı €230 milyar civarındadır. Bu nedenle Ağustos 2007'den Eylül 2008'e kadar tek tek kurumlara yardım sağlanmıştır.¹³⁵ Ancak Lehman Brothers'ın batması ile bankalararası para piyasasında yaşanan sıkıntılarla birlikte daha kapsamlı önlemler alınmaya başlanmıştır. İkinci aşamada; 5 Ekim 2008'de tüm özel banka hesapları hükümet garantisi altına alınmış; 13 Ekim'de ise hükümet Finansal Piyasa İstikrar Fonu açıklamıştır. €480 milyar'lık bu fon banka iflaslarını önlemek amacıyla taşımaktadır. Üçüncü aşamada ise bankaların bilanço problemlerini çözmek için iki tane Kötü Banka (Bad Bank) kurulmuştur. Bu bankalar, bankacılık sistemindeki toksik varlıkları almayı hedeflemiştir (OECD, 2010a: 88).

Yunanistan; diğer AB ülkelerine göre finansal sistemi daha az gelişmiş ve ABD ile finansal bağlarının da kuvvetli olmaması nedeniyle ilk olarak sistemik bir krizle karşılaşmamıştır. Ancak Kasım 2008'de bankacılık sektöründen özel sektöre kredi akışını sağlamak için bankacılık destek paketi açıklamış ve bu kapsamda ilk olarak mevduat

¹³⁵ Bu bankalar; IKB, West LB, Bayern LB ve Sachsen LB.

sigortası, €20 000'dan €100 000'e çıkarılmıştır. Ayrıca tüm mevduatlara garanti sağlayacağı konusunda politik bir taahhütte de bulunmuştur. İkinci olarak da bankacılık sektörünün sermayesini artırılması ve likiditesini desteklemek amacıyla önlemler alınmıştır. (OECD, 2009d: 42).

İrlanda'da ise kriz öncesinde konut piyasasında bir balon oluşmuştur ve bankalar uluslararası bankalardan borçlanarak bu balonu şişirmişlerdir. ABD eşik altı mortgage krizi başlayınca bankaların bu ürünlere maruz olmamasına rağmen oluşan güven kaybından dolayı borç bulmakta zorlanmışlardır.¹³⁶ Hükümet; 30 Eylül 2008'de garanti tasarısı açıklamış ve bu kapsamda mevduat sigortası €100 000'e çıkarılmıştır. Garanti kapsamına giren yükümlükler 2008'de €365 milyar iken, 2009'da biraz azalarak €275 milyar olmuştur. Bu da yaklaşık GSYİH'nın 1,5 katı kadardır. Ancak mevduat ile fonlama bankacılık sisteminin fon kaynağının küçük bir bölümünü oluşturmaktadır. İrlanda için önemli olan toptan piyasa fonlamasıdır. Bu piyasadaki aksaklıkları çözmek için Ulusal Varlık Yönetim Kurumu (National Asset Management Agency, NAMA) kurulmuştur. Bu kurum bankaların yeniden sermayelendirilmesi üzerinde durmuş; bu sayede de bu kuruma başvuran bankaların mali durumları otoritelere, finansal sistemin aksaklıkları ile ilgili geniş bir bilgi de sağlamıştır (OECD, 2009e: 33).

İtalya'da finansal sistem, riskli yatırım aktivitelerinde daha az bulunmuş ancak yabancı menşeli bankaların fazla olması nedeniyle de uluslararası kredi kısıtı ülke içi kredileri de etkilemiştir. İtalya Merkez Bankası, Bankalar Birliği ve elektronik bankalar arası platformu ortaklaşa anonim teminatlı borçlanma sistemi geliştirmişlerdir. Bu bankaların mali durumlarını ifşa etmeden borçlanabilmesini hedeflemiş; ancak Avrupa ülkelerince bölümlenmeye neden olabileceği gerekçesiyle de eleştirilmiştir. Ekim 2008 ve Şubat 2009'da iki önlem paketi açıklanmıştır. Mevduat sigortası zaten €103 000 olduğu için arttırılmamış; ancak devlet fonlaması garantisi üç yıla çıkarılmıştır (OECD, 2009f: 57).

Lüksemburg finansal merkez olması ve finansal sisteminin büyüklüğü nedeniyle sistemik krize maruz kalmıştır. Özellikle ülke içinde faaliyet gösteren Dexia ve Fortis gibi çokuluslu bankaların Lehman Brothers'ın iflasından sonra zor duruma düşmesi sonucu hükümet bu bankaların ülke içindeki şubelerini kurtarmak zorunda kalmıştır. Fortis'in

¹³⁶ İrlanda'da bankaların varlıklarının toplamı GSYİH'nın yaklaşık 5 katıdır. Konutla ilgili toplam varlıklar ise 2002 yılından beri toplam 3,5 kat artmıştır.

şubesi olan BGL'ye ise yaklaşık €2,5 milyar'lık bir özkaynak transferi sağlamak durumunda kalmıştır. Bu müdahalenin sonucunda bankanın üçte biri hükümete ait hale gelmiştir.¹³⁷ Dexia'nın şubesi olan BIL'ye ise €376 milyon sermaye enjekte etmiştir.¹³⁸ Ayrıca bu bankalara €4,5 milyar devlet garantisi de sağlanmıştır (OECD, 2010b: 103).

Hollanda'da ABD ile finansal bağların fazla olması nedeniyle sistemik kriz yaşayan ülkelerden biri haline gelmiştir. Bu doğrultuda finansal kurumlara geniş destekler de sağlanmış ve bazı çokuluslu bankaların Hollanda'daki faaliyetleri kamulaştırılmıştır (ABN Amro ve Fortis Hollande). Bazı finansal kurumlara da sermaye enjeksiyonları sağlanmıştır (ING, Aegon Insurances, SNS Reaal Bank). Mevduat sigortası kapsamı €38 000'den €100 000'e çıkarılmış ve bankaların borçlarına da garanti sağlanmıştır. Bunun yanında finansal kurumların KOBİ'lere sağladıkları krediler de garanti kapsamına alınmıştır (OECD, 2010c: 29).

Portekiz'de eşik altı mortgage ürünlerine çok fazla maruz kalmadığı için finansal sistemde sistemik bir kriz yaşanmamıştır. Yine de 2008'in son çeyreğinde finansal istikrarı sağlamak için bir takım önlemlere başvurulmuştur. Portekiz bankaları tarafından çıkarılan borç senetlerine devlet garantisi sağlanmıştır. Buna ek olarak mevduat sigortası da €25 000'den €100 000'e çıkarılmıştır. Ayrıca bankaların yeniden sermayelendirilmesi için de bir fon oluşturulmuş fakat çok yararlanan banka olmamıştır. Sadece iki banka zor duruma düşmüştür. Bu iki bankanın toplam varlıkları, bankacılık sisteminin yaklaşık %2.3'ü kadardır. Bu bankalardan biri kamulaştırılırken diğeri de devlet garantisi altında diğer bankalardan borçlanmıştır (OECD, 2010d: 22).

Slovenya krizden finansal kurumlarının ihtiyatlı davranmaları ve risk almamaları sonucu ancak kriz globalleşince etkilenmiştir. Bunun yanısıra ülkede kriz öncesinde oluşan yatırım balonunu finanse etmek için bankalar yabancı bankalardan borçlanmışlardır. Eylül 2008'den sonra kredi bulmakta zorlanan bankalara devlet garantisi altında borçlanma imkânı sunulmuştur. Ancak bu garantiler tam olarak kullanılmamış, sadece bir banka başvurmuştur. 2009'un başında açıklanan ikinci paketle ise hükümet bankaların sermaye yapısını güçlendirmek adına €1 milyar bono ihraç edip bunu bankalara mevduat olarak

¹³⁷ BGL'nin toplam varlıkları €50 milyar. Bu da yaklaşık GSYİH'nin %135'i kadardır (OECD, 2010c: 101).

¹³⁸ BIL'nin toplam varlıkları yaklaşık €60 milyar civarında ve Lüksemburg'un GSYİH'nin %160'ı kadar (OECD, 2010c: 102).

yatırmıştır. Bunlara ek olarak mevduat sigortasının €20 000'lik tavanı da kaldırılmıştır (OECD, 2009g: 25).

İspanya da direkt olarak eşik altı mortgage ürünlerine yatırım yapmasa da İrlanda ve Portekiz gibi konut balona maruz kalmıştır. Finansal krizle birlikte konut fiyatlarında ki düşüş, bankaları zor durumda bırakmıştır. Finansal sektöre destek sağlamak için hükümet iki tür önlem almıştır. Bunlardan ilki bankaların yeniden sermayelendirilmesi için bir fonun oluşturulmasıdır. Bu fonun %75'i hükümete geri kalanı ise mevduat sigorta fonuna aittir. Sıkıntıya düşen bankalara sermaye enjekte edip, bunların diğer bankalara satılmasını sağlamak amacıyla. İkinci olarak bu fon hükümet tarafından garanti edilen beş yıl vadeli bono çıkartmıştır (OECD, 2010e: 59).

İsveç

İsveç daha ihtiyatlı finansal sistemi nedeniyle finansal piyasalardaki çalkantılardan kriz ihraç piyasalarını vurmaya başlayınca etkilenmiştir. İsveç ekonomisi daha çok ihracata bağlı bir ekonomidir, ihraç piyasasının çökmesi ve Baltık ülkelerinde yaşanan sıkıntılar bu piyasalarda alacakları çok olan İsveç finansal kurumlarını da etkilemiştir. Bu nedenle hükümet mevduat sigortasını SEK 25 000'den SEK 500 000'e çıkarmıştır. Aynı zamanda bankalara garanti ve sermaye aktarımı da sağlanmıştır. Ancak bu SEK 50 milyar ile sınırlandırılmıştır. Kredi kurumları tarafından finanse edilen bir istikrar fonu da kurulmuştur. Bu fon kredi kurumlarından alınan bir ücretle finanse edilmiştir (OECD,2011a:42).

İngiltere

İngiltere'de finansal sistem diğer AB ülkelerine nazaran ABD'de başlayan finansal krizden daha fazla etkilenmiştir. OECD(2009h)'e göre bunun üç önemli nedeni bulunmaktadır. İlk olarak İngiltere Bankaları, ABD eşik altı mortgage ürünlerine daha fazla yatırım yapmıştır. İkinci olarak İngiltere'deki bankacılık yapısı diğer AB ülkelerinden farklıdır. Bankalar mevduat toplamak yerine finansal piyasalardan borç almayı seçmişlerdir. Üçüncü olarak da İngiltere finansal sisteminde menkul kıymetleştirme önemli rol oynamaktadır. Bu nedenle de mortgage kredilerini sağlayan en büyük beşinci finansal kurum Northern Rock iflas etmiştir (OECD, 2009h: 28).

Global kriz sonrasında mevduat sigortası kapsamını arttıran ilk ülke İngiltere olmuştur. £35 000 sterlin olan limit Ekim 2008'de £50 000'e sonrasında ise £85 000' e

çıkarılmıştır (Singh ve LaBrosse, 2011: 15)¹³⁹. Ayrıca kredi arzını desteklemek için birçok önlem de alınmıştır. Banka yeniden sermayelendirme fonu ile sermaye enjeksiyonunda bulunulmuştur. Ayrıca Ekim 2008’de Hükümetin ortaya koyduğu kredi garanti fonu ile bankaların; bankalar arası piyasada daha kolay fon bulmasına yardımcı olmuştur. Ocak 2009’da ise Varlık Koruma Programı ile büyük bankaların karşılıksız krediler nedeniyle gelecekte oluşabilecek zararlarının önüne geçilmeye çalışılmıştır. Katılacak bankaların belirli bir ücret ödemesi ve sağladıkları kredileri arttırmayı taahhüt etmesi gerekmektedir. Nisan 2009’da varlığa dayalı menkul kıymetlere de garanti programı geliştirilmiş ve kredi garanti fonu ile birlikte bankaların fonlama seçeneklerini arttırmayı hedeflemiştir. Bunun dışında Northern Rock, RBS gibi finansal kurumlara özgü önlemlere de gidilmiştir (OECD, 2009h: 39).

Hükümetin aldığı önlemlerin yanı sıra BOE’da çeşitli önlemler almış ve finansal sektöre direkt destek sağlamıştır. Varlık Alım Programları çerçevesinde Hazine ile birlikte BOE varlık alımında bulunmuş ve karşılığında da hazine bonusu vermiştir.

ABD

2007’nin ikinci yarısından itibaren eşik altı mortgage piyasalarında başlayan dalgalanmalar üzerine daha önce bahsettiğimiz gibi Fed politika faiz oranlarında indirime gitmiş ve finansal sisteme direkt likidite sağlamıştır. Ancak bu piyasadaki aksaklıkların giderilmesinde yeterli olmamıştır. Mart 2008’de Bear Stearns kısa vadeli finansman ihtiyacını karşılayamadığından sıkıntıya düşmüş ve Fed müdahale etmek durumunda kalmıştır. Ardından da banka JPMorgan Chase’e satılmıştır. Temmuz 2008’de ise konut piyasasında faaliyet gösteren iki devlet destekli kurum olan Fannie Mae ve Freddie Mac’in hisse senetlerinde ciddi değer kaybı yaşanmıştır. Hazine derhal müdahale etmiş ve destek sağlamıştır. FDIC’de Indy Mac’i devralmış ve Tasarruf Kurumu denetimine takılan Washington Mutual’a destek sağlamıştır. FDIC ayrıca diğer küçük bankalara da müdahale etmek durumunda kalmış ancak Eylül 2008’de eşik altı mortgage piyasasındaki kayıplar sonucu sıkıntıya düşen Lehman Brothers \$600 milyar varlığı ve 25000 çalışanı ile iflas

¹³⁹ Diğer ülkeler İngiltere’yi takip ederek mevduat sigortası kapsamlarını arttırdılar. Bir ülkenin mevduat sigortası kapsamını arttırması diğer ülkelere göre rekabet avantajı sağlamasına neden olup, o ülkeye mevduat kaçışını hızlandırabildiği gerekçesi ile Komisyon tüm AB ülkelerinde mevduat sigortası tavanının en az €100 000 olması gerektiği konusunda bir direktif yayımladı (94/19/EC nolu direktif).

etmiştir. Lehman Brothers'ın iflasi güven bunalımı da yaratarak tek bir piyasadaki krizin global bir kriz halini almasına neden olmuştur (Labonte (2010), Mishkin (2011)).¹⁴⁰

Eylül 2008'den sonra finansal piyasalarda oluşan belirsizlik; finansal krizlerde görüldüğü üzere asimetrik bilgide bir artışa neden olmuş ve finansal piyasaların genel işlevi olan fonların kârlı yatırım fırsatlarına dönüşmesini engellemeye başlamıştır (Mishkin, 2011: 12). Bu anlamda daha kapsamlı bir müdahalenin gerekleri ortaya çıkmıştır. ABD parlamentosu 3 Ekim 2008'de Acil Ekonomik İstikrar Yasası (Emergency Economic Stabilization Act, EESA)'nı yürürlüğe koymuş ve bu yasa kapsamında da Sorunlu Varlıkların Kurtarılması Programı (Trouble Asset Relief Program, TARP) geliştirilmiştir. \$700 milyar'lık bu programın amacı sorunlu varlıkların satın alınarak finansal kurumların bilançolarının rahatlatılması olarak belirlense de sonradan değiştirilerek sermaye enjeksiyonları ve hatta otomobil endüstrisini destekleyici önlemler de kapsama alınmıştır. TARP programı içerisinde bankaları hedef alan sermaye enjeksiyonu, sorunlu varlıkların devredildiği "kötü banka" uygulamaları yer aldığı gibi hanehalklarını ve özel sektörü hedef alan programlar da geliştirilmiştir. FDIC mevduat sigortasının kapsamını \$250 000'e çıkarmıştır. Ayrıca bankacılık sistemindeki güvenin yeniden sağlanması için yeni çıkarılan kıdemli borç (senior debt) kağıtları için de garanti sağlamıştır (Stolz ve Wedow, 2010: 54).

Tablo 2.8'de incelenen ülkelerde finansal sektöre destek politikaları özetlenmiştir. Bu politikalar; likidite desteği, brüt yeniden yapılandırma maliyeti, varlık alımları ve garantileri, diğer sağlanan garantilerdir. Karşılaştırma yapabilmek için ise bunlar GSYİH ile ölçeklendirilmiştir. Ayrıca ülkelerin uyguladıkları mevduat sigortası kapsamı ve kamulaştırmalar da tabloya ilave edilmiştir.

¹⁴⁰ Lehman kurtarılsaydı finansal istikrarsızlık global bir krize dönüşmeyecek miydi? Mishkin(2011)'e göre hayır. Kurtarma önemli seviyede ahlaki tehlikeye sebep olacaktı ve daha sonra kurtarılmak zorunda olan kurumların kurtarılma maliyetlerini de arttıracaktı. Lehman'ın batmasına izin verilmesi belirsizlik yaratarak diğer kurumların aşırı risk almalarının da önüne geçmiştir.

Tablo 2.8 Finansal Kurumlara Destek Politikalarının İçeriği (2007-2011)

Ülke	Likidite Desteği (Merkez Bankası alacaklarındaki artış %puan)	Brüt Yeniden yapılandır ma Maliyeti (%GSYİH)	Varlık Alımları (%GSYİH)	Varlık Garantisi (%GSYİH)	Mevduat Sigortası Kapsamı (€, \$, € ve SEK)	Diğer Garantiler	Kamulaştırma
<i>Sistemik Bankacılık Krizi Yaşayan Ülkeler</i>							
Avusturya	8.0	4.9	-	0.6	Sınırsız	Banka ve banka dışı tahvil çıkarmada	Hypo Grup(2009)
Belçika	14.1	6.0	-	7.7	€100 000	Bankalararası ve kısa vadeli borçlara ve Dexia'ya garanti	Fortis (2008), Dexia Bank Belgium (2011)
Almanya	3.5	1.8	11.1	6.1	€100 000	Bankalararası ve banka borçları (€400000 limit)	Hypo Real Estate(2008)
Yunanistan	42.3	25.4	-	-	€100 000	€15 milyara kadar fonlama garantisi	
İrlanda	16.3	40.7	20.3	19.1	Sınırsız	10 bankanın bir çok yükümlülüğüne sınırsız garanti	Anglo Irish Bank(2009), EBS Limited and Irish Nationwide Build. Society(2010) Irish Life and Perm. (2011)
Lüksemburg	4.1	7.7	-	-	€100 000	€4.5 milyarlık Dexia'nın borcuna garanti	Fortis ve Dexia(2008)
Hollanda	3.7	6.6	-	3.3	€100 000	Sağlam bankaların bankalararası borçlarına Fortis tahvilleri(€5 milyar) and ING tahvilleri (€10 milyar)	ABN-AMRO/ Fortis(2008)
İspanya	3.5	3.8	1.8	-	€100 000	Finansal kurumların borçlarına garanti (€200 milyar limit)	
İngiltere	5.6	6.9	16.3	14.5	£50 000	Kısa ve orta vadeli borca	Northern Rock(2008),

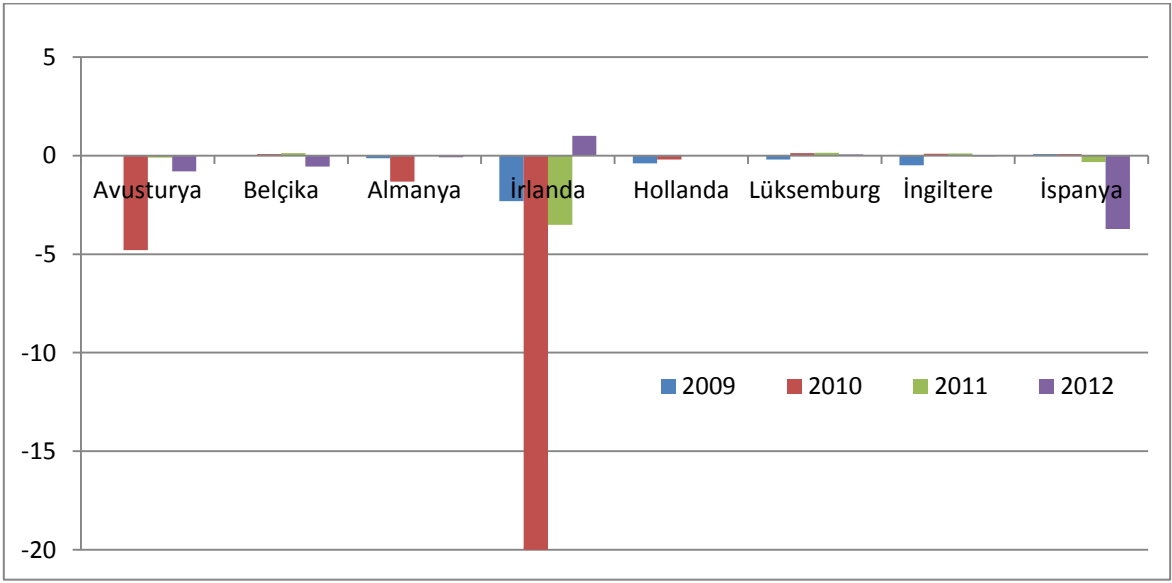
						garanti (limit £250 milyar), Northern Rock, Bradford ve Bingley'in toptan mevduatlarına genel garanti	RBS(2008)
ABD	4.7	4.5	13.0		\$250 000	Para piyasası fonlarına garanti (\$50 milyar limit) yeni çıkarılan kıdemli borç kağıtlarına garanti	Fannie Mae, Freddie Mac AIG(2008)
Sınırdaki Bankacılık Krizi Yaşayan Ülkeler							
Fransa	7.4	1.0	-	0.3	€100 000	Kredi kurumlarının yeniden fonlanması adına €350 milyar kredi Dexia'nın borcuna €55 milyar kredi garantisi	
İtalya	5.7	0.3	-	-	€103 000	Yeni banka yükümlülüklerine devlet garantisi	
Portekiz	16.7	0	-	-	€100 000	Kredi kurumlarının borç menkul kıymetlerine garant (%20 GSYİH)	
Slovenya	9.6	0.8	-	-	Sınırsız	2010'un sonuna kadar çıkarılmış yeni borçlarına garanti	
İsveç	13	0.7	-	-	SEK 500 000	Bankaların ve mortgage kurumlarının orta vadedeki borçlarına garanti (SEK 1.5 trilyon limit)	

Kaynak: Stolz ve Wedow (2010) ve Leaven ve Valencia (2012b)

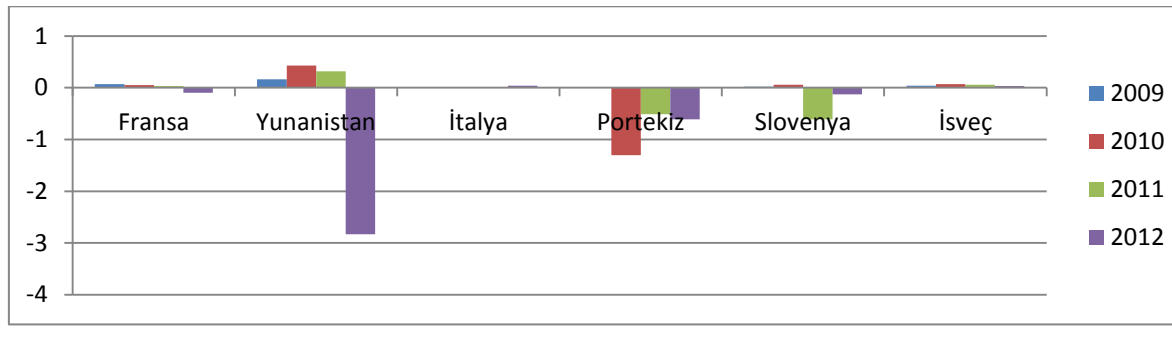
Tablo 2.8'den de takip edildiği üzere sistemik bankacılık krizi ile yüzleşen ülkeler önemli seviyede destek taahhüdünde bulunmuşlardır. Ancak Mayıs 2010 sonrası başlayan Borç Krizi ile birlikte bazı ülkeler yeni bir kısır döngü içine girmişlerdir. Bir yandan bu ülkelerin borçlarını geriye çeviremeyeceği endişesi kamu borcu spreadlerini arttırırken, diğer yandan bu spreadlerdeki artış ilgili ülkenin bankalarının kredi derecelendirmelerini düşürerek bankacılık sistemini sıkıntıya sokmuştur. Bu nedenle Yunanistan ve İspanya finansal sektöre müdahale etmek durumunda kalmıştır. İspanya'da bankacılık sistemini sermayelendirmek adına troika tarafından €100 milyar destek sağlanmıştır.

Bu sağlanan destekler sonucunda piyasada güven artmış ve krizin daha da derinleşmesinin önüne geçilmiştir. Ancak bütçe açığı ve borç oranının ne kadar artacağı da tartışma konusu olmuştur. Bu konu özellikle Maastricht Kriterleri ve Aşırı Açık Prosedürü (EDP) gibi mali kısıtları olan AB ülkeleri için oldukça önemlidir. Bu nedenle Eurostat, 15 Temmuz 2009'da alınan bir kararla (103/209) kamu müdahaleleri ile ilgili istatistiksel verileri ülkelere toplamakta ve bunları yayımlamaktadır. Grafik 2.9'da bu müdahalelerin bütçe açığına etkisi gösterilmiştir. 2012 yılında İspanya ve Yunanistan'da finansal sisteme yapılan ek müdahaleler sonucunda bütçe açığına negatif bir etki yapmış, İspanya'da bütçe açığına katkı -%3.72 Yunanistan'da ise -%2.83 olmuştur.

Panel a) Sistemik Bankacılık Krizi Yaşayan Ülkeler



Panel b) Sınırdaki Bankacılık Krizi Yaşayan Ülkeler



Kaynak: Eurostat, OECD ve kendi hesaplamalarımız.

Grafik 2.9 Avrupa Ülkelerinde Kamu Müdahalelerinin Bütçe Açığına Etkisi (% GSYİH)

Sistemik bankacılık krizi yaşayan ülkelerin finansal kurumlara müdahalesi birkaç ülke dışında bütçeye çok fazla bir mali yük yüklememiştir.¹⁴¹ Bunun birkaç nedenini sıralayabiliriz. Öncelikle bazı ülkelerde sağlanan imkânların tamamı kullanılmamıştır. Hükümetler destek paketleri açıklasalar da finansal kurumlar sağlamlıkları hakkında olumsuz bir bakış yaratacağı endişesiyle bu programlara dahil olmamışlardır. İkinci olarak sermaye enjeksiyonu, varlık alımı gibi müdahaleler finansal işlem niteliğindedir ve bütçeye etki etmez. Bu işlemler “çizgi altı işlemler (below the line)” olarak anılmaktadır. Ancak varlık ya da ilgili hisse piyasa fiyatının üzerinden satın alınıyorsa bütçeye sermaye transferi

¹⁴¹ Bütçeye yük en fazla İrlanda’da söz konusu olmuştur. 2006’da %2.9 fazla veren bütçe; 2010’da %11.9 açık vermiştir ve bunun %32’si bankacılık sektörüne sağlanan desteklerden kaynaklanmıştır (OECD, 2011e:18).

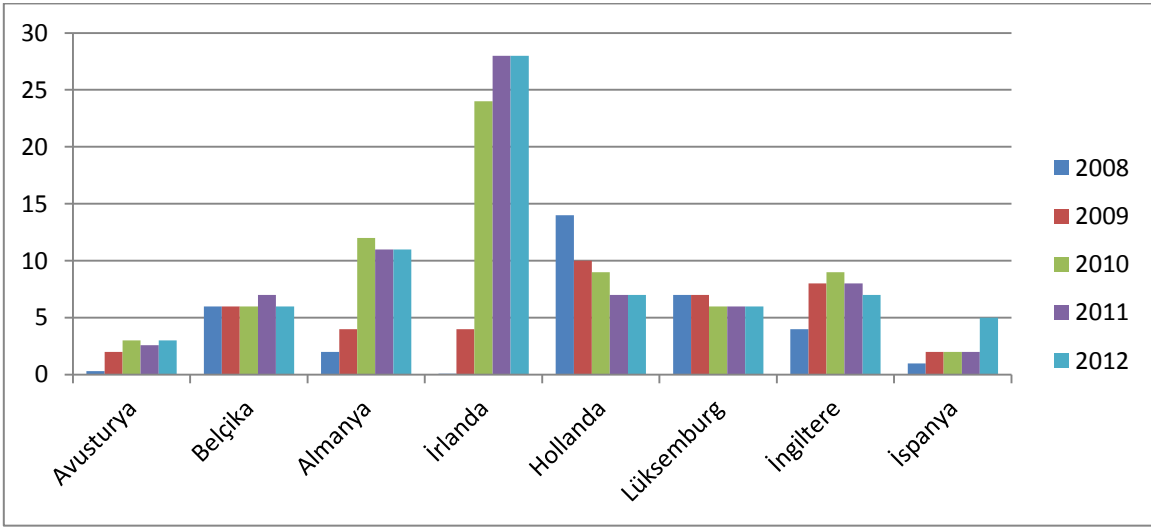
olarak kayıt edilecektir.¹⁴² Yükümlülükler ve varlıklara sağlanan garantiler de normal şartlarda bütçeyi etkilememektedir. Garanti sağlanan kurumun iflası halinde bir ödeme gerçekleşirse ancak bütçeye etki edecektir. Mevduat sigortası ise AB ülkelerinde hükümetten bağımsız bir kurum tarafından sunulmaktadır. Bu kurumun bir iflası söz konusu olursa hükümetin yüklendiği sorumluluk kadar etkisi olacaktır (EC, 2009: 62). Üçüncü olarak; sermaye enjeksiyonu kâr payı, sağlanan krediler faiz geliri, garantiler ise garanti ücret geliri sağlamakta ve bütçeye pozitif katkı yapmaktadır. Bu nedenle sağlanan destekler Fransa, İtalya ve İsveç gibi ülkelerde bütçeye pozitif katkı sağlamışlardır.

Finansal sisteme sağlanan desteklerden bazıları bütçe açığında kendini göstermese de brüt borç oranını artırır. Varlık alımları ve sermaye enjeksiyonları karşılığında bunları finanse etmek adına bir borç senedi çıkarmak durumunda olduğundan hükümetin brüt borcu artacaktır¹⁴³ (EC, 2009a: 60). Grafik 2.10'dan görüldüğü üzere varlık alımları ve sermaye enjeksiyonları özellikle bankacılık krizi yaşayan ülkelerde brüt borç oranına 2008 ve 2009 yıllarında 5; 2010 ve 2011 yıllarında ortalama 10 puan katkı sağlamıştır. Özellikle bu ülkeler arasında geniş müdahalelerin görüldüğü İrlanda öne çıkmaktadır. Müdahaleler İrlanda'nın brüt borç oranını 2010'da 24, 2011 ve 2012'de ise 28 puan arttırmıştır. Panel b'de ise sınırda bankacılık krizi yaşayan ülkeler yer almaktadır. Bu ülkelerde müdahaleler daha az görüldüğünden brüt borca katkısı da daha az olmuştur. 2008'de 0.3 puan arttırırken 2009, 2010 ve 2011 yıllarında 1 puan arttırmıştır. 2012 yılında ise finansal sisteme yapılan ek müdahaleler sonucu brüt borç Yunanistan'da 18, Portekiz de 11 puan İspanya'da ise 5 puan artmıştır.

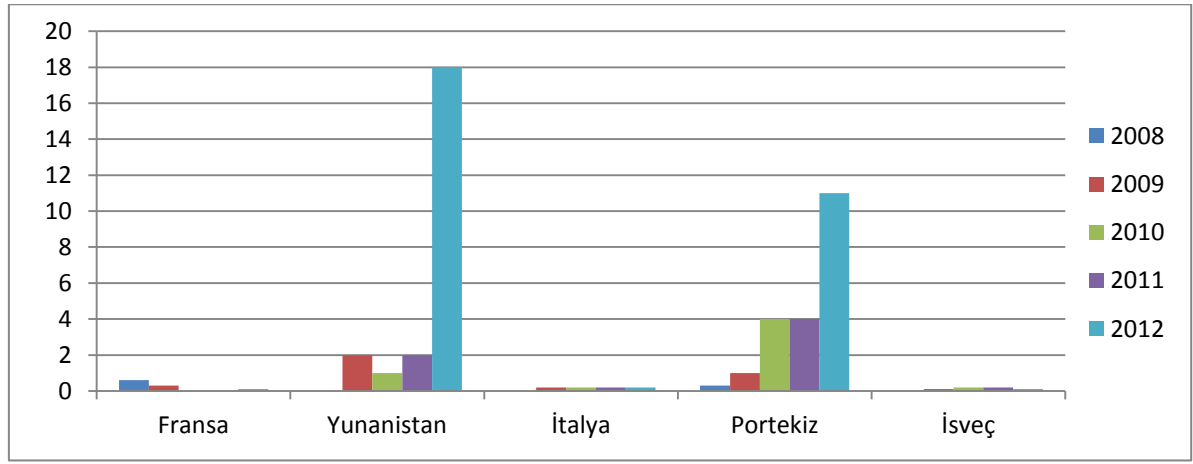
¹⁴² Örneğin Portekiz'de BPN'ye ait sorunlu varlıklar nominal fiyatı üzerinden satın alınmış ve piyasa fiyatı ile arasındaki fark 2010 yılında bütçeye harcama olarak girmiş, bütçe açığına %1,3 olan bütçe açığına katkının %1'lik kısmını oluşturmuştur.

¹⁴³ Eğer hükümet yeni bir borç kağıdı çıkarmak yerine merkez bankası yada ticari bankalardaki mevduatları gibi diğer varlıklarını azaltarak finanse ediyorsa brüt borç artmayabilir.

Panel a) Sistemik Bankacılık Krizi Yaşayan Ülkeler



Panel b) Sınırdaki Bankacılık Krizi Yaşayan Ülkeler

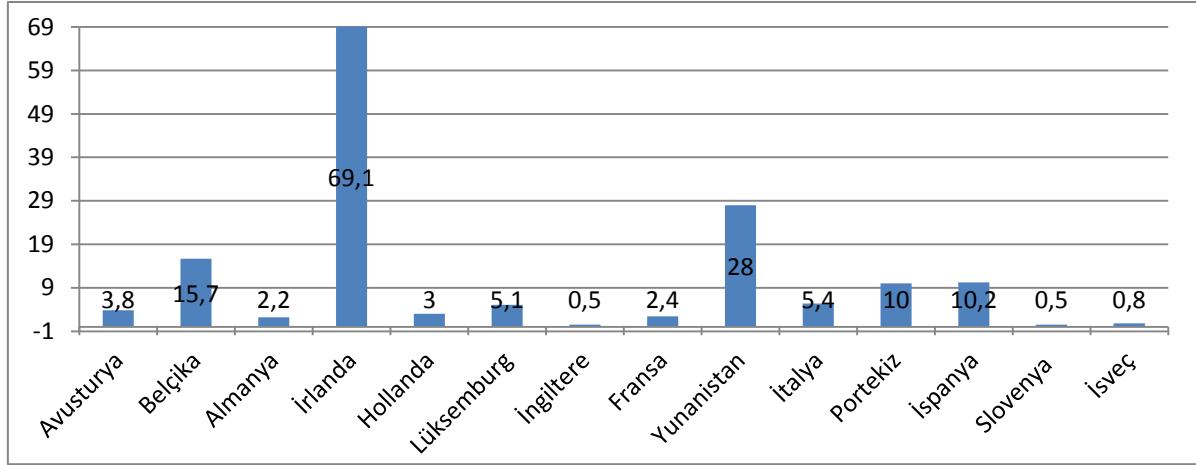


Kaynak: Eurostat ve kendi hesaplamalarımız.

Grafik 2.10 AB Ülkelerinde Kamu Müdahalelerinin Brüt Borç Oranına Etkisi (% GSYİH)

Finansal sisteme sağlanan garantiler ise bütçe açığına ve brüt borca direkt etki etmese de şartlı (contingent) yükümlülükleri artırır. Eğer hükümet bu garantilerin karşılığında bir ödeme yaparsa sermaye transferi olarak kaydedilecektir. Şartlı (contingent) yükümlülükler, şu anda hükümetin yükümlülükleri içinde bulunmasa da ileride hükümet borcunu arttırabileceğinden de risk taşımaktadır. Grafik 2.11’de 2012 yılı ülkelerin şartlı yükümlülük seviyeleri gösterilmiştir. Bu şartlı yükümlülüklerin önemli bir kısmı (yaklaşık %79’u) finansal kurumların varlık ve yükümlülüklerine sağlanan garantilerden

kaynaklanmaktadır. Özellikle İrlanda, Yunanistan ve Belçika'da bu yükümlülüklerin oranı da oldukça yüksek olduğu görülmektedir.



Kaynak: Eurostat, OECD ve kendi hesaplamalarımız.

Grafik 2.11 Şartlı (Cotigent) Yükümlülükler (2012, %GSYİH)

Şartlı yükümlükler önemli miktarlarda varlık içerdiğinden risk taşımaktadır. Önceki bankacılık krizleri bu varlıklarının karşılığının tam olarak alınmadığını göstermektedir. Bunlar ileride bütçe açığını arttırabileceği anlamına gelmektedir.¹⁴⁴

Yukarıda özetlediğimiz gibi kriz; AB ülkelerini gerek krizin merkezi olan ABD ile bağları gerekse finansal sistemlerinin yapıları nedeniyle farklı şekilde etkilemiştir. Para politikasının ortak olduğu bir para birliğinde para politikası bu farklılaşmayı dikkate almakta yetersiz kalmış ve krizle mücadele maliye politikasına bırakılmıştır. Ancak maliye politikasında da EPB açısından kısıtlar mevcuttur. İrlanda örneğinde olduğu gibi finansal sektöre destek bütçe açığını ve borcunu arttırmış kamu maliyesinin sağlamlığını tehlikeye sokmuştur. Oysaki ABD ve İngiltere'de Merkez Bankaları finansal kurumlara müdahalede daha aktif rol oynayarak maliye politikası üzerindeki yükü hafifletmişlerdir. Bu ülkeler finansal sektöre müdahalede maliye politikalarını Avusturya, Belçika ve İrlanda ile karşılaştırıldığında daha az devreye sokmuşlardır.

¹⁴⁴ Leaven ve Valencia (2008b)'nin hesaplamalarına göre krizin başlangıç tarihi ile 5 sene sonrası arasında banka varlıklarının satılması, kamulaştırılan bankaların özelleştirilmesi gibi nedenlerle sağlanan gelirle birlikte mali toparlanma oranının (recovery rate) İsveç(1991)'de %94.4, Norveç (1991)'te %77.8 Finlandiya (1991)'da %13.3 ve Japonya'da sadece %0.7 olmuştur. Japonya'da daha sonra bu oran artmış ve 2008'de %54'e ulaşmıştır.

6.2.2 Ekonomik Aktiviteye Destek Politikaları

2007 Ağustos ayında ABD’de eşik altı mortgage piyasasında başlayan kriz; 2008 Eylül’de Lehman Brothers’ın iflası ile birlikte global bir finansal krize dönüşmüştür. Kredi spreadleri hızla yükselmiş, varlık fiyatlarındaki düşüşler teminatların değerinin erimesine neden olmuştur. Ortaya çıkan belirsizlik nedeniyle finansal sistem geleneksel fonksiyonunu yerine getiremez olmuştur. Sonuçta ortaya çıkan ters kaldıraç sürecinin yatırımı azaltması ile tüm ülkelerde üretim rekor düzeylerde düşüşle karşılaşmıştır. Leaven ve Valencia (2012a)’ya göre bu krizde medyan üretim kaybı yaklaşık GSYİH’nın %25’i civarındadır.¹⁴⁵

Üretimdeki bu kaybı hedef alan ilk politika otomatik istikrarlandırıcılarıdır. Girouard ve Andre (2005); otomatik istikrarlandırıcıların ne kadar etkin olduğunu ölçmek için; çıktı açığına göre bütçe dengesinin elastikiyetini hesaplamışlardır. Bir çıktı açığı söz konusu olduğunda bütçe dengesi ne kadar fazla bozuluyorsa otomatik istikrarlandırıcılar o kadar çok devreye giriyor demektir. Tablo 2.9’da incelenen ülkelerde otomatik istikrarlandırıcıların etkinliği gösterilmiştir. Tabloya göre ABD’de bu değer 0.34 iken Euro Bölgesi ortalaması 0.48’dir. Euro Bölgesi içinde Fransa, Hollanda ve İtalya’da 0.53’lük değerleri ile öne çıkmaktadır. İsveç’te ise bu değer 0.55 ile en yüksek seviyededir.

Tablo 2.9 Otomatik İstikrarlandırıcıların Etkinliği*

Almanya	0.51	İrlanda	0.38
Fransa	0.53	Lüksemburg	0.47
İtalya	0.53	Hollanda	0.53
İngiltere	0.45	Portekiz	0.46
Avusturya	0.47	İspanya	0.44
Belçika	0.52	İsveç	0.55
Yunanistan	0.47	Euro Bölgesi	0.48
ABD	0.34		

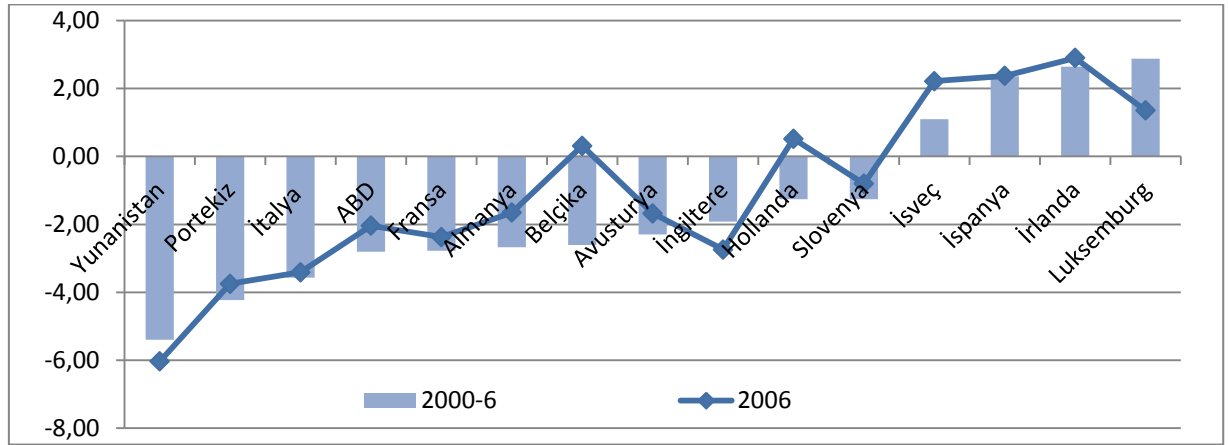
*Otomatik istikrarlandırıcıların etkinliği bütçe dengesinin çıktı açığına olan elastikiyeti olarak ölçülmüştür.

Kaynak: Girouard ve Andre (2005: 21)

¹⁴⁵ Önceki krizlerde bu oran yaklaşık %20 civarındadır.

Otomatik istikrarlandırıcılar, konjonktür dönemi boyunca istikrar sağlayıcı bir etki gösterirken çöküşün derin olduğu bu krizde toplam talebi canlandırmada yetersiz kalmıştır. Bu nedenle de ülkeler birbiri ardına ihtiyari maliye politikası önlemleri açıklamışlardır. Mali canlandırma programları adı altında açıklanan bu politikalar bir yandan toplam talebi ve üretimi arttırmayı ve krizin yol açtığı işsizlik gibi sosyal problemleri azaltmayı hedeflerken; bir yandan da varlık fiyatlarını arttırarak finansal sektöre destek sağlamıştır. Ayrıca alınan önlemler sonucu yaratılan gelir sayesinde de banka kredilerinin karşılıksız olmasının önüne geçilmiştir (Classens, vd. 2011: 9).

Ancak ihtiyari maliye politikalarının daha önce teorik olarak ortaya konulduğu gibi başarılı olabilmesi de birkaç şarta bağlıdır. Öncelikle politikayı uygulayacak ülkenin mali olanaklarının (fiscal space) yeterli olması gerekir. Ülkelerin mali olanakları değerlendirilirken literatürde genellikle ülkelerin bütçe açığı ve brüt borç oranları dikkate alınmaktadır.¹⁴⁶



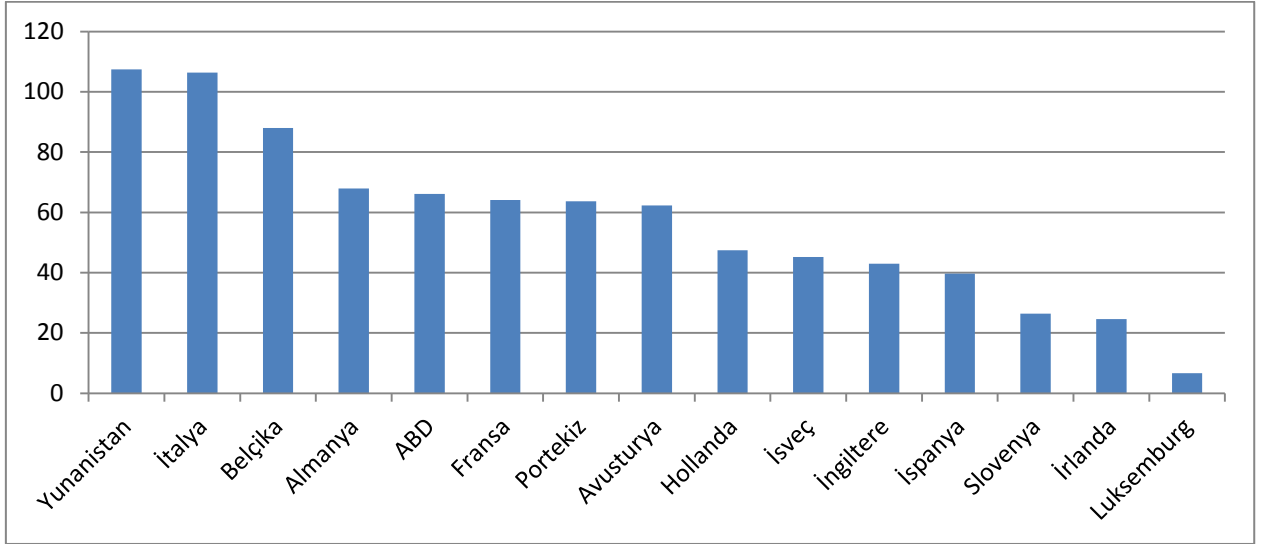
Kaynak: IMF WEO Veritabanı

Grafik 2.12 Merkezi Hükümet Bütçe Dengesi (% GSYİH)

Grafik 2.12’de 2000-2006 yılları arasında ülkeler merkezi hükümet bütçe dengesine göre sıralanmışlardır. Grafikten takip edildiği üzere Yunanistan, Portekiz ve İtalya gibi ülkelerin mali olanakları oldukça zayıftır. Mali açıdan en güçlü olan ülkeler ise İrlanda,

¹⁴⁶ Ülkelerin brüt borç/GSYİH oranlarını değerlendirirken Aizenmaan ve Jinjark (2011)’a göre ülkelerin vergi toplama oranlarını da dikkate almak gereklidir. Örneğin Maastricht kriteri olan %60 eşik değeri vergi toplama oranının yüksek olduğu Almanya gibi ülkelerde kabul edilebilir olmasına rağmen; ortalama vergi toplama oranının %25 olduğu Yunanistan, İrlanda, İtalya, Portekiz, İspanya gibi ülkelerde yüksektir. Bu nedenle yazarlar brüt borç oranını toplanan vergi/GSYİH oranları ile normalize etmişlerdir.

Lüksemburg ve İspanya gibi ülkelerdir. Grafik 2.13'te ise ülkelerin merkezi hükümet brüt borç oranları izlenmektedir. Borç oranlarına baktığımızda da durum çok farklı değildir. Bu durumda global krize Yunanistan, İtalya, Portekiz, Belçika gibi ülkeler zaten sorunlu mali yapılarla girmişlerdir.

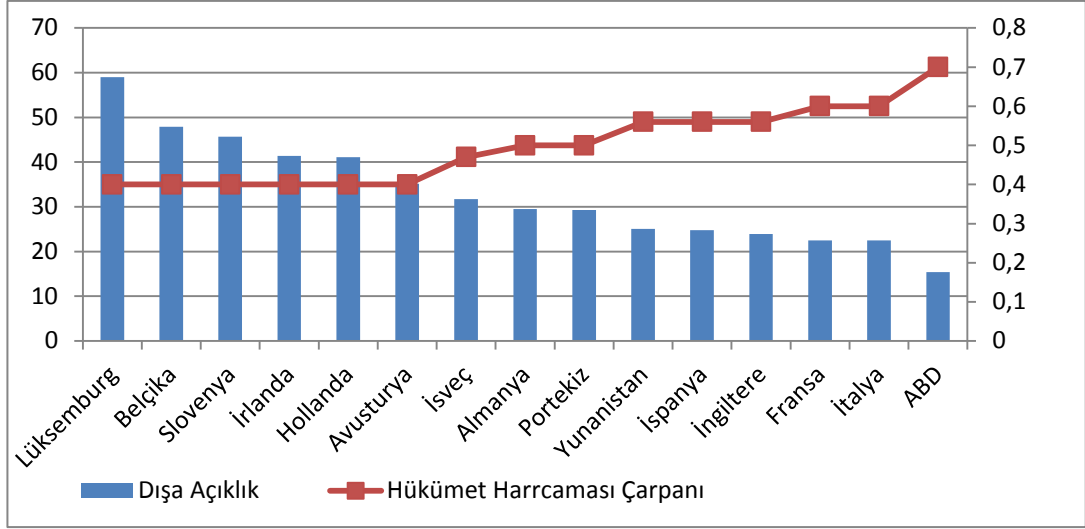


Kaynak: IMF WEO Veritabanı

Grafik 2.13 Merkezi Hükümet Brüt Borç/GSYİH (2006)

İkinci olarak, mali çarpanın yüksek olması gereklidir. Küçük ve dışa açık ülkelerde mali çarpanın da küçük olduğu bilinmektedir. Grafik 2.14'te ülkelerin 2008 yılı itibari ile dışa açıklık oranları gösterilmiştir. Avrupa ülkeleri, ABD ile kıyaslandığında oldukça dış ticarete bağımlı ülkelerdir. Dolayısıyla gerçekleştirilen bir hükümet harcamasının önemli bir kısmı yurtdışına kaçacağından hükümet harcaması çarpanı¹⁴⁷ da düşük çıkmaktadır. Grafik 2.14'ten de takip edildiği üzere dışa açıklık oranı azaldıkça hükümet harcaması çarpanının değeri de artmaktadır. ABD diğer ülkelere nazaran daha kapalı bir ülkedir dolayısıyla uygulanacak bir maliye politikası da GSYİH'yı en fazla bu ülkede arttırabilecektir.

¹⁴⁷ Maliye politikası için çarpan analizi yaparken; hükümet harcaması çarpanının yanında vergi çarpanı da dikkate alınabilir. Vergi çarpanları ülkeler için harcama çarpanlarından daha düşük çıkmaktadır. Benzer şekilde dışa açıklık oranı arttıkça vergi çarpanı da azalmaktadır.



Kaynak: OECD (2009) ve kendi hesaplamalarımız.

*Hükümet harcaması çarpanı; harcamanın yapıldıktan sonraki ilk yıl, harcama, yatırım ve transfer ödemeleri çarpanının ortalaması olarak hesaplanmıştır.

Grafik 2.14 Dışa Açıklık Oranları ve Hükümet Harcaması Çarpanı*

İhtiyari maliye politikasının başarısında daha önce de bahsettiğimiz gibi üçüncü faktör Ricardocu davranışın ortaya çıkması ile ekonomik birimlerin tasarrufa yönelmesidir. Özellikle yüksek borç oranına sahip olan Euro Bölgesi ülkelerinde bu etkinin ortaya çıkması daha olası görülmektedir. Ayrıca kriz ortamında hakim olan belirsizlik, güvensizlik ile birlikte hanehalkları ve özel sektör bilançolarında ortaya çıkan bozukluğu düzeltmek için ekonomik birimler daha fazla tasarrufa yönelebilirler. Bu da ihtiyari maliye politikasının etkinliğini azaltır. Ancak Euro Bölgesine baktığımızda özel sektör tasarruf oranlarında 1 puanlık sınırlı bir artış olduğu gözlenmektedir. 2006 yılında GSYİH oranının % 20.4'ü olan özel tasarruflar, 2010 yılında %21.8 ile tavan yapmış, 2013 yılında ise tekrar %20.6 seviyesine inmiştir.¹⁴⁸

Son olarak uzun dönemli harcama baskısı fazla olan, yaşlanan nüfusa sahip olan ülkelerde hem ihtiyari maliye politikasının büyüklüğü hem de etkinliğini azalacağını daha önce belirtmiştik. OECD (2006)'ye göre 2005-2050 arasında ülkelerin yaşlanan nüfusa bağlı olarak kamu harcamaları/GSYİH oranı önemli oranda artacaktır. ABD'de bu artışın 7 puan olması beklenirken, Euro Bölgesi'nde 8.9, İngiltere'de 7.2, İsveç'te ise 5.1 olması beklenmektedir. Kamu harcamalarında beklenen artış bir yandan ihtiyari maliye

¹⁴⁸ Bu artışın bir bölümü de kriz nedeniyle azalan GSYİH dan da kaynaklanmıştır. Veriler AMECO veri tabanından alınmıştır.

politikasının kapsamını daraltırken, bir yandan artan bütçe açığı ve borç oranında artış beklentisi uzun vadeli faiz oranlarını arttıracaktır.

Mali Canlandırma Programları

26 Kasım 2008'de Avrupa Komisyonu ekonomik aktiviteyi desteklemek üzere Avrupa Ekonomik Toparlanma Planı (European Economic Recovery Plan, EERP)'ni açıklamıştır. Bu paket €200 milyar tutarında bir harcama hedeflemiştir. Bu harcamanın €170 milyar'lık kısmının üye ülke bütçelerinden, €30 milyar'lık kısmının ise AB Bütçesi ve Avrupa Yatırım Bankası (European Investment Bank, EIB) tarafından karşılanması öngörülmüştür (Afonso, vd. 2010: 22). Bu tarihten itibaren AB ülkelerinin çoğu EERP çerçevesinde önlemler almışlardır. AB ülkelerinde ve kıyaslama yapmak adına ABD'de alınan önlemlerin GSYİH ile ölçeklendirilmiş hali Tablo 2.10'da yer almaktadır.

Tablo 2.10 2008-2010³ Mali Canlandırma Paketleri (%2008 GSYİH)

	Net Etki	Vergi Önlemleri¹	Harcama Önlemleri²
Avusturya	-1.1	-0.8	0.3
Belçika	-1.6	-1.0	0.6
Fransa	-0.6	-0.2	0.4
Almanya	-3.0	-1.6	1.4
Yunanistan	0.0	0	0
İrlanda	4.4	3.5	0.9
İtalya	0.0	0.3	0.3
Lüksemburg	-3.6	-1.7	1.9
Hollanda	-1.5	-1.4	0.1
Portekiz	-0.8	0	0.8
İspanya	-3.5	-1.6	1.9
Slovenya	-2.1	-1.9	0.2
İsveç	-2.8	-1.8	0.9
İngiltere	-1.4	-1.4	0
ABD	-5.6	-3.2	2.4

¹Vergi önlemlerinde -; vergilerde indirimi ifade etmektedir.

²Harcama önlemlerinde pozitiflik harcama artışını ifade etmektedir.

³2010 Bütçesinde yer alan önlemlerdir.

Kaynak: OECD (2009)

Tablo 2.10'dan görüldüğü üzere ABD yaklaşık GSYİH'sının %5.6'sı bir canlandırma planı açıklarken AB'nin bu kadar küçük bir canlandırma programı hedeflemesi IMF, OECD ve ABD hükümeti tarafından oldukça eleştirilmiştir. Peki AB'nin bu kadar düşük bütçeli bir canlandırma programı açıklamasının sebebi nedir? Öncelikle

Komisyon aslında ekonomik çöküşün bu kadar derin olacağını hesaplayamamıştır. 2009'un birinci çeyreğinde daralma beklentileri aşmıştır.¹⁴⁹ İkinci olarak İstikrar ve Büyüme Pakti ülkeleri kısıtlamaktadır. 2008'de İngiltere için zaten Aşırı Açık Prosedürü başlatılmış; 2009'da ise Komisyon Fransa, Yunanistan, İrlanda ve İspanya için de prosedürü başlatmıştır (EC, 2009a: 38)¹⁵⁰. Üçüncü olarak AB ülkeleri dışa açık ülkelerdir. Yukarıda da bahsettiğimiz üzere dışa açık ülkelerde canlandırmanın bir bölümü dışarıya sızmaktadır. Ancak bu ülkelerin birbiri ile ticaretlerinin daha yoğun olduğu düşünülürse tüm ülkelerin uygulayacakları mali canlandırma programları AB çapında toplam talebi arttıracaktır.¹⁵¹ Dördüncü olarak; yine daha önce bahsettiğimiz üzere AB ülkelerinde otomatik istikrarlandırıcılar daha etkindir. Bu da AB ülkelerinin bir yandan kriz sonrası mali açıklarının daha fazla artmasına neden olurken bir yandan da mali canlandırma ihtiyacını azaltmaktadır (Cameron, 2010: 9).

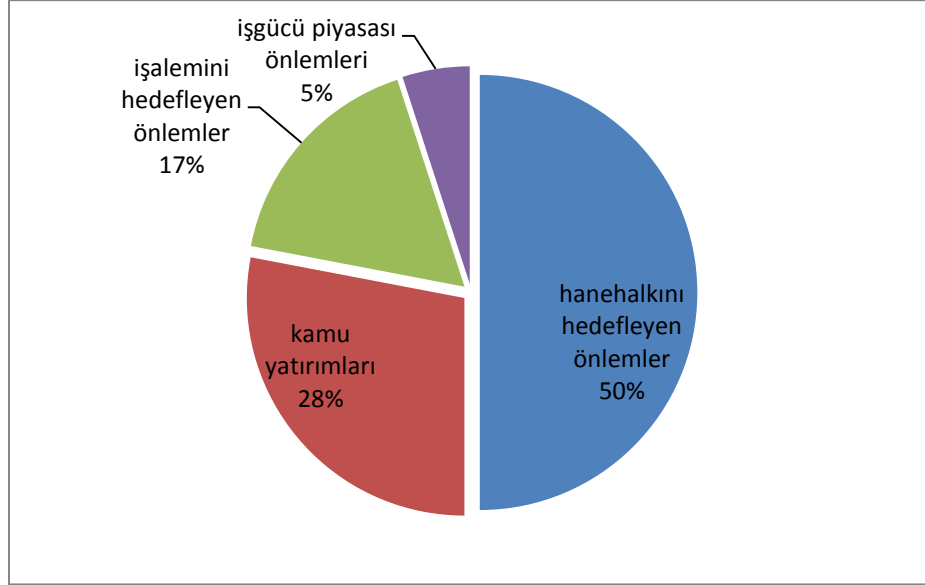
Euro Bölgesi özelinde baktığımızda alınan önlemler 2009-10 yılları için Euro Bölgesi'nin toplam GSYİH'sının yaklaşık %1.8'ine eşittir. Vergi önlemleri %1.0'lik kısmı oluştururken, harcama önlemleri %0.8'lik kısmını oluşturmaktadır. Grafik 2.15'te hükümetlerin uyguladığı canlandırma programlarının içeriği sınıflandırılmıştır. Şekilden de görüldüğü üzere birinci sırada hanehalkının satın alma gücünü destekleyen önlemler yer almaktadır. Dolaysız vergilerde (Avusturya, Almanya, İtalya, İspanya) ve KDV gibi dolaylı vergilerde indirimin (Hollanda) yanı sıra, konut piyasasını da desteklemek için direkt gelir destekleri (Lüksemburg, İspanya) uygulamışlardır. İkinci sırada kamu yatırımları gelmektedir. Hükümetler bu kapsamda yeşil endüstrileri ve enerji etkinliğini destekleyen yatırımlarda (Avusturya, Fransa, Lüksemburg, Hollanda, İspanya) bulunmuşlardır. Üçüncü sırada ise iş alemini destekleyen önlemler yer almaktadır. Vergi indirimleri (Fransa, Almanya, Lüksemburg, Hollanda, Portekiz), KDV alacaklarının erken ödenmesi (İspanya), vergi ödemelerinin ertelenmesi (Belçika) gibi önlemler yer almaktadır. Son sırada ise işgücü piyasasına yönelik önlemler yer almaktadır (Afonso, vd. 2010: 26) Bu kapsamda birçok ülkede (İtalya, Belçika, Almanya, İspanya, Fransa,

¹⁴⁹ Komisyon 2008 Bahar tahminlerine göre reel GSYİH büyümesini %1.3 olarak beklerken gerçekleşen -%4.3 olmuştur.

¹⁵⁰ Ancak 2005 yılında İstikrar ve Büyüme Pakti'nda gerçekleştirilen reformla ülkeler, ekonomik şartlarda kötüleşme varsa prosedürde verilen süreyi aşabilmektedirler (Bkz. I. Bölüm).

¹⁵¹ AB çapında gerçekleştirilen ihracatın 2/3'ü AB ülkelerine yapılmaktadır.

Hollanda, Avusturya, Portekiz) kısa zamanlı çalışma programlarını (reduced time working schemes) fonlanmıştır.



Kaynak: AMB (2010)

*Oranlar bütçeye etkiyi yansıtmaktadır.

Grafik 2.15 Euro Bölgesi Mali Canlandırma Programlarının İçeriği*

Literatürde, uygulanan mali canlandırma programlarının başarısı üç açıdan değerlendirilmektedir.¹⁵² Öncelikle bu önlemler zamanında (timely) ve acele uygulanmalıdır. Örneğin KDV oranında bir indirimde gidilmesinin toplam talebi artırması oldukça zaman alabilir. İhtiyari maliye politikasının doğasında var olan gecikmeler nedeniyle uygulanan politika aynı yönlü devrevi (procyclical) hale dönüşebilir.¹⁵³ Kriz esnasında alınan bir önlemin etkileri görülmeye başladığında kriz sona ermiş olabilir. Bu anlamda daha çabuk etki eden önlemlerin seçilmesi gerekir. Ancak global krizin derinliği ve krizin uzun sürmesi gecikmelerin sorun yaratmamasına neden olmuştur. İkinci olarak bu programlar hedefe uygun olmalıdır. Krizden en çok etkilenen kesimleri hedeflemeli

¹⁵² Literatürde bu ayırım mali canlandırma programlarının üç T'si olarak bilinmektedir: mali canlandırma programları Timely-zamanında, targeted- hedefe uygun ve temporary-geçici olmalıdır.

¹⁵³ İhtiyari maliye politikasında içsel ve dışsal olmak üzere iki türlü gecikme görülebilir. İçsel gecikmeler; ekonomide bir ters şokun oluşmasından politika cevabının oluşmasına kadar geçen süre olarak adlandırılırken dışsal gecikmeler politika cevabının ekonomiyi etkilemesine kadar geçen süredir (Mankiw, 2003: 382).

(targeted) ve bu doğrultuda toplam talebi arttırmalıdır. Örneğin vergi oranlarında genel bir indirime gidilmesi bu ayrımı gözetmezken kamu altyapı yatırımları öncelikle zarar gören inşaat sektörünü desteklemeye yardımcı olmuştur. Üçüncü olarak mali canlandırma programlarında yer alan bu önlemler geçici (temporary) olmalıdır. Aksi takdirde devlet desteği rekabet avantajını desteklenen sektör lehine çevirir. AB çapında uygulanan programlar içinde işgücü destek politikaları, kamu altyapı yatırımları gibi bazı önlemler geçici iken vergi önlemlerinin birçoğu kalıcı nitelikte olmuştur (EC, 2009a: 15).

AB üyesi ülkeler Komisyonun ana hatlarını belirlediği genel prensipler çerçevesinde ülkenin ekonomik yapısına, krizden etkilenme gücüne ve mali olanaklarının yeterliliğine göre mali canlandırma programları hazırlamışlardır. Tablo 2.8'den de görüldüğü üzere Yunanistan herhangi bir mali canlandırma politikası uygulamamıştır. İtalya, harcamaları artırırken bir yandan da vergileri arttırarak bütçeye etkiyi nötrlemiştir. İrlanda ise finansal kurumlara sağladığı desteklerin bütçeye etkisi nedeniyle mali konsolidasyona gitmiştir.

Para Birliği dışında kalan İsveç ekonomik aktiviteye destek politikasının bir bölümünü döviz kurundaki değer kaybı üzerinden yapmıştır. 2009-10 dönemi içerisinde genişlemeci para politikalarının bir sonucu olarak İsveç Kronu da %9.4 değer kaybetmiştir. Euro'daki değer kaybı ise %2.4'tür. İsveç'in ihracat hacmi 2010'da %18.1, 2011'de ise %18.6 artmıştır. Euro Bölgesinde ise ihracat hacmi 2010'da %11.5, 2012'de %6.4 artmıştır.^{154, 155} Bu sayede ekonomik toparlanmanın bir bölümü değer kaybı sonucu hareketlenen ihraç piyasası ile sağlanmaktadır. Weber ve Wyplosz (2009); parasal bir genişleme sonucu oluşan değer kaybını bu nedenle geleneksel olmayan para politikası önlemleri arasında saymaktadır. Toplam talebin bir kısmı döviz kurundaki değer kaybı ile hareketlendirilirken, mali canlandırmaya olan ihtiyaç da azalmaktadır. Ancak Euro Bölgesi içinde bu söz konusu olamayacağından ayarlama da maliye politikası ile sağlanmaktadır.

6.3 Borç Krizine Karşı Kurtarma (Bailout) Programları

Mayıs 2010'da Yunanistan finansal piyasalardan borçlanamaz duruma gelmiştir. Aynı zamanda Yunanistan'ın temerrüde düşeceği (default) ve beraberinde Euro'dan

¹⁵⁴ Benzer bir durum İngiltere'de gözlenememektedir. Sterlin, dolar karşısında %19 değer kaybetse de ihracat hacminin 2010'da %6.6, 2011'de ise %4.4 bir artış sağlanabilmiştir.

¹⁵⁵ Veriler IMF WEO veritabanından elde edilmiştir.

çıkacağı söylentileri başgöstermiştir.¹⁵⁶ Ancak Euro'dan çıkmak hem Yunanistan hem de diğer Euro Bölgesi ülkeleri açısından katlanılmaz sonuçlar doğurabilecektir. Eichengreen (2010); Euro'dan çıkmanın olası sonuçlarını incelediği makalesinde Euro'nun “*geri döndürülemez bir süreç*” olduğunun altını çizmiştir.¹⁵⁷

Bu çerçevede Euro'nun devamını sağlamak için Avrupa Komisyonu, IMF ve AMB – *troika* olarak anılan üçlü- Yunanistan'a destek kararı almışlardır. Ardından da borç krizine giren diğer ülkelere de yardımlar sağlanmıştır. Ancak daha önce de tartışıldığı gibi; geçmişteki kamu borcu yeniden yapılandırılmalarında IMF liderlik vazifesini üstlenmiştir. Oysa Avrupa Borç Krizi sonrasında görülen borç yapılandırmalarında Avrupa Konseyi ve AMB devreye girmiştir. Bu da süreci farklılaştırmıştır. İlk olarak; IMF teknokratik bir krurumken, Avrupa Konseyi (AK) politikacılardan oluşan bir kurumdur. Bu nedenle kriz yönetiminde seçim kaygıları da önemli rol oynamıştır. İkinci olarak; borçlu ülkenin karşısında tek bir kurum değil 28 farklı ülke ve bu ülkelerin farklı çıkarları vardır (Ardagna ve Caselli, 2012: 1). Bu nedenlerle kriz yönetimi daha karmaşık ve politik etkilere açık olmuştur.

Yunanistan'ın kurtarılması ile başlayan bu süreç ilk başlarda yasal kaygılar da yaratmıştır. Kurtarma programlarına olumsuz bakanlar, Avrupa Birliği Antlaşmasınının 103/1 maddesine vurgu yaparak, birliğin üye ülkelerinin diğer ülkelere finansal asistanlık yapması için zorlayamayacağını iddia etmişlerdir. Ancak 100. madde ise üye ülkelerden birinin istisnai bir durumla karşılaştığında Konsey nitelikli çoğunluk yöntemiyle bunu oylayabilir ve gerekli yardımı yapabilir demektedir. Sonuçta bu madde yorumlanarak sorunlu ülkelere gerekli destekler sağlanmıştır.

6.3.1 Yunanistan

2 Mayıs 2010'da Euro Bölgesi ülkeleri ve IMF, Yunanistan'a destek sağlama konusunda anlaşmışlardır. Eurogroup Mayıs 2010'dan Haziran 2013'e kadar sağlanacak €80 milyarlık bir destek açıklamıştır.¹⁵⁸ Ülkeler tarafından ayrı ayrı sağlanacak krediler Avrupa Komisyonunca Yunanistan Kredi Kolaylığı (Greek Loan Facility) adı altında

¹⁵⁶ Örneğin George Soros; Eurosystem'in yaşayamayacağını birkaç defa vurgulamıştır. Feldstein ise Yunanistan'ın Euro Bölgesinden tatile çıkması gerektiğini savunmuştur.

¹⁵⁷ De LaTorre, vd.(2003:8)'ye göre katı kurların uygulandığı sistemlerde sisteme kredibilitiyi sağlayan da geri dönüşün maliyetli ve zor olmasıdır.

¹⁵⁸ Bu destek; Slovakya'nın katılmama kararı alması, İrlanda ve Portekiz'in desteğe ihtiyaç duymaları nedeniyle dışında kalmaları sonucu €2.7 milyar azalmıştır.

biraraya getirilmiştir. Ayrıca bu programa IMF’de €30 milyar stand-by antlaşması ile katılmıştır. Bu kredilerde faiz oranının ilk üç yıl, Euribor artı 300 puan sonraki yıllarda ise Euribor artı 400 puan olması kararlaştırılmıştır. Bu programın sonucunda beklenen borç/GSYİH oranını istikrarlı bir hale sokmaktır. Bu anlamda da Yunanistan’ın altı yılda toplam %14.6 bir faiz dışı fazla vermesi hedeflenmiştir (EC, 2010: 26).

Bu programın asıl amacı Yunanistan’ın 2012 yılının sonu itibarı ile finansal piyasalardan borçlanabilir hale getirilmesidir. Bu nedenle program; Yunan tahvillerindeki spread’in 100 baz puana düşürülmesini öngörmüştür. Bu amaçlara ulaşabilmek için IMF’de stand-by antlaşmasının bir gereği olarak bir takım şartlar öne sürmüştür. İlk olarak, Yunanistan mali dengenin sağlanması için kemer sıkma önlemleri uygulayacaktır. İkinci olarak; borç seviyesini sürdürülebilir bir seviyeye indirmek için özelleştirmelerde bulunacaktır. Son olarak; kaybolan rekabet avantajını yeniden sağlamak için yapısal reformlar uygulayacaktır (IMF, 2010: 26-62).

Ancak uygulanan kemer sıkma politikalarına Yunanistan kamuoyundan tepkiler ve protestolar gelmiştir. Ardından Eurostat 2009 bütçe açığı/GSYİH rakamlarını aşağı yönlü revize etmiştir. Bu da program hedeflerini tutturmak için daha fazla kemer sıkma yapılması anlamına gelmektedir. Ayrıca Kasım 2010’da İrlanda’nın finansal destek için troika’ya başvurması piyasalarda spreadlerin artmasına neden olmuştur. 2011’in ilk aylarında Yunanistan’ın belirtilen sürede piyasalardan borç alabilecek duruma gelemeyeceği görüşü yerleşmeye başlamıştır (Ardagna ve Caselli, 2012: 11).

21 Temmuz 2011’de gerçekleştirilen Zirve’de Euro Bölgesi Hükümet Başkanları Yunanistan’daki bu sıkıntıları göz önünde bulundurarak kredilerin vadesini uzatma, kredilerde faiz oranlarını düşürme ve €109 milyar’lık yeni bir destekte bulunma kararı almışlardır.

Bu yeni programda farklı olarak IMF’nin Özel Sektör Katılımı (Private Sector Involvement, PSI) prensibi uygulanma kararı da alınmıştır. Bu prensibe göre IMF ancak kamu borcu sürdürülebilir ise destek sağlamaktadır. Eğer sürdürülemez bir borç oranı söz konusu ise; özel sektörün bir miktar traşa (haircut) –yani borç affına- razı olması gerekmektedir (Lane, 2012: 59).

26 Ekim 2011’de gerçekleştirilen Zirvede ise Euro Bölgesi Başkanları “Yunanistan, özel yatırımcıları ve ilgili tüm tarafları, Yunanistan tahvillerini itibari değeri üzerinden

%50 iskonto sağlayacak yeni tahvillerle gönüllü değişim” için davet etmiştir. Bu müzakereler daha önce açıklanan Londra Klübü uygulamalarına benzer şekilde 32 kreditor grubu adına 12 kreditor den oluşan idare komitesiyle yapılmış ve Mart 2012’de son bulmuştur (Zettelmeyer, vd. 2013: 9).

Yunanistan bu borç yeniden yapılandırması sırasında €195.7 milyar tahvilini yeniden yapılandırmıştır. Bu yapılandırma sonucuna tahvillerin itibari değerinde %53.5’lik bir azalma olmuştur. Ancak AMB (€42.7 milyar), Ulusal Merkez Bankaları (€13.5 milyar) ve Avrupa Yatırım Bankası (€315 milyon) nezdindeki tahviller bu yapılandırmanın dışında tutulmuştur (IMF, 2013c: 22).

Yunanistan’ın kamu borcunun yeniden yapılandırılacağına açıklanması dahi tahvil piyasalarında spreadleri arttırmış ve İtalya için de korkular başlamıştır. Avrupa Bankaları özellikle borcu yüksek Çevre ülkelerine borç vermede isteksiz davranmaya başlamışlardır (Lane (2012), Ardagna ve Caselli (2012))¹⁵⁹.

Yunanistan’a daha fazla kemer sıkma ve yapısal reform yapma karşılığında bir borç affı sağlanmıştır. Ancak ülke içinde reformlara yapılan protestolar son bulmamıştır. Zayıf ekonomik görünüm ve herşeyden önemlisi kısa vadeli borç servisinin affa rağmen fazla olması Yunanistan’ın desteğe ihtiyacı olduğunu düşündürmeye başlamıştır. Bunun üzerine 26-27 Kasım 2012’de Euro Bölgesi Maliye Bakanları ve IMF anlaşmaya varmışlardır. Öncelikle 2014 için faiz dışı fazla hedefi %4.5’ten %1.5’e düşürülecektir. Ayrıca Yunan Kıredisi Kolaylığı ve EFSF kredilerinin faiz oranlarında 100 baz puanlık bir indirime gidilecek ve vadeler uzatılacaktır. İkincisi; AMB nezdinde Tahvil Alım Programı (SMP) doğrultusunda biriken gelirler Yunanistan’a devrolacaktır. Üçüncüsü; EFSF, Yunanistan’ın yeni çıkardığı bonoları geri satın alması (buyback) için kredi sağlayacaktır. Dördüncü olarak da Eurogroup tarafından gerektiğinde Yunanistan’ın borç/GSYİH oranını sürdürülebilir bir seviyeye düşürmek için gerekli önlemlerin alınacağı taahhüdünde bulunulmuştur (Eurogroup, 2012).

12 Aralık 2012’de, Yunanistan €11.3 milyar EFSF fonu kullanmış ve itibari değeri €31.9 milyar olan tahvili geri satın almıştır. Ancak tahvil geri satın alımının Kasım’da açıklanması ancak alımın Aralık’ta yapılması, tahvillerin piyasa değerlerinin bu bir ay

¹⁵⁹ Aslında bu süreç Ekim 2010’da Fransa ve Almanya’nın Deauville Deklarasyonu ile başlamıştır. Bu deklearyonda Merkel ve Sarkozy özel sektörün de katılımı için gerekli düzenlemelerin yapılması gerekliliğini vurgulamışlardır (Zettelmeyer, vd. 2013:4).

içinde %20 artmasına neden olmuş, bu da Yunanistan'ın geri satın alımdan beklediği etkinin azalmasıyla sonuçlanmıştır (Zettelmeyer, vd. 2013: 30).

6.3.2 İrlanda

Konut balonunun patlaması ve Dünya piyasalarındaki likidite sıkışıklığı ile birlikte finansal kurumları sıkıntıya giren İrlanda, bu krizlere sağladığı geniş destekler, bir önceki bölümde detaylı bir şekilde tartışıldığı gibi, İrlanda'nın bütçesine bir yük yüklemiştir. Mayıs 2010'da Yunanistan'ın krize girmesinden sonra gözler İrlanda'ya çevrilmiştir. Kasım 2010'da; tahvil faizlerinin %9'a çıkması ve İrlanda'nın uluslararası piyasalardan borçlanamayacak hale gelmesi sonrası İrlanda hükümeti, Yunanistan'ın ardından AB ve IMF'ye başvuran ikinci ülke olmuştur.

Kasım 2010'da €85 milyarlık bir finansal destek sağlanması konusunda Avrupa Komisyonu ve IMF anlaşmıştır. Program kapsamında €50 milyar mali ihtiyaçlar için €35 milyar ise bankacılık sektörünü desteklemek için sağlanacaktır. Sağlanan desteğin €17.5 milyarı İrlanda'nın kendi kaynaklarından €67.5 milyarı ise dış kaynaklardan (EU-IMF) sağlanacaktır.

Programın amacı bankacılık sektörüne ve kamu maliyesine finansal piyasaların güvenini yeniden sağlamaktır. Bu amacı gerçekleştirmek için programın dört unsuru bulunmaktadır:

- Küçülme ve bankacılık sektörünün yeniden organizasyonunu içeren finansal sektör stratejisi
- Mali sürdürülebilirlik stratejisi
- Büyüme için yapısal reform paketi
- Bu politika amaçlarını gerçekleştirebilmek için finansal asistanlık (EC, 2011a: 18).

Program sonunda İrlanda'nın 2012'nin ikinci yarısında tekrar piyasalardan borç alabilir duruma gelmesi hedeflenmiştir. İrlanda da bu hedefi gerçekleştirmede önemli adımlar atmıştır. Ekonomik büyüme yavaş ama istikrarlı olmuştur, 2011'de %1.4, 2012'de ise %0.9 büyümüştür. Büyümenin en önemli belirleyicisi ise ihracat olmuştur. Birim

işgücü maliyetlerindeki düşüş sayesinde İrlanda, rekabet avantajı sağlamıştır (Whelan, 2013: 22)¹⁶⁰.

2012 sonlarına doğru yatırımcıların İrlanda'ya olan güvenleri de tekrar sağlanmış, spreadler düşmüştür. Ayrıca kredi derecelendirme kuruluşları İrlanda'nın kredi notunu yükseltmiş; İrlanda piyasalardan borçlanabilir hale gelmiştir. 2013 ortalarında ise spreadler eski seviyelerine dönmüştür.

İrlanda AK-IMF-AMB programını Aralık 2013'te tamamlamıştır. Ardından da Program Sonrası Gözetim (Post Programme Surveillance, PSI) başlatılmıştır. Bu gözetim sonucunda İrlanda'nın önemli bir yol katettiği ancak özel sektör borçları, bankalardaki sorunlu varlıklar ve bütçe açığına dikkat edilmesi gerektiği sonucuna varılmıştır (EC, 2014a: 2).

6.3.3 Portekiz

Portekiz; İspanya ve İrlanda gibi konut balonu yaşamamış, Yunanistan gibi sürdürülemez kamu borcu yükselişleri ile karşılaşmamış, İtalya gibi politik istikrarsızlıklara sahne olmamıştır. Aslında para birliğine dahil olmadan da en yüksek büyüme oranına sahip olan ülkelerden biri iken, para birliğine dahil olduktan sonra rekabet avantajını kaybetmiş ve cari açığı hızla artmıştır. Bu cari açığı da dışarıdan borçlanarak kapatmış ve bankaların dış borcu artmıştır (Reis, 2013: 153). Tablo 2.3'te görüldüğü üzere, kümülatif cari açık 2000-2007 arasında %71 olmuştur.

Yunanistan'ın borç krizine girmesinin ardından gözler kırılğan olan bir diğer ekonomi Portekiz'e dönmüştür. 2010 yazında kredi dercelendirme kuruluşu Moody's Portekiz tahvillerinin notunu düşürmüştür. Ardından hükümet kemer sıkma önlemleri uygulamaya başlasa da piyasalarda kaybolan güveni yeniden tesis edememiştir. Kasım 2010'da troika'ya başvurmasıyla Portekiz için de sıkıntılar başlamıştır. 10 yıllık tahvillerin getirileri %7'ye çıkmış ve Portekiz'de piyasalardan borçlanamaz hale gelmiştir. Bunun üzerine Nisan 2011'de finansal asistanlık için başvurusunu açıklamıştır.

Mayıs 2011'de IMF-AK-AMB –troika- Portekiz'e finansal destek sağlama kararı almıştır. €78 milyarlık destek içeren bu programın süresi de 3 yıl olarak belirlenmiştir.

¹⁶⁰ İrlanda'da birim işgücü maliyetlerinde 2010'da %6.7 ve 2011'de %4 azalmıştır. 2012'de ise sabit kalmıştır.

EFSF, EFSM ve IMF eşit payda kredi desteği sağlayacaklardır. Bu program çerçevesinde Portekiz'e düşen sorumluluklar ise;

- Potansiyel büyümeyi arttıracak, iş yaratacak ve rekabet avantajı sağlayacak reformlar yapmak
- Kamu- özel sektör ortaklıkları ve kamu sahipli işletmelerde daha nitelikli bir mali kontrol sağlama gibi önlemlerle kamu borcu/ GSYİH oranını düşüşe geçirmek ve bütçe açığı/GSYİH oranını 2014 sonunda %3'ün altına düşürmek
- Yeniden sermayelendirmeye dayanan bir finansal sektör stratejisi geliştirmek olarak belirlenmiştir (EC, 2011b: 16).

Aralık 2011'de Portekiz'in bütçe açığı ile ilgili, emeklilik fonlarının da bir defalık bütçeye devredilmesi ile, beklentilerin iyileşmesi Portekiz ile ilgili algının değişmesine neden olmuştur. Portekiz'in piyasalarla ilk imtihanı ise Ekim 2012'de 1 yıl vadeli tahvillerini 3 yıl vadeli tahvillerle değiştirmesi sırasında olmuş ve Portekiz bu değişimin altından başarıyla kalkmıştır.¹⁶¹

Portekiz Mayıs 2014'de programı belirtilen süre içerisinde bitirmek istediğini ve program sonrası önlem için bir kredi kolaylığına ihtiyaç duymadığını AB ve IMF'ye bildirmiştir. Avrupa Komisyonu'nda gözden geçirmelerinde üç yıllık program içerisinde Portekiz'in cari açığını fazlaya çevirdiğini, bütçe açığını yarıya indirdiğini ve kamu borcu piyasalarına erişimin sağlanabildiğini vurgulamıştır (EC, 2014b). 17 Mayıs 2014'te Portekiz programı sonlandırmıştır.

6.3.4 İspanya

İspanya'da konut fiyatları 11 yıl boyunca yılda ortalama %8 artmıştır. Paralel olarak inşaat sektörü de yıllık ortalama %6 büyümüştür. Bu artışlar beraberinde kredi büyümesini de getirmiştir. 2011'de hanehalkının birikmiş borcu GSYİH'nın %82'si şirketler kesiminde ise %135'i bulmuştur. Konut fiyatlarındaki düzeltme sonrası ise takipteki alacaklar hızla artmış ve İspanya bankaları sıkıntıya düşmüştür.

¹⁶¹ Ekim 2012'de Portekiz €3.7 milyarlık Eylül 2013 vadeli tahvilini, Ekim 2015 vadeli tahvillerle değiştirmiştir. 2013 vadeli tahvillerinin toplamı €9.6 milyardır. Üstelik 2013 vadeli tahvillerin getirisi %3.60 iken 2015 vadeli tahvillerin getirisi %5.39 olmuştur (<http://www.bloomberg.com/news/2012-10-02/portuguese-debt-agency-igcp-plans-bond-exchange-tomorrow.html>).

Haziran 2012’de İspanya hükümeti Avrupa Finansal İstikrar Kolaylığı (EFSF)’nın finansal kurumların yeniden sermayelendirilmesi için finansal asistanlık fonuna başvurmuştur. Bu programın amacı bankacılık sektörünün uzun vadeli sağlamlığını arttırmak ve İspanya bankalarının piyasaya erişimini düzenlemektir. Temmuz 2012’de İspanya’ya €100 milyar’lık fon sağlanmıştır. Bu fon finansal kurumları desteklemeye özgüdür ve üç önemli bileşeni bulunur;

- ✓ Bankalara stres testleri uygulayarak bankaların sermaye ihtiyaçları belirlenecektir.
- ✓ Sorunlu varlıklar bankaların bilançolarından uzaklaştırılıp Varlık Yönetim Şirketlerine devredilecektir.
- ✓ Önemli bankalar yeniden sermayelendirilip yeniden yapılandırılırken önemli olmayan bankalar fesih edilecektir (EC, 2012a: 26)

Bu desteğin İspanya’ya 18 ay boyunca sağlanması planlanmıştır. Bankaların yeniden yapılandırılmasının ise 5 yıl sürmesi beklenmektedir. Ocak 2014’te İspanya finansal destek programından başarıyla çıkmıştır. Programda sağlanan desteğin de sadece €38.9 milyarı kullanılmıştır. Program bittikten sonra İspanya ekonomisi ve finansal sektörünün gözetimi Program Sonrası Gözetim (PPS)’e alınarak devam ettirilmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARA BİRLİKLERİNDE FİNANSAL KRİZ YÖNETİMİNİN AMPRİK DEĞERLENDİRİLMESİ

Bir önceki bölümde para birliğine katılıp katılmamanın finansal kriz yönetiminde politika aletlerini kullanma açısından nasıl bir fark yarattığı tartışılmıştı. Bu bölümde ise para birliğine katılıp katılmamak finansal kriz yönetiminin makroekonomik sonuçları itibarı ile değerlendirilecektir.

Para birliğine katılmanın en önemli maliyeti para birliği teorisinin Mundell (1961) tarafından ortaya atıldığı dönemden beri tartışılan, parasal bağımsızlığın ortadan kalkmasıdır. Para birliğine dahil olunca ülkeler ikinci bölümde detaylarını gördüğümüz finansal kriz yönetimin en önemli aletlerinden biri olan para politikasını tek bir otoriteye devretmiş olurlar. Almanya, Fransa, İspanya, Yunanistan gibi ülkelerde finansal kriz yönetimi ile ilgili para politikası kararları AMB tarafından alınırken; İngiltere ve İsveç'te bağımsız Merkez Bankaları krize müdahale etmişlerdir.

Bu bölümde finansal kriz yönetiminde tek bir para politikası kullanmanın sonuçları ülkeler açısından tek tek incelenecektir. Bu sonuçlar bağımsız para politikası kullanan AB üyeleri İngiltere, İsveç ve para birliğini mali birlikle desteklemiş tam bir para birliği olan ABD ile karşılaştırılacaktır.

Bu amaçla bu bölümde ilk önce literatür taramasına yer verilmiş ve finansal kriz dönemlerinde kullanılan para politikalarının etkinliği üzerine yapılmış çalışmalar analiz edilmiştir. Ardından ikinci alt bölümde kullanılan Vektör Otoregresif (Vector Auto Regressive, VAR) modelinin teorik altyapısı açıklanmıştır. Üçüncü altbölümde; ülkeler için ayrı ayrı VAR modelleri tahmin edilmiş, etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırma tabloları gösterilmiştir. Dördüncü altbölümde ise EPB'de kriz döneminde yapılanlar ve yapılamayanlar bu bulgular ışığında değerlendirilmiştir.

1. LİTERATÜR TARAMASI

Finansal krizler esnasında ikinci bölümde tartıştığımız üzere geleneksel para politikası önlemleri etkinliğini kaybetmektedir (Cuikermann (2012), Ceccioni, vd. (2011), Abassi ve Linzert (2011)). Finansal kriz yönetimde para politikası geleneksel olmayan para politikası önlemleri üzerinden yapılmaktadır. Global finansal kriz sonrasında da Merkez

Bankaları krize müdahale kapsamında birbiri ardına geleneksel olmayan para politikası önlemlerine başvurmuşlardır.

Geleneksel olmayan para politikası önlemlerinin etkinliğini literatürde oldukça tartışılmıştır.¹⁶² Geleneksel olmayan para politikalarının etkinliğini tartışırken varmak istediğimiz nokta aslında bu politikaların üretim üzerinde yarattığı etkidir. Bu politikalar öncelikle finansal değişkenleri etkiler ardından aktarım kanalları ile reel ekonomiye taşınır. Bu politikaların etkinliklerini tartışan ilk çalışmalar finansal değişkenlerde yarattığı etkiye yoğunlaşmışlardır.

Bu konuda yapılmış ilk çalışmalardan biri Taylor ve Williams (2008)'in FED tarafından başlatılan TAF programının Libor-OIS spreadini düşürüp düşüremediğini incelediği çalışmasıdır. Yazarlar çalışmada TAF'ın açıklandığı günlere kukla değişkenler vererek regresyon analizi gerçekleştirmişler ve bu politikanın etkin olmadığı sonucuna varmışlardır. Ancak benzer çalışmayı McAndrews, vd. (2008) fark alarak yapmış ve TAF'ın etkin olduğu sonucuna ulaşmıştır. Wu (2010) ise benzer analizi TAF öncesine 0; TAF sonrasında 1 vererek yinelemiş ve Libor-OIS spreadini yaklaşık olarak 50 baz puan düşürdüğünü ortaya koymuştur.

Geleneksel olmayan para politikasının etkinliğini inceleyen çalışmaların çoğu FED'in Büyük Ölçekli Varlık Alım Programlarının (LSAP)'nin etkinliğine yoğunlaşmıştır.¹⁶³ Krishnamurthy ve Vissing-Jorgensen (2011); LSAP1 ve LSAP2 programının etkilerini 7 kanaldan incelemiş ve etkin bulmuştur. Özellikle LSAP1'in 10 yıllık devlet tahvillerinin getirilerini 100 baz puan düşürdüğünü ortaya koymuştur. D'Amico ve King (2010) ise benzer analizi panel veri kullanarak gerçekleştirmiştir. Varlık alımları sonucu; alımın olduğu anda devlet tahvillerinin fiyatlarında ortaya çıkan değişikliklerin akım, devlet tahvillerinin talep eğrisinde bekleyişlerdeki kaymalardan kaynaklı bir değişikliğin ise stok etkiler olduğunu belirtmiştir. Yazarlara göre varlık alımları sonucu akım etkiler 3.5 baz puan olurken, stok etkiler 50 baz puan olmuştur.

Abbasi ve Linzert (2011) ise geleneksel olmayan para politikasının etkinliğini Euro Bölgesi için araştırmışlardır. Bu amaçla AMB'nin açık piyasa işlemleri ile Euribor'u ne

¹⁶² Bu konuda yapılan ilk tartışmalar Japonya'nın 2001-2006 arasında Miktarsal Genişleme programının etkinliği üzerine yapılmıştır. Detaylı bilgi için bkz. Ugai (2007) ve Schenkelberg ve Watzka (2011).

¹⁶³ Daha önce de bahsedildiği üzere bu programlar Miktarsal Genişleme(QE) adıyla da anılmakta ve literatürde etkinliği oldukça tartışılmaktadır. Detaylı bilgi için bkz. Gagnon vd. (2010), Swanson (2011), Hamilton ve Wu (2010), Greenwood ve Vayanos (2010).

kadar düşürebildiğine bakılmıştır. Çalışmada AMB'nin Euribor'u 100 baz puandan fazla düşürebildiğine dikkat çekilmektedir.

Geleneksel olmayan para politikalarının makroekonomik değişkenler üzerine etkisi ise son dönemlerde ilgi çekmeye başlamıştır. Lenza, Pill ve Reichlin (2010) de geleneksel olmayan para politikalarının etkisini Euro Bölgesi üzerinde incelediği çalışmasında, VAR modeli kullanmış ve iki dönem tanımlamıştır: 1991-2007 ve 2008-2009. İlk dönemden elde ettiği sonuçlarla ikinci dönem için bir öngöründe bulunmuş (politika uygulanmaması durumu) ve bu öngörüyü ikinci dönemle (politika uygulanması durumu) karşılaştırmışlardır. Sanayi üretimi üzerine etkiyi ölçtüğü çalışmasında, politika uygulanmaması halinde sanayi üretiminin %3 daha az olacağı sonucuna varmışlardır. Giaonne, Lenza, Pill ve Reichlin (2011) benzer çalışmayı geniş tanımlı para arzını (M3) koyarak revize etmişlerdir. Geleneksel olmayan para politikalarını üretim üzerinde etkin bulurken geniş tanımlı para arzında bir etki bulamamışlardır.

Peersman (2011)'da Euro Bölgesi üzerine 1999-2009 yıllarını kapsayan çalışmasında VAR analizi kullanarak banka kredilerine arz şoku vermiş¹⁶⁴ ve sanayi üretimi ve fiyatlar üzerindeki etkinliği tartışmıştır. Geleneksel olmayan para politikalarının etkisi üretimde, geleneksel politikaların etkinliğine benzerken fiyatlarda daha zayıf bir etki tespit edilmiştir.¹⁶⁵

Bu konuda yapılan en yeni çalışmalardan biri Gambacorta, Hoffman ve Peersman (2013)'nın gerçekleştirdiği çalışmadır. Bu çalışmada yazarlar sekiz büyük ekonomiyi (Kanada, Euro Bölgesi, Japonya, Norveç, İsveç, İsviçre, İngiltere ve ABD) baz alan Panel VAR analizi kullanmışlardır. Dönemde ise sadece krize Ocak 2008- Haziran 2011 arasına odaklanmışlardır. Geleneksel olmayan para politikasının etkinliği Merkez Bankası varlıklarına verilen şokların Reel GSYİH üzerinde yarattığı tepki kanalıyla incelenmiş ve etkin bulunmuştur. Ayrıca yazarlar ülkeler arasında herhangi bir heterojenlik de tespit edememişlerdir.

¹⁶⁴ Banka kredilerine üç tip şok tanımlamıştır. İlki kredi çarpanında meydana gelen şoklar, politika faiz oranı dolayısıyla ortaya çıkan şoklar ve geleneksel olmayan politika sonucu ortaya çıkan şoklar. Peersman (2011) bu son şok tipiyle ilgilenmektedir. Banka kredileri kanalını seçmesinin sebebi ise Euro Bölgesinin bankacılık kaynaklı yapısından ileri gelir.

¹⁶⁵ Hem Lenza, Pill ve Reichlin (2010) hem de Peersman (2011) analizlerinde kriz öncesi dönemin parametrelerinden yola çıkmışlardır. Ancak kriz döneminde bu parametrelerde ciddi değişiklikler yaşanmaktadır (Lucas Kitiği). Yazarlar da çalışmalarında bunu belirterek çalışmanın en önemli eksikliği olduğunu da eklemişlerdir.

2. VEKTÖR OTOREGRESYON (VAR) MODELİ

Vektör otoregresyon (VAR) modeli Sims (1980) tarafından eşanlı denklem modellerini eleştirdiği çalışmasında ortaya atılmıştır. Eşanlı denklem modellerinde bazı değişkenler endojen, bazıları ise eksojen olarak belirlenir. Hangi değişkenin endojen hangi değişkenin eksojen olacağını belirlemek için ise önceden tanımlama yapmak gerekir. Sims (1980:15)'e göre bu tanımlama öznel ve keyfi olarak yapılır. Bu nedenle Sims büyük ölçekli modellerin kısıtlanmamış halde çözümlenmesi gerektiğini savunur.

VAR modelleri; n denklemlili ve $n-1$ değişkenli lineer modellerdir. Her değişken kendi gecikmeli değeri ve geri kalan $n-1$ değişkenin şimdiki ve geçmiş değerleri ile açıklanır. Bu basit çerçeve çoklu zaman serilerinde zengin dinamikleri yakalamaya yarar (Stock ve Watson, 2001:1).

İki değişkenli ve birinci dereceden bir VAR modeli aşağıdaki gibi yazılabilir (Enders, 1994: 294):

$$y_t = b_{10} - b_{12}z_t + \gamma_{11}y_{t-1} + \gamma_{12}z_{t-1} + \epsilon_{yt} \quad (3.1)$$

$$z_t = b_{20} - b_{21}y_t + \gamma_{21}y_{t-1} + \gamma_{22}z_{t-1} + \epsilon_{zt} \quad (3.2)$$

y_t ve z_t birbirlerine etki etmektedir. Örneğin $-b_{12}$, z_t 'deki bir birim değişikliğin y_t üzerindeki eşzamanlı etkisidir. Bu denklemler matris formunda aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$\begin{bmatrix} 1 & b_{12} \\ b_{21} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} b_{10} \\ b_{20} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \gamma_{11} & \gamma_{12} \\ \gamma_{21} & \gamma_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ z_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \epsilon_{yt} \\ \epsilon_{zt} \end{bmatrix}$$

Ya da,

$$Bx_t = \Gamma_0 + \Gamma_1x_{t-1} + \epsilon_t$$

B^{-1} ile çarptığımızda ise bize vektör otoregresyon (VAR) modelinin standart formunu verecektir.

$$x_t = A_0 + A_1x_{t-1} + e_t \quad (3.3)$$

Denklem 3.3'te $A_0 = B^{-1}\Gamma_0$, $A_1 = B^{-1}\Gamma_1$ ve $e_t = B^{-1}e_t$ olarak ifade edilmiştir. Bu denklem bize 1 dönem gecikmeli VAR(1) modelini göstermektedir. Bu modeli p dereceden bir VAR(p) modeli olacak şekilde yazacak olursak aşağıdaki modeli elde ederiz.

$$x_t = A_0 + A_1x_{t-1} + A_2x_{t-2} + \dots + A_px_{t-p} + e_t \quad (3.4)$$

Yukarıda açıkladığımız VAR modelinin en önemli avantajı basit olmasıdır. Değişkenler tanımlanırken endojen ve eksojen ayırımına gidilmesine gerek yoktur. Ancak bu modeller eşanlı denklem modelleri gibi teorik altyapıya da sahip değildir (Gujarati ve Porter, 2009: 788). Stock ve Watson (2001), eşanlı denklemlerin bu üstünlüğüne rağmen verilerle uyumlu olmadığını da vurgulamaktadır. VAR modelleri daha uyumlu sonuçlar vermekte ve bir şokun etkilerini değişkenler üzerinde daha iyi yansıtabilmektedir. Bu nedenle de kriz çalışmalarında VAR modelleri sıklıkla kullanılmaktadır (Tarı, 2010: 454).

VAR model tahmini yapılırken durağan seriler kullanılmaktadır. Ancak tahmin edilen denklemin parametreleri anlamlı sonuçlar vermeyecektir. Zaten VAR modelinin amacı da parametre tahmininden çok, değişkenler arasındaki karşılıklı etkiyi yakalamaktır (Sevüktekin ve Çınar, 2014: 496). Bu modellerin tahmininden sonra asıl yapılan bir değişkendeki yeni bir bilginin ya da şokun sistemde nasıl işlendiğini ve bu şokun hem o değişkende hem de diğer değişkenlerde nasıl etkiler bıraktığını gözlemlemektir. Bu amaçla etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırma tabloları yorumlanmaktadır (Kirchgassner ve Walters, 2007: 126).

2.1 Etki-Tepki Fonksiyonları

VAR modeli tahmin edildikten sonra değişkenler arasındaki dinamik ilişkilerin incelenmesi için etki-tepki analizine başvurulur. Bu analizde her bir değişkenin hata terimlerine şoklar verilerek, hem o değişkenin hem de diğer değişkenlerin verdiği tepkiler izlenir. Değişkenlerin durağan olduğu VAR modellerinde zamanla etki-tepki fonksiyonları da sıfıra yaklaşır.

Standart VAR modelinde hata terimleri de karşılıklı korelasyonludur. Dolayısıyla bunların ekonomik yorumu da yapılamaz. Bu nedenle şokların etkisini arındırmak gerekir. Bu arındırma için Choleski faktörizasyonu önerilmektedir (Kirchgassner ve Walters, 2007: 138). Bunun yanı sıra değişkenlerin eksojenden endojene doğru sıralanması da

kullanılabilir. Bu sıralamada ekonomik teoriden yararlanılır. Bu Sims'in öne sürdüğü kısıtsız modele ters düşse de tanımlanma problemini çözmesi açısından işe yarayacaktır (Tarı (2010), Enders (1994)).

2.2 Varyans Ayırıştırması

Varyans ayırıştırması her bir değişkenin öngörü hata varyansının sistemdeki her bir değişkene yüklenebilecek bileşenlerine ayırıştırma oranını gösterir (Tarı, 2010: 453). Kısaca varyans ayırıştırmasında bir değişkenin öngörüsünde, bir şoka bağlı olarak gelişen hata varyansının değişim yüzdesi ortaya konulur. Bu yönüyle öngörü hata varyansı ayırıştırması, kısmi R^2 olarak da görülebilir (Stock ve Watson, 2001: 16).

Varyans ayırıştırması değişkenlerin içsel ve dışsal ayrımında da olanak sağlamaktadır. Eğer ε_{zt} deki şoklar y_t 'nin öngörü hata varyansını tüm öngörü dönemlerinde açıklayamıyorsa y_t 'nin dışsal olduğu sonucuna varabiliriz. Bu durumda y_t , ε_{zt} şoklarından ve z_t 'den bağımsızdır (Enders, 1994: 311).

Etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayırıştırması ekonomik değişkenler arasındaki ilişkileri açıklamada faydalı araçlardır. Modeldeki kalıntılar arasındaki korelasyon düşük olduğu sürece tanımlama problemi önemli bir sorun teşkil etmeyecek ve farklı sıralamalar benzer etki tepki ve varyans ayırıştırması ile sonuçlanacaktır (Enders, 1994: 312).

3. UYGULAMA

Bu bölümde finansal kriz yönetiminde para politikasının etkinliği ayrı ayrı ülkeleri inceleyen modellerle analiz edilecektir. Para politikasının kriz dönemlerinde etkin olup olmadığı daha önce literatür taraması bölümünde açıkladığımız gibi tartışılmıştır. Peersman (2011) ve Lenza, Pill ve Reichlin (2010) Euro Bölgesinde bu politikaların etkinliği üzerinde çalışmışlardır. Ancak bu çalışmalarda analiz edilen Euro Bölgesi üretimi, yani toplulaştırılmış verilerdir. Bu tezde ise tek elden belirlenen para politikasının kriz dönemlerinde ayrı ayrı ülkelere yansımaları incelenecektir. Bu amaçla ikinci bölümde analiz ettiğimiz her ülke için ayrı ayrı VAR modelleri E-Views 8 paket programı kullanılarak tahmin edilecektir. Analiz dönemi olarak ise finansal krizin başladığı ilk dönem olan Ağustos 2007'den Aralık 2013 arası döneme odaklanılmıştır.

Bu çalışmada denklem 3.5'te yer alan VAR modeli kullanılacaktır:

$$x_t = [Y_{ti}, P_{ti}, VIX_{ti}, MB_{ti}] \quad (3.5)$$

Modelde yer alan değişkenlerden ilki olan üretimi (Y_{it}) temsilen Peersman (2011) ve Lenza, Pill ve Reichlin (2010)'i takiben sanayi üretim endeksi seçilmiştir.¹⁶⁶ İncelenen 15 ülke için OECD veri tabanından elde edilen serilerde 2010=100 olarak ifade edilmiştir. Mevsimsel olarak arındırılmış seriler analizde logaritmik olarak yer almaktadır.

Fiyatları (P_{it}) temsilen ise Tüketici Fiyat Endeksleri baz alınmıştır. Bu serilerde OECD veri tabanından alınmış ve 2010=100 olarak ifade edilmiştir. Mevsimsel olarak arındırılmış olan bu seriler de analize logaritmik olarak dahil edilmiştir.

Modelde yer alan bir diğer değişken ise hisse senedi piyasalarındaki volatilitiyi ölçmeye yarayan VIX endeksidir. CBOE VIX olarak da ifade edilen bu endeks piyasalardaki korkunun derecesini ölçer. VIX'in yüksek değerleri hisse senedi piyasalarında korkunun arttığını gösterir (Abbasi ve Linzert, 2011: 15). Bu endeks Thomson's Reuters Datastream veri tabanından alınmıştır.

Geleneksel olmayan para politikası enstrümanı olarak ise Gambacorta, vd. (2013)'yı takiben Merkez Bankalarının bilanço (MB_{it}) büyüklüğü alınmıştır. Kriz dönemlerinde ikinci bölümde detaylı açıklandığı gibi gerek politika faiz oranlarının sıfır bandına düşmesi gerekse parasal aktarımın zarar görmesi nedeniyle temel enstrüman miktarsal genişlemelere kaymıştır.¹⁶⁷ Bu nedenle AMB, FED, BoE ve Riksbank'ın toplam varlıkları geleneksel olmayan para politikası enstrümanı olarak modele dahil edilmiştir. Merkez Bankalarının toplam varlıkları ilgili ülkelerin Merkez Bankalarının websitelerinden elde edilmiş ve modele logaritmaları alınarak dahil edilmiştir.

Denklem 3.5'te yer alan VAR modeli 15 ülke için ayrı ayrı tahmin edilecektir. Uygulamanın odak noktası Merkez Bankasının toplam varlıklarına verilen bir şokun üretimde yarattığı tepkinin şiddetidir. Eğer Merkez Bankasının toplam varlıklarına verilen pozitif bir şok, üretimde pozitif bir tepkiye neden oluyorsa kriz yönetiminde uygulanan geleneksel olmayan para politikası etkindir sonucuna varılacaktır. Euro Bölgesi'nde tek bir para politikası ve tek bir Merkez Bankası söz konusu olduğundan; AMB'nın toplam varlıklarına bir şok verilecek ve bu şokun 12 Euro Bölgesi ülkesinde yarattığı tepkiler ayrı ayrı değerlendirilecektir. Bu tepkiler Euro Bölgesi dışında kalan ve bağımsız para

¹⁶⁶ Üretimi temsilen reel GSYİH'nın seçilememesinin nedeni reel GSYİH'nın çeyrek yıllık frekansına sahip olmasıdır. Sadece kriz dönemi incelendiğinden daha büyük veri setiyle çalışmak adına aylık frekansa sahip sanayi üretim endeksi seçilmiştir.

¹⁶⁷ Politika faiz oranı da modellerde ayrıca denenmiş ancak etkin bulunmamıştır.

politikası uygulayan, İngiltere ve İsveç'te Merkez Bankalarının varlıklarına verilen şoklara tepkileri ile karşılaştırılacaktır. Tam bir para birliği olan ABD ile de bir kıyaslama yapılacaktır.

3.1 Durağanlık Analizleri

Daha önce de bahsedildiği üzere bir VAR modelinin tahmin edilebilmesi için öncelikle modelde yer alacak serilerin durağan olması gerekmektedir. Bu nedenle ilk olarak modele katılan değişkenlerin birim kök testleri ile durağanlıkları sınanacaktır. Durağan olmayan serilerin farkları alınarak durağanlaştırılacak ve modele bu şekilde dahil edilecektir.

Durağanlığı araştıran birçok test mevcuttur. Bunlardan en çok kullanılanı Arttırılmış Dickey-Fuller (Augmented Dickey-Fuller, ADF) testidir. Bu birim kök testleri otoregresif AR(p) süreci gösteren modellerde birim kök ararlar. ADF testinin doğru uygulanabilmesi için hatalardaki otokorelasyonu ortadan kaldıracak gecikme sayısının modele eklenmesi gerekir. Eklenecek gecikme sayısının belirlenebilmesi için genelden özele veya özelden genele denemeler yapılabilir. İkinci bir yöntem ise Akaike Bilgi Kriteri (AIC), Schwarz Bilgi Kriteri (SIC) gibi bilgi kriterlerinden yararlanmaktır (Sevütekin ve Çınar, 2014: 336). Bu tezde gecikme uzunluğunun belirlenmesinde Schwarz Bilgi Kriteri (SIC)'nden yararlanılmıştır.

Birim testi uygulanacak modelin doğru belirlenmesi gerekir. Üç farklı modele göre birim kök testi yapılabilir:

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + \sum_{j=1}^p \delta_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (3.6)$$

$$\Delta Y_t = \mu + \delta Y_{t-1} + \sum_{j=1}^p \delta_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (3.7)$$

$$\Delta Y_t = \mu + \beta t + \delta Y_{t-1} + \sum_{j=1}^p \delta_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (3.7)$$

Gerçek veri üretme süreci bilinemediğinden hangi modelin doğru olduğunu belirlemek oldukça zordur. Deterministik trendin ve kesmenin modele dahil edilip edilmemesi spesifikasyon hatası ile sonuçlanabilir. Bu nedenle doğru modelin belirlenmesi için bu tezde birim kök testleri kesmenin ve deterministik trendin Dickey-Fuller'in Koşullu

hipotez testleri ile sınındığı “ardışık süreç” yaklaşımına göre yapılmıştır. Öncelikle en genel model olan kesmeli ve trendli model tahmin edilmiş ardından da kesmenin ve deterministik trendin anlamlılıkları Dickey-Fuller Koşullu hipotez testleri ile sınınmış; anlamsız ise modelden düşürülmüştür.

Modellerde yer alan tüm değişkenlerin ADF birim kök testi sonuçları Tablo 3.1’de özetlenmiştir.

Tablo 3.1 ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Düzy		Birinci Farklar	
	Test İstatistiği	Olasılık Değeri	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
YALM	0.09854 ^c (0)	0.7110	-3.9816 (1)	0.0001
YAU	0.08279 ^c (4)	0.7059	-2.7563 (3)	0.0065
YBE	0.44251 ^c (0)	0.8073	-8.5690 (0)	0.0000
YFR	-1.6211 ^b (2)	0.0433*	-	-
YHOL	-4.1222 ^a (0)	0.0089*	-	-
YİRL	-6.0247 ^a (0)	0.0000*	-	-
YİSP	-2.3042 ^c (0)	0.0211*	-	-
YİTA	-1.0574 ^c (2)	0.2598	-3.9740 (1)	0.0001
YLÜK	-0.2661 ^c (0)	0.5870	-10.223(0)	0.0000
YPOR	-3.5808 (0)	0.0473*	-	-
YSLO	-0.4505 ^c (0)	0.5165	-10.125 (0)	0.0000
YYUN	-2.6786 ^c (1)	0.0080*	-	-
YİNG	-1.4674 ^c (0)	0.1327	-9.0029 (0)	0.0000
YİSV	-0.8265 ^c (0)	0.3546	-9.8650 (0)	0.0000
YABD	-3.6937 ^a (5)	0.0292*	-	-
PALM	-0.3503 ^b (1)	0.9110	-11.4521 (0)	0.0001
PAU	-4.1804 ^a (12)	0.0082*	-	-
PBE	3.0911 ^c (1)	0.9994	-3.2139 (1)	0.0017
PFR	-5.2525 ^a (12)	0.0003*	-	-
PHOL	1.7612 (0)	0.7117	-9.3680 (0)	0.0000
PİRL	-3.9304 ^a (5)	0.0168*	-	-
PİSP	-4.2350 ^a (12)	0.0070*	-	-
PİTA	6.2788 ^c (0)	1.0000	-3.6939 (1)	0.0061
PLÜK	-4.1585 ^a (12)	0.0871*	-	-
PPOR	-4.5266 ^a (12)	0.0030*	-	-
PSLO	-2,8121 ^a (12)	0.1985	-3.6232 (11)	0.0078
PYUN	0.1234 ^c (6)	0.7181	-3.1398 (2)	0.0298
PİNG	6.0469 ^c (0)	1.0000	-9.5602 (2)	0.0000
PİSV	2.1269 ^c (0)	0.9512	-7.8931 (0)	0.0000
PABD	3.6796 ^a (1)	0.0299*	-	-
AMBMB	1.3592 ^c (0)	0.9553	-8.5111 (0)	0.0000
FEDMB	1.4905 ^c (1)	0.9654	-5.1540 (0)	0.0000
BOEMB	1.1675 ^c (1)	0.9363	-6.7953 (0)	0.0000
RIKSMB	0.4223 ^c (1)	0.8022	-3.5111 (3)	0.0006
VIX	-3.6913 ^a (1)	0.0290*	-	-

a: kesmeli ve trendli modeli ifade etmektedir.

b: kesmeli trendsiz modeli ifade etmektedir.

c: kesmesiz ve trendsiz modeli ifade etmektedir.

*%5 anlamlılık düzeyinde H_0 hipotezi reddedilmektedir; seri durağandır.

Tablo 3.1’de serilerin durağanlık analizlerine yer verilmiştir. Analize göre YFR, YHOL, YİRL, YİSP, YPOR, YYUN, YABD, PAU, PFR, PİRL, PİSP, PLÜK, PPROR,

PABD, VIX serileri durağan çıkmıştır. Diğer seriler ise durağan değildirler. Bu serilerin birinci farkları alındığında durağan oldukları görülmüştür. Modellerde de birinci farkları alınarak kullanılmışlardır.

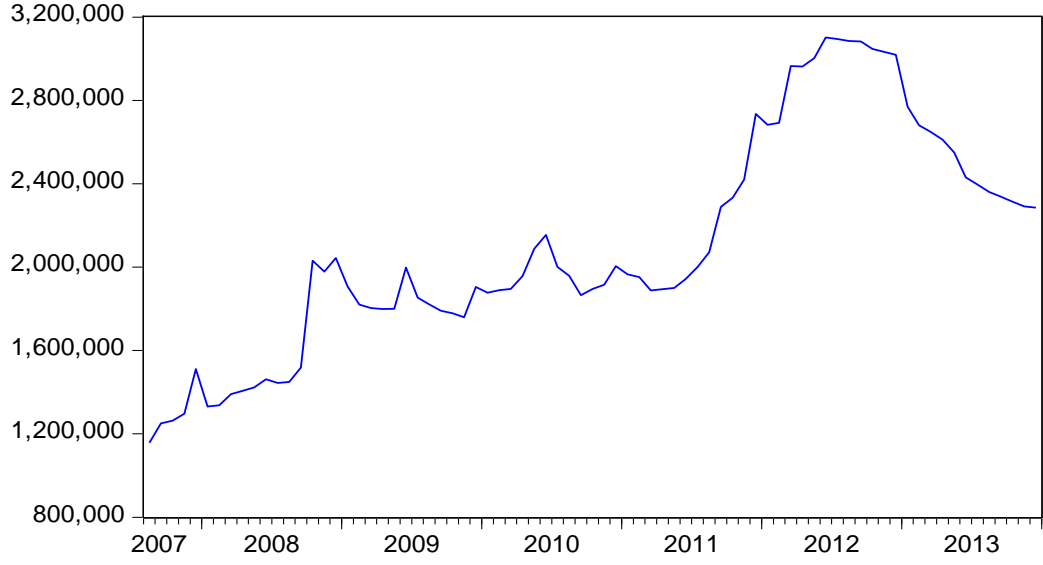
3.2 Model Tahmin Sonuçları

Bu bölümde model tahmin sonuçları ve değerlendirmelere yer verilecektir. Bu değerlendirmeler yapılırken de incelediğimiz 15 ülke ayrı ayrı ele alınacaktır. VAR modelinde parametre yorumu yapmanın anlamsız olduğundan etki-tepki fonksiyonlarına yer verilecektir. Geleneksel olmayan para politikasını belirtmesi açısından Merkez Bankası varlıklarına bir şok verilmiş ve bunun asıl olarak Sanayi Üretim Endeksinden nasıl bir tepki yarattığı incelenmiştir. VAR modelleri tahmin edilirken uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesi için tablolar EK’te sunulmuştur.

3.2.1 Euro Bölgesi

Euro Bölgesi için tek bir para politikası ve tek bir merkez bankası bulunmaktadır. AMB Yönetim Konseyinde ise tüm ülkelerin Merkez Bankası Başkanları yer almaktadır.¹⁶⁸ Euro Bölgesi ile ilgili para politikası kararları bu konseyde alınmakta ve sonuçlar tüm Euro Bölgesi ülkelerine yayılmaktadır. Bu bölümde ise tek bir para politikasına bağlı olan Euro Bölgesi ülkelerinde kriz döneminde tek bir para politikası olarak alınan kararların tek tek ülkelerin üretimlerinde ne kadar etkin olduğuna bakılacaktır. İnclediğimiz dönem kriz dönemi olduğundan geleneksel para politikası da etkinliğini kaybetmiştir. Bu nedenle geleneksel olmayan para politikası dikkate alınmış ve geleneksel olmayan para politikası aracı olarak Merkez Bankası bilanço büyüklükleri kullanılmıştır. Merkez bankası bilanço büyüklüklerine bir şok verilmiş ve bunun üretimde yarattığı tepkilere bakılmıştır. Grafik 3.1’de AMB’nin toplam varlıklarının seyri gösterilmektedir.

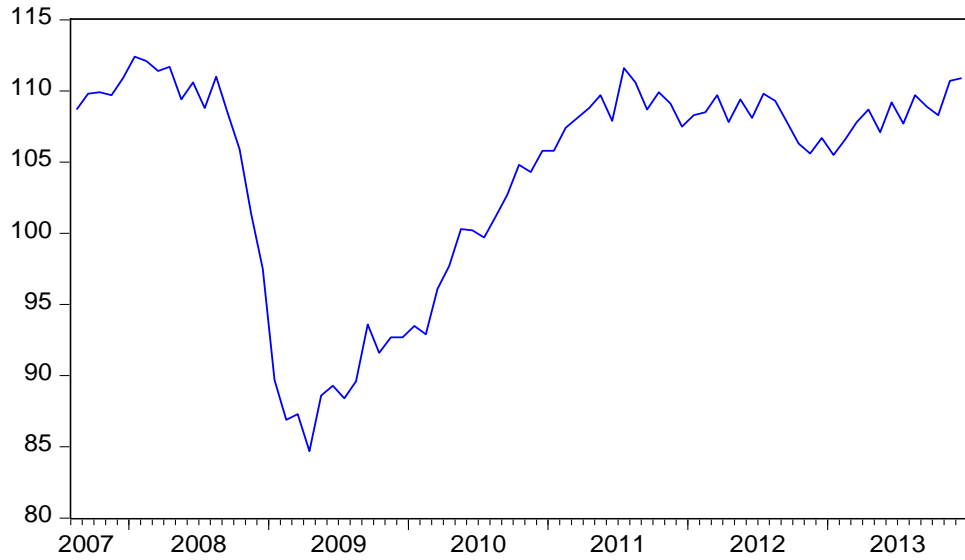
¹⁶⁸ Birinci bölümd AMB’nin yapısı detayları ile açıklanmıştır.



Grafik 3.1 AMB Toplam Varlıkları

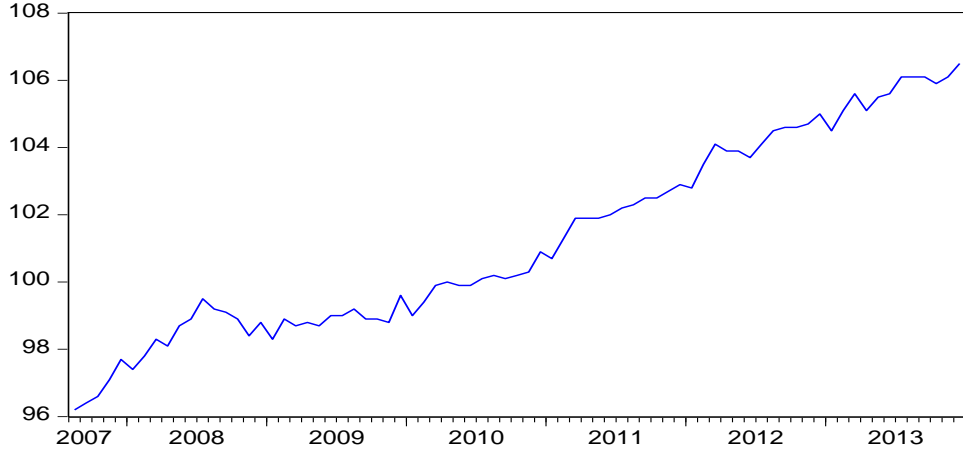
3.2.1.1 Almanya

Almanya diğer ülkelere göre ABD ile olan bağları nedeniyle Euro Bölgesinde krizden ilk etkilenen ülke olmuştur. Grafik 3.2’den görüldüğü üzere sanayi üretimi krizin başı olan 2007 Ağustos ve dip noktası olan 2009 Nisan ayları arasında %22 değer kaybına uğramıştır. Ancak sonrasında hızla toparlanmış ve kriz öncesi seviyesine Nisan 2011’de tekrar dönmüştür.



Grafik 3.2 Almanya Sanayi Üretim Endeksi (y_{alm})

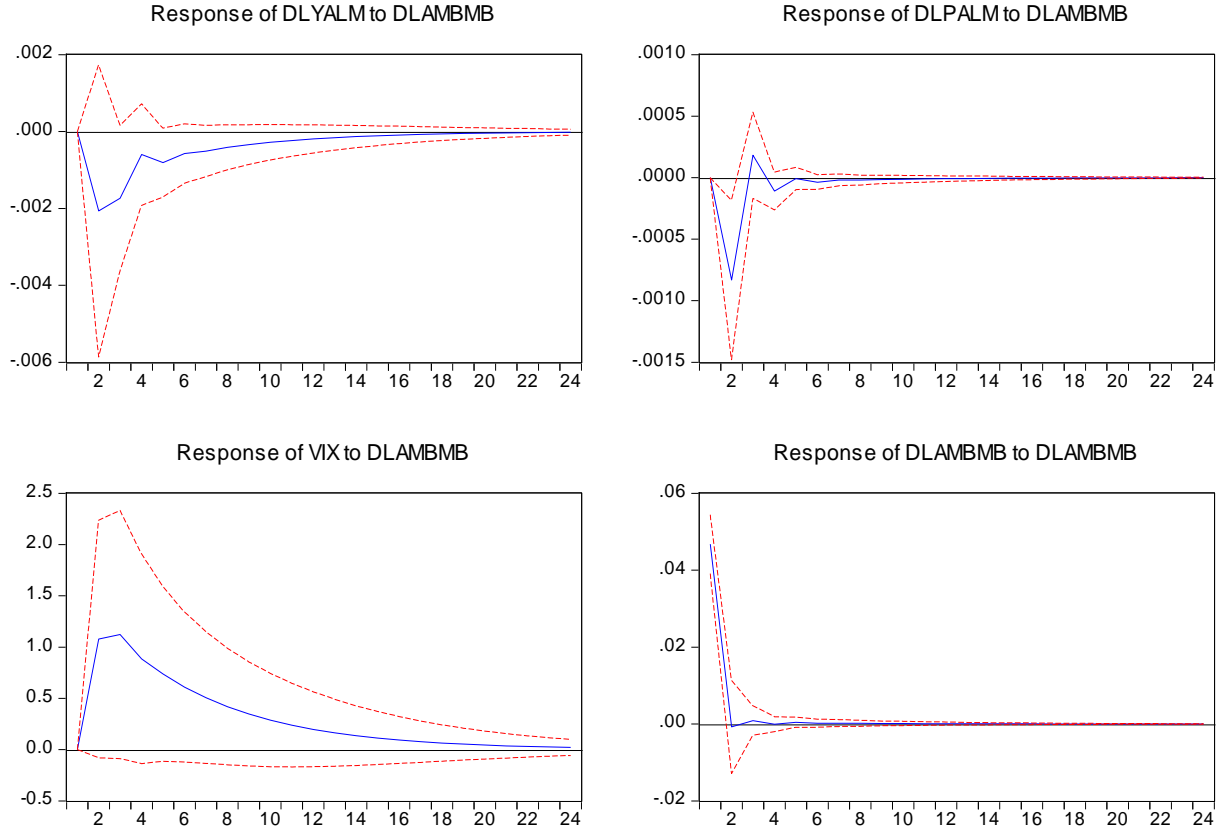
Fiyatlarda da yukarı yönlü bir hareket gözlenmektedir (Grafik 3.3). Gerek parasal gerekse mali canlama fiyatları biraz harekete geçirse de çok önemli bir artışta yaşanmamıştır. 2007 Ağustos- 2013 Aralık arasında toplamda %10 bir artış yaşanmıştır.



Grafik 3.3 Almanya Tüketici Fiyat Endeksi (PALM)

Almanya için tahmin edilen modelde gecikme uzunluğu 1 olarak tespit edilmiştir. AMB'nin varlıklarına verilen bir şokun sanayi üretiminde ve fiyatlarda ortaya çıkardığı değişiklikleri ise Grafik 3.4 ortaya koymaktadır. Bu modele göre AMB'nin varlıklarına verilen bir şok Almanya sanayi üretiminde bir azalmaya neden olmakta ve zamanla da bu etki kaybolmaktadır. Benzer şekilde fiyatlar da AMB'nin bilançosuna verilen bir şok karşısında azalmıştır. Kısaca AMB'nin uyguladığı geleneksel olmayan para politikası Almanya açısından etkin değildir. Almanya'nın toparlanmasında AMB'nin uyguladığı geleneksel olmayan para politikaları etkin olmamıştır.

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



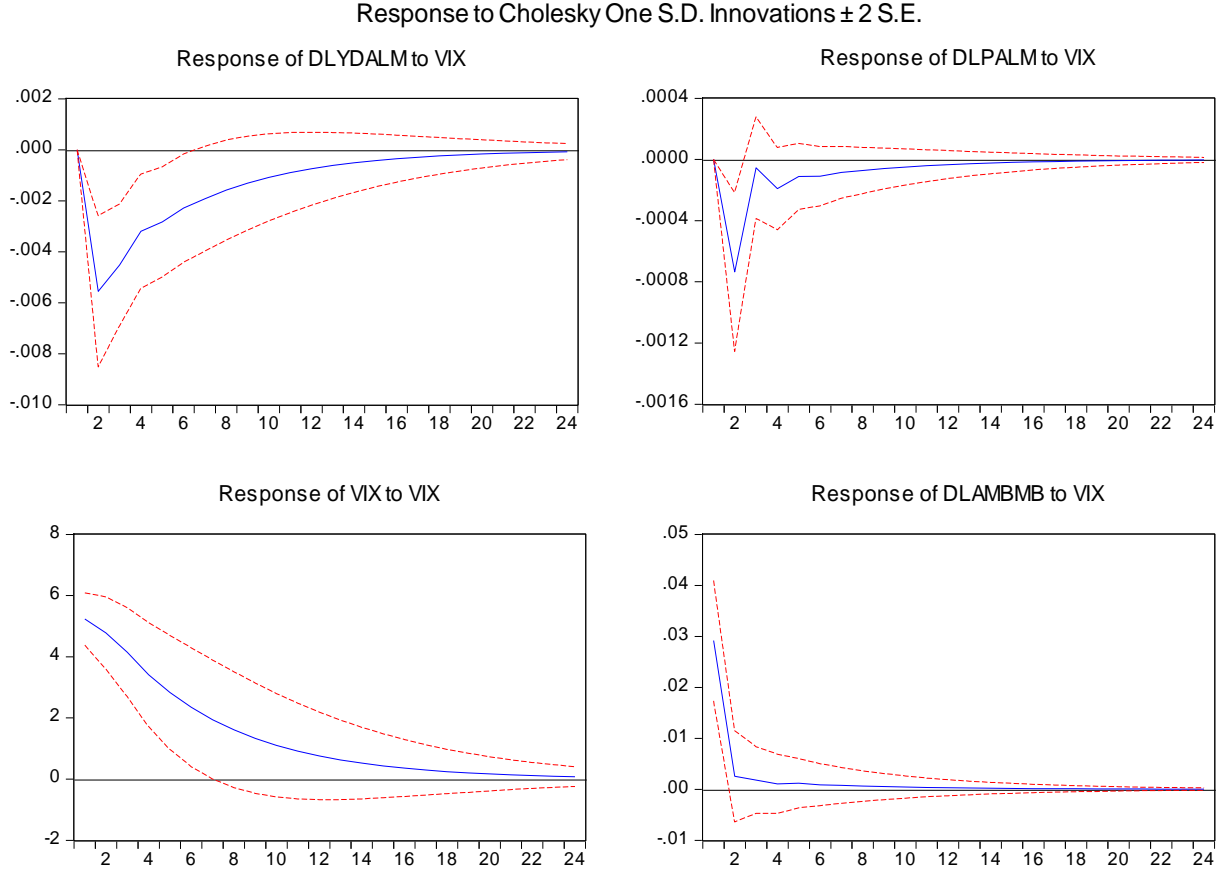
Grafik 3.4 Etki- Tepki Fonksiyonları (Almanya, DLAMBMB'ye şok)

Tablo 3.2 ise Almanya'nın sanayi üretim endeksinin varyans ayrıştırmasını ortaya koymaktadır. Buna göre birinci dönemde varyansın %100'ü değişkenin kendisi tarafından açıklanmaktadır. Zamanla bu oran azalmış ve 12 dönemde %73'e gerilemiştir. Tablo 3.2'de DLYALM değişkeninin varyansının %20 sinin VIX değişkeni tarafından açıklandığı görülmektedir.

Tablo 3.2 Varyans Ayrıştırma Tablosu (DLYALM)

	S.E.	DLYALM	DLPALM	VIX	DLAMBMB
1	0.017654	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.019026	86.23400	4.060460	8.524906	1.180638
3	0.019641	80.99235	3.829708	13.29140	1.886549
4	0.019945	78.58659	4.032813	15.46076	1.919832
5	0.020171	76.87639	3.998228	17.08700	2.038383
6	0.020319	75.78688	4.015250	18.10996	2.087901
7	0.020421	75.04656	4.013760	18.81058	2.129103
8	0.020491	74.55032	4.016466	19.27877	2.154443
9	0.020539	74.21259	4.017180	19.59786	2.172368
10	0.020571	73.98288	4.017998	19.81476	2.184357
11	0.020594	73.82597	4.018458	19.96297	2.192608
12	0.020609	73.71869	4.018801	20.06428	2.198231

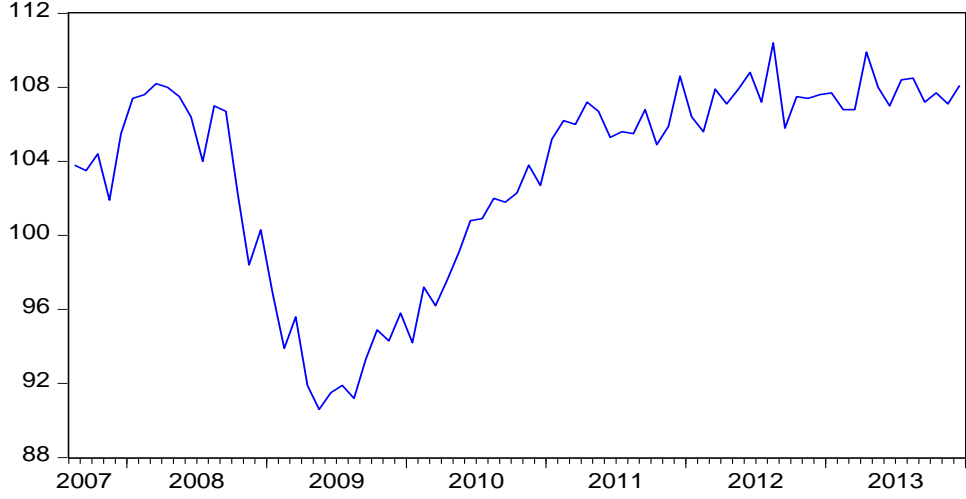
Grafik 3.5'te ise VIX'e şok verilmiş ve DLYALM'deki tepkileri gözlemlenmiştir. Buna göre VIX'de meydana gelen bir standart sapmalı şok karşısında DLYALM azalmıştır. Kısaca finansal piyasalarda yaşanan şok Almanya'nın üretiminde negatif bir tepki yaratmış ve bu tepki zamanla azalmıştır. DLPALM'de negatif tepki vermiştir. DLAMBMB ise VIX'teki bir şok karşısında pozitif bir tepki vermiş ve azalmıştır. Bu da AMB'nin finansal korkuda bir artış yaşanması karşısında bu korkuyu bastırmak üzere müdahale ederek toplam varlığını arttırdığını gösterir.



Grafik 3.5 Etki-Tepki Fonksiyonları (Almanya, VIX'e şok)

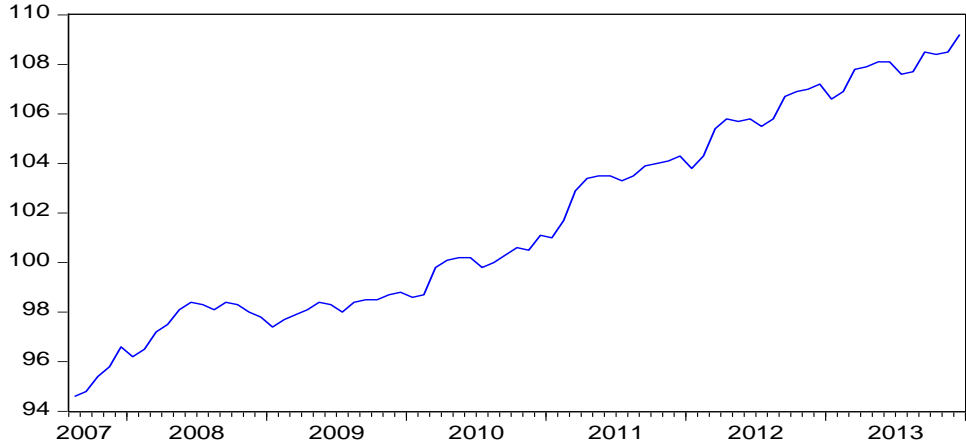
3.2.1.2 Avusturya

Avusturya finansal kurumları eşik altı mortgage ürünlere daha az maruz kalmışlardır. Avusturya ekonomisini asıl etkileyen Euro Bölgesi'nde para piyasalarının kurumuş olmasıdır. Ayrıca global talebin daralması ile birlikte düşen Dünya ticareti nedeniyle de ihracat piyasaları negatif etkilenmiştir. Bu nedenle 2007 Ağustos'undan dip noktası olan 2009 Mayıs ayına kadar sanayi üretimi yaklaşık %13 değer kaybetmiştir.



Grafik 3.6 Avusturya Sanayi Üretim Endeksi (YAU)

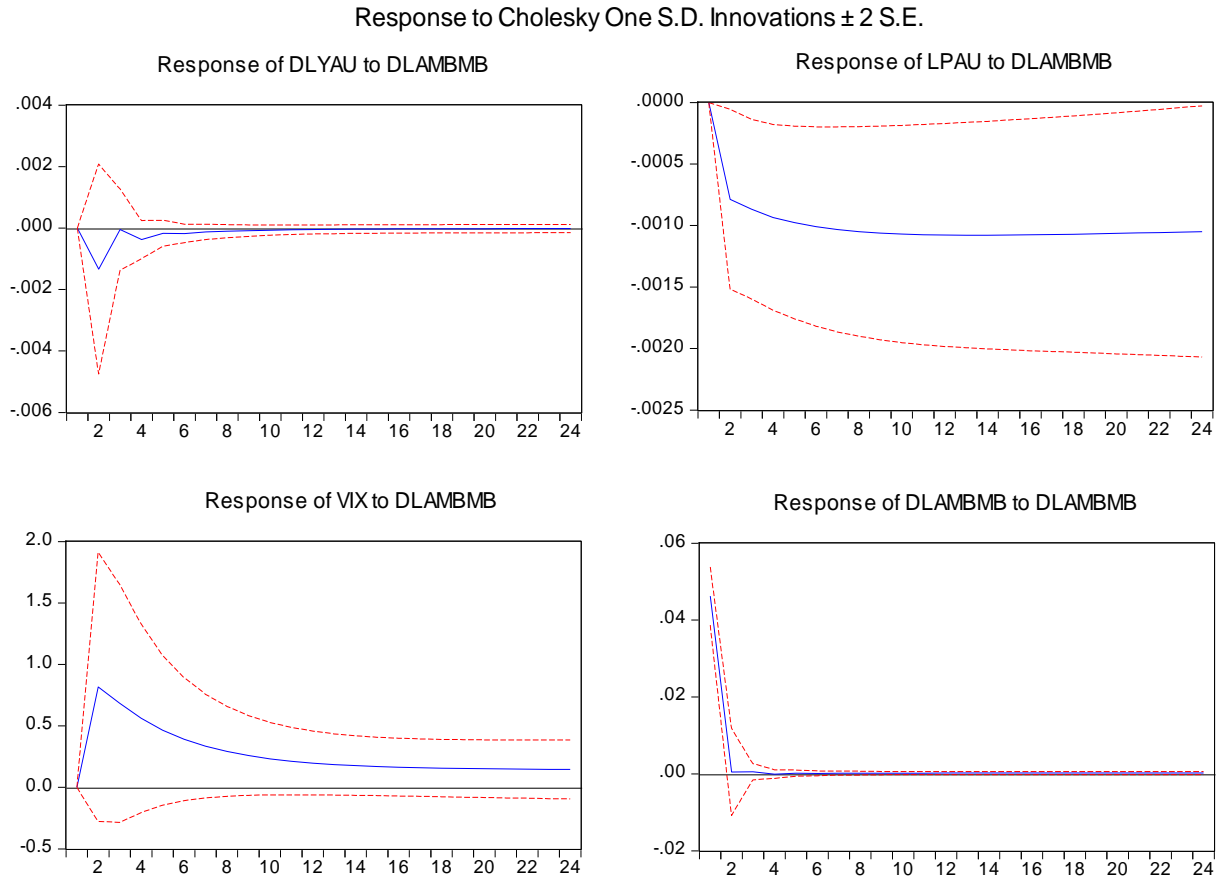
Avusturya ekonomisi çabuk bir toparlanma göstermiş ve 2010 Kasım ayında endeks 2007 Ağustos seviyesine ulaşmıştır. Toparlanmanın çabuk olmasının en önemli nedeni Almanya'nın da nispeten çabuk toparlanmasıdır. Almanya ile ticaret bağları yüksek olan Avusturya daha yüksek bir büyüme kaydetmiştir (OECD, 2011a:14). 2010 Mayıs ayından sonra başlayan borç krizi de endeksin yatay seyretmesine neden olmuştur. Grafik 3.7'de ise Tüketici Fiyat Endeksi yer almaktadır. Fiyatlarda bir artış gözlenirse de ılımlı bir artış olduğu söylenebilir. 77 ayda %15 artış yaşanmıştır.



Grafik 3.7 Avusturya Tüketici Fiyat Endeksi (PAU)

Avusturya için tahmin edilen modelde gecikme uzunluğu 1 olarak tespit edilmiştir. AMB'nin varlıklarına verilen bir şokun Avusturya sanayi üretimi üzerindeki tepkileri Grafik 3.8'den izlenebilmektedir. Avusturya'da da benzer şekilde negatif bir etki bulunmuştur. AMB'nin toplam varlıklarına verilen bir şok, Avusturya sanayi üretiminde

beklenen etkiyi yaratmamıştır. Avusturya açısından geleneksel olmayan para politikası etkin değildir. Avusturya’da toparlanma AMB’nin politikalarından bağımsız olmuştur.



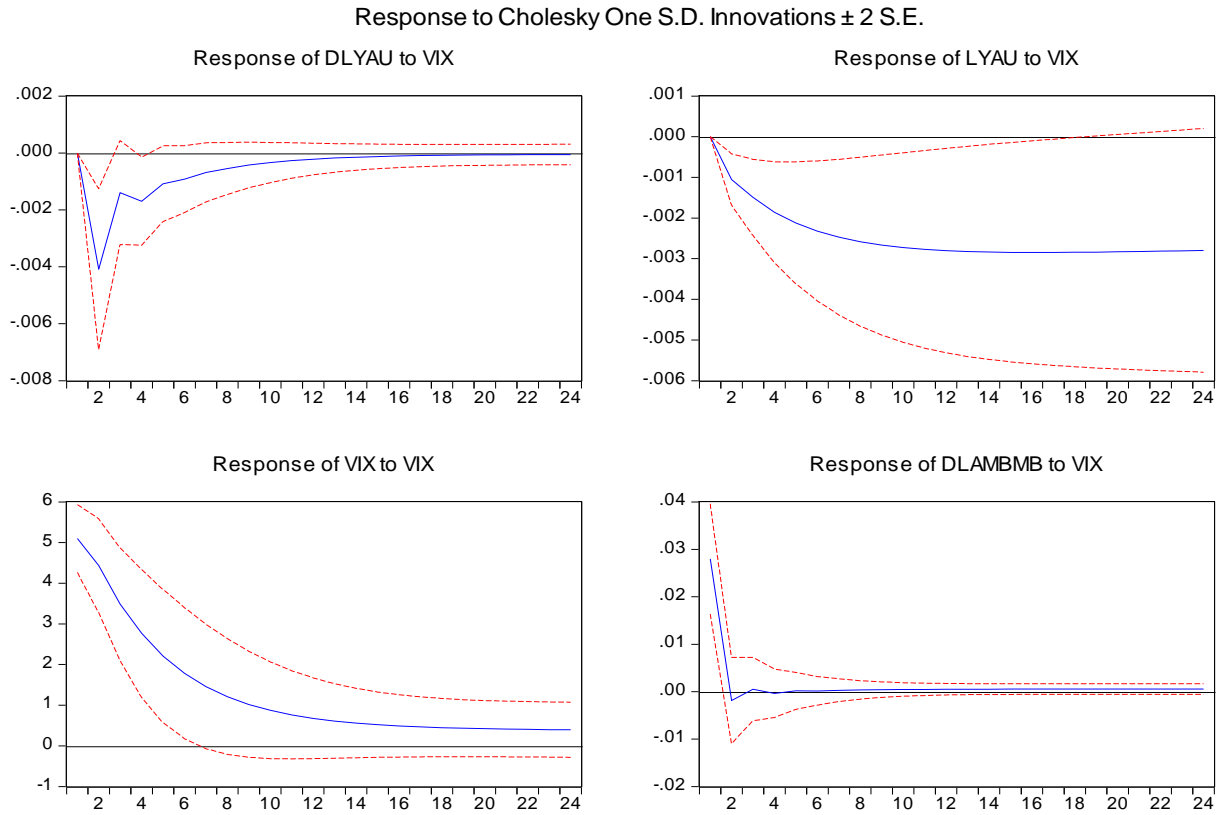
Grafik 3.8 Etki Tepki Fonksiyonları (Avusturya, DLAMBMB’ye şok)

Varyans ayrıştırma tablosuna (Tablo 3.3) bakacak olursak; DLYAU değişkeninin varyansının büyük bir çoğunluğu kendi tarafından açıklanmaktadır. DLAMBMB’nin varyansın çok küçük bir bölümünü açıklayabilmektedir. VIX de %7.33’ünü açıklamıştır.

Tablo 3.3 Varyans Ayrıştırma Tablosu (DYLAU)

	S.E.	DLYAU	LPAU	VIX	DLAMBMB
1	0.016803	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.017915	94.21299	0.033004	5.199070	0.554940
3	0.018162	93.77933	0.032663	5.647301	0.540702
4	0.018246	92.92722	0.033133	6.461164	0.578484
5	0.018291	92.60242	0.032991	6.780239	0.584348
6	0.018316	92.36035	0.032908	7.014460	0.592279
7	0.018331	92.22838	0.032981	7.142697	0.595940
8	0.018341	92.14400	0.033149	7.224197	0.598656
9	0.018346	92.09290	0.033438	7.273337	0.600324
10	0.018350	92.06038	0.033814	7.304323	0.601478
11	0.018352	92.03953	0.034268	7.323934	0.602265
12	0.018354	92.02571	0.034781	7.336683	0.602829

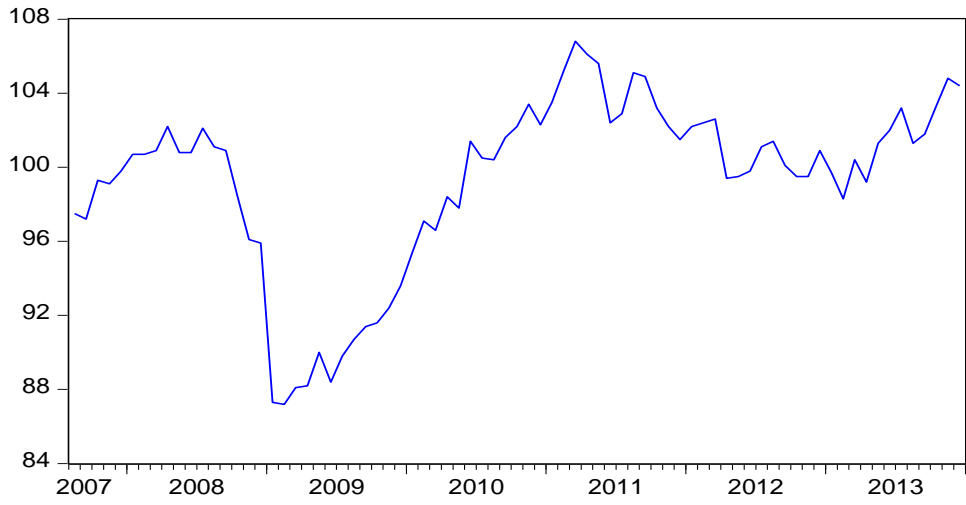
Grafik 3.9’da VIX’e bir şok verilmiş ve bu şokun DYLAU üzerindeki tepkisi incelenmiştir. VIX’deki bir artış, DYLAU’de bir azalışa neden olmaktadır. Bu tepki zamanla kaybolmuştur. VIX’in LPAU’da yarattığı tepki negatif DLAMBMB’de yarattığı tepki ise pozitifdir.



Grafik 3.9 Etki-Tepki Fonksiyonları (Avusturya, VIX’e şok)

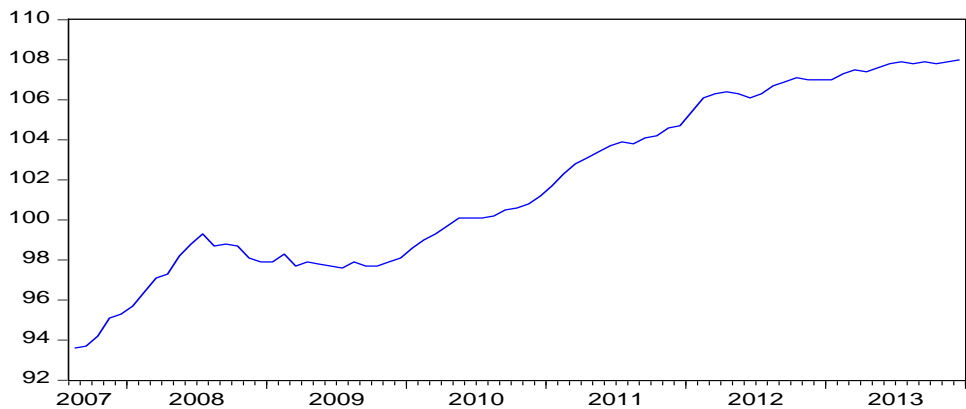
3.2.1.3 Belçika

Belçika finansal sektörünün büyüklüğü ve sınırötesi bankalarının olması nedeniyle krizden önemli derecede etkilenmiştir. Finansal sıkıntı içinde olan bankalarına yardım etmiş ve zaten yüksek olan borç oranı daha da artmıştır. Grafik 3.10'da Belçika'da sanayi üretiminin seyri gözlenmektedir. Endeks 2007 Ağustos'tan, dip yaptığı 2009 Şubat'a %11 değer kaybetmiştir. Endeks, 2010 Nisan ayında 2007 Ağustos düzeyine yükselmiş ve yükselişini 2011 Mart ayına kadar sürdürmüştür. Ancak daha sonra yeniden azalmış, 2013 Şubat'ında 2007 Ağustos seviyesine yeniden dönmüştür.



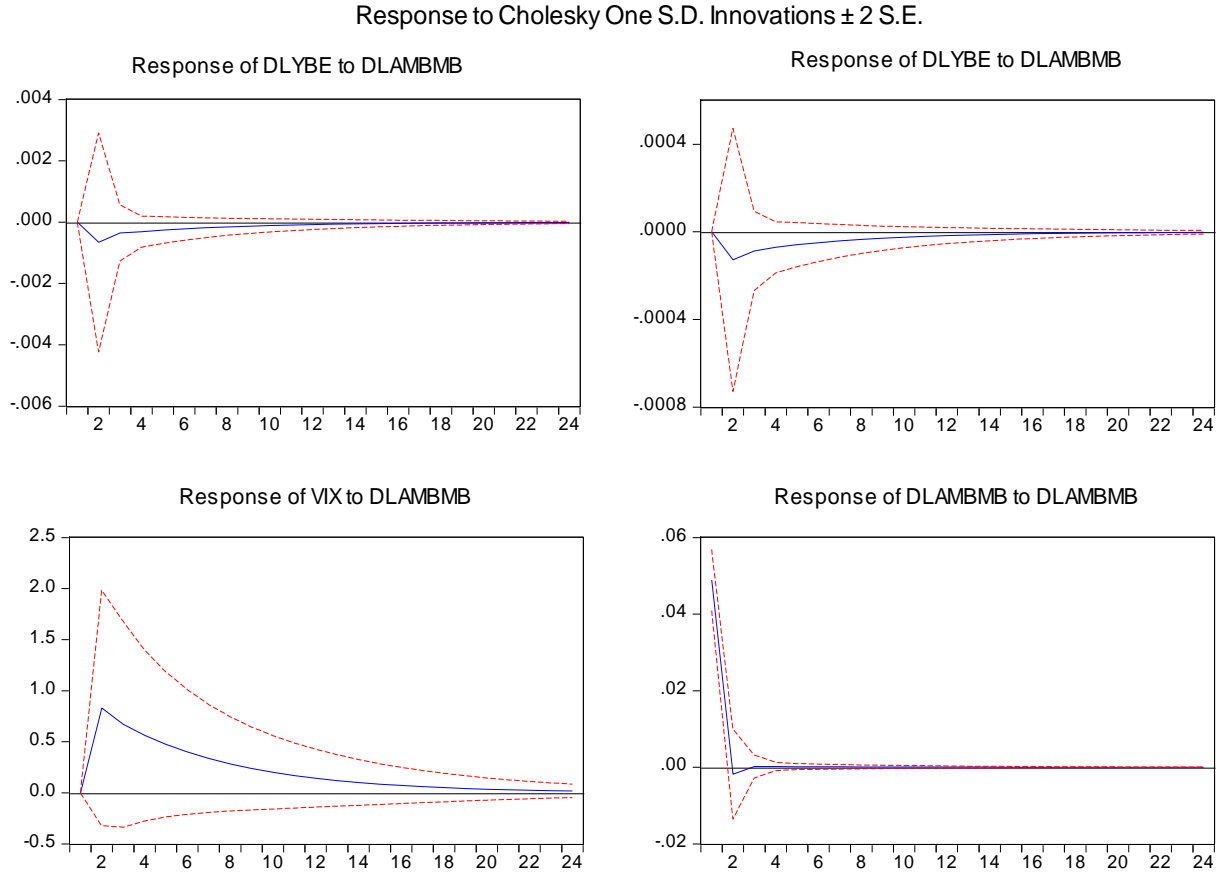
Grafik 3.10 Belçika Sanayi Üretim Endeksi (YBE)

Fiyatlarda da Almanya ve Avusturya gibi ılımlı bir artış yaşanmıştır. Tüketici fiyatları endeksi 77 ayda %15 artış kaydetmiştir.



Grafik 3.11 Belçika Tüketici Fiyat Endeksi (PBE)

AMB varlıklarına verilen bir şokun Belçika üretimi üzerine tepkisini gösteren etki tepki fonksiyonları Grafik 3.12’de gösterilmiştir. Gecikme uzunluğu ise 1 olarak belirlenmiştir. Grafikten de takip edildiği üzere AMB varlıklarına verilen bir şokun tepkisi negatif olarak görülmektedir. Belçika’da AMB’nin geleneksel olmayan para politikası etkin değildir. Belçika’da da toparlanma para politikasından bağımsızdır.



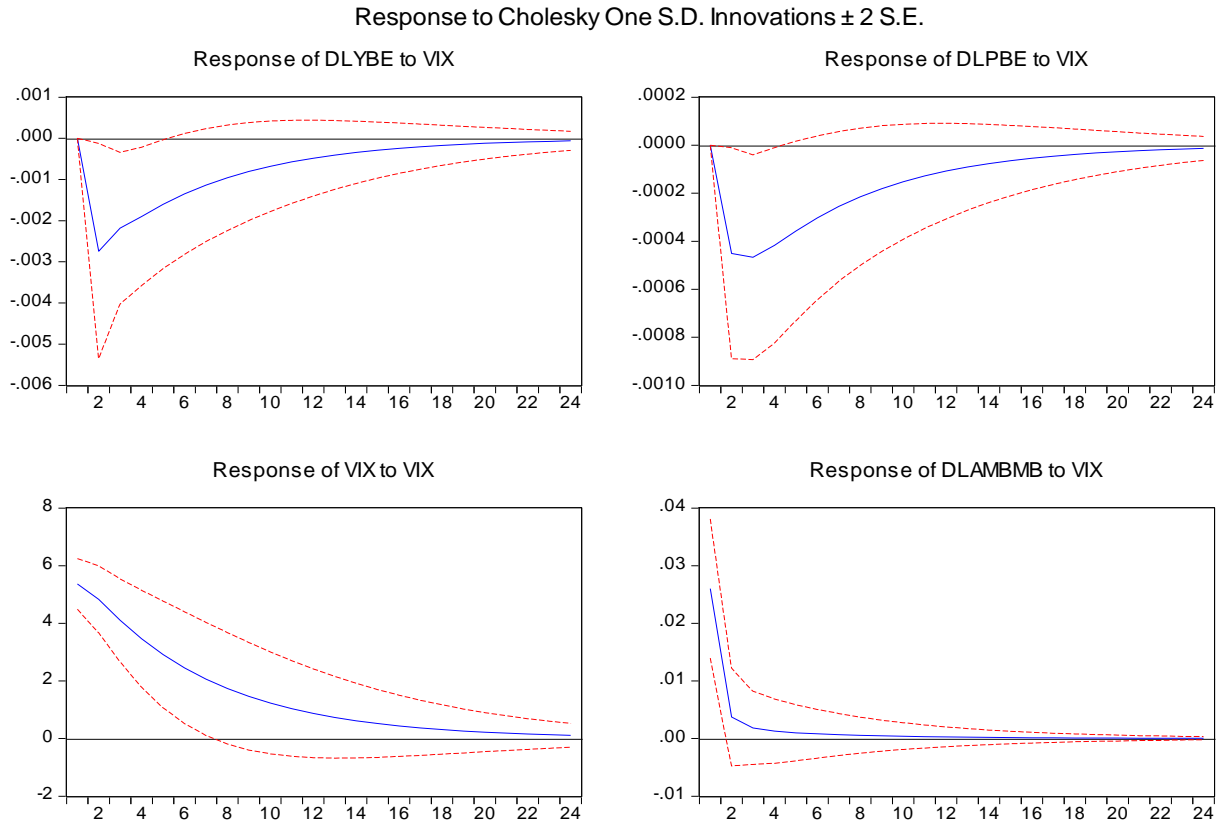
Grafik 3.12 Etki Tepki Fonksiyonları (Belçika, DLAMB’ye şok)

Tablo 3.4’te DLYBE değişkeninin varyans ayrıştırmaları yer almaktadır. DLYBE değişkeninin çok küçük bir bölümü DLAMBMB tarafından açıklanmaktadır. Birinci dönemde DLYBE’nin varyansının %100’ü DLYBE tarafından açıklanırken, 12. dönemde bu oran %91’de düşmüştür.

Tablo 3.4 Varyans Ayrıştırma Tablosu (DLYBE)

	S.E.	DLYBE	DLYBE	VIX	DLAMBMB
1	0.016892	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.017258	96.32434	1.006340	2.523375	0.145949
3	0.017411	94.74671	1.017610	4.051562	0.184122
4	0.017521	93.60403	1.010368	5.171646	0.213960
5	0.017599	92.80846	1.002584	5.954875	0.234086
6	0.017654	92.25157	0.996807	6.503509	0.248115
7	0.017694	91.86087	0.992691	6.888497	0.257938
8	0.017721	91.58606	0.989782	7.159314	0.264844
9	0.017741	91.39236	0.987730	7.350197	0.269710
10	0.017755	91.25563	0.986280	7.484941	0.273145
11	0.017765	91.15901	0.985256	7.580160	0.275572
12	0.017772	91.09068	0.984531	7.647499	0.277289

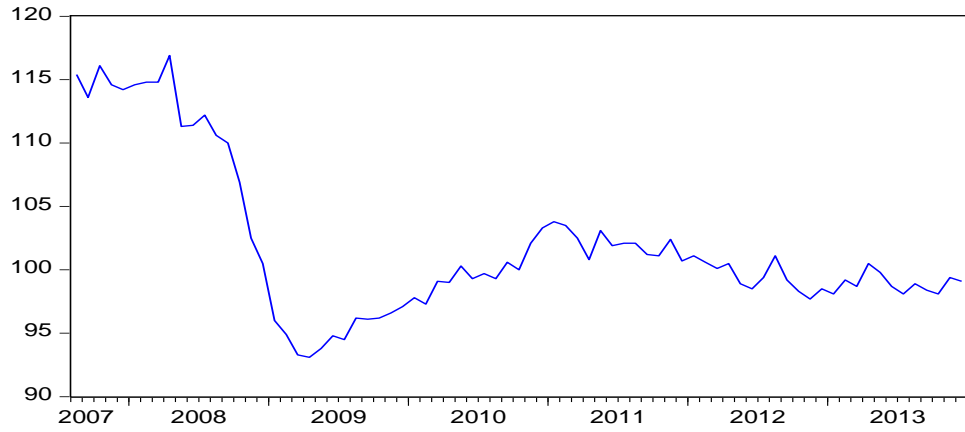
Tablo 3.4'teki varyans ayrıştırmalardan görüldüğü üzere varyansın %7.64'ü VIX tarafından açıklanmaktadır. Grafik 3.13'te VIX'e şok verip baktığımızda ise beklediğimiz üzere VIX arttıkça üretim düşmektedir. DLPBE'de negatif, DLAMBMB'de ise pozitif bir tepki ortaya çıkmıştır.



Grafik 3.13 Etki Tepki Fonksiyonları (Belçika, VIX'e şok)

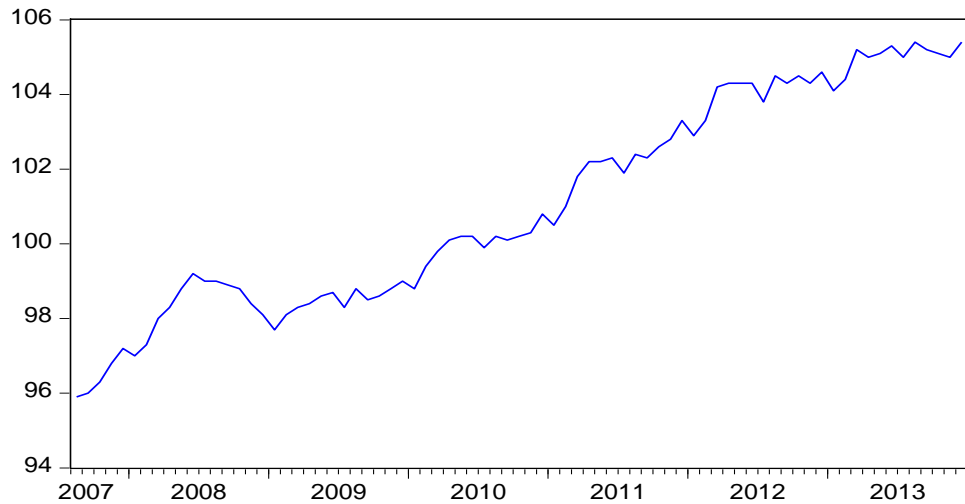
3.2.1.4 Fransa

Fransa'da üretim; finansal piyasalardaki sıkıntı ve belirsizliğin artması ve kredilerin azalması ile birlikte düşmeye başlamıştır. 2008 Temmuz ayından 2009 Nisan ayına kadar üretim sürekli olarak azalmıştır. 2007 Ağustos 2009 Nisan arasında üretimdeki daralma %19 olmuştur. Nisan 2009'dan sonra toparlanmaya başlayan Fransa ekonomisi 2007 Ağustos seviyelerini yakalayamamıştır. Toparlanma Almanya, Avusturya gibi ülkelere göre daha zayıf kalmıştır.



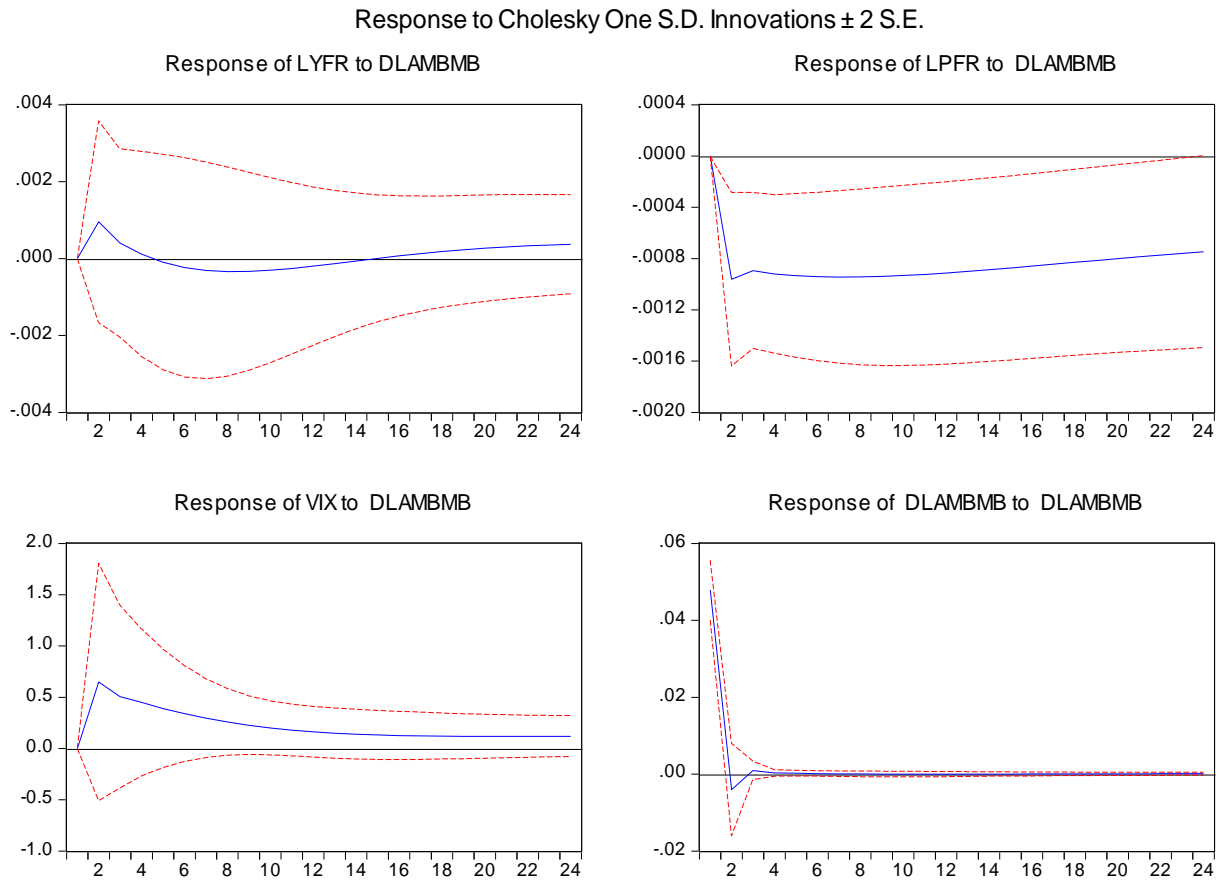
Grafik 3.14 Fransa Sanayi Üretimi (YFR)

Fiyatlarda artış da diğer Euro Bölgesi ekonomilerinden farklı değildir. Grafik 3.15'te tüketici fiyatları endeksinin seyri gözlemlenebilir. 77 ayda % 10 bir artış yaşanmıştır.



Grafik 3.15 Fransa Tüketici Fiyatları Endeksi (PFR)

Fransa için tahmin edilen VAR modelinde gecikme sayısının 1 olduğu tespit edilmiştir. AMB varlıklarına verilen bir şokun yarattığı tepkiler Grafik 3.16'dan görülebilir. Grafikten de görüldüğü üzere AMB'nın varlıklarına verilen bir şokun karşısında Fransa'da üretim artarak tepki vermiştir ancak kısa bir süre sonra tepki kaybolmuştur. Geleneksel olmayan para politikası Fransa'da büyük bir tepki yaratmasa da etkindir.



Grafik 3.16 Etki Tepki Fonksiyonları (Fransa, DLAMB'ye şok)

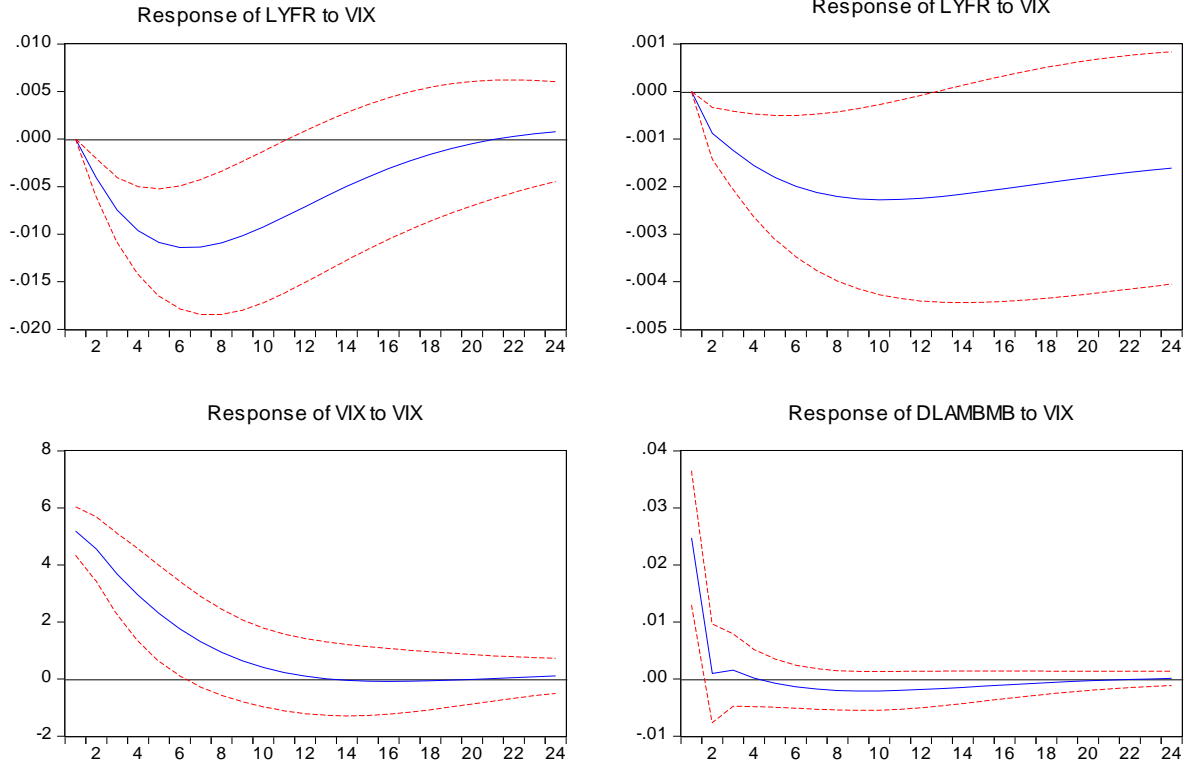
Tablo 3.5'te LYFR değişkeninin varyans ayrıştırması yer almaktadır. Tabloya göre LYFR'nin varyansının ikinci dönemde yaklaşık %3'ü DLAMBMB ile açıklanmaktadır. Bu değişkenin varyansının büyük bir bölümü ise (%52) VIX tarafından açıklanmaktadır.

Tablo 3.5 Varyans Ayrıştırma Tablosu (LYFR)

	S.E.	LYFR	LPFR	VIX	DLAMBMB
1	0.012122	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.017466	94.24684	0.019044	5.435068	0.299049
3	0.022128	84.92163	0.136561	14.72253	0.219283
4	0.026354	75.84769	0.291983	23.70377	0.156561
5	0.030113	68.22539	0.457521	31.19619	0.120898
6	0.033356	62.17113	0.621323	37.10423	0.103316
7	0.036070	57.46802	0.780053	41.65629	0.095647
8	0.038277	53.85286	0.933357	45.12100	0.092781
9	0.040023	51.09579	1.081662	47.73069	0.091861
10	0.041365	49.01246	1.225335	49.67079	0.091417
11	0.042368	47.45776	1.364431	51.08700	0.090801
12	0.043096	46.31675	1.498666	52.09474	0.089844

VIX'e verilen bir şokun tepkileri Grafik 3.17'de görülmektedir. VIX'te meydana gelen bir şok üretimi azaltmış; bu şokun etkisi de zamanla azalmıştır. Finansal korkudaki artış, üretimdeki negatif bir tepkiye neden olmuştur. DLAMBMB'de ise beklenildiği üzere pozitif bir tepkiye neden olmuştur.

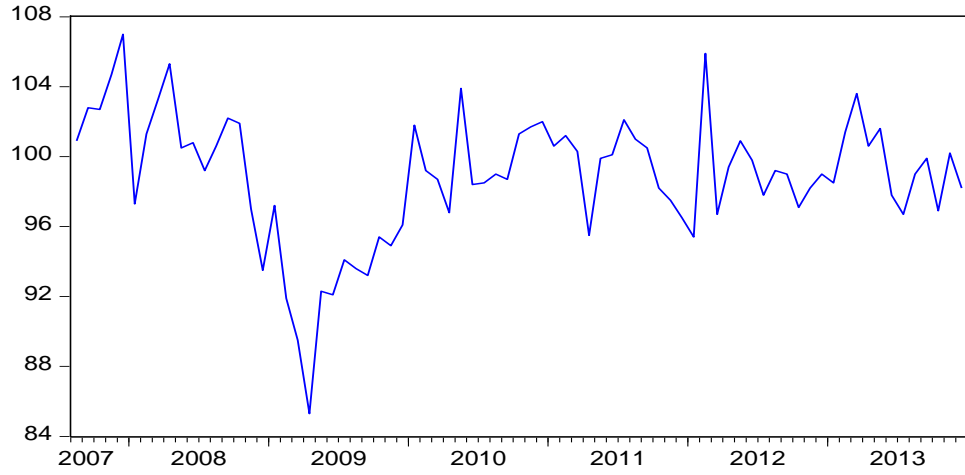
Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Grafik 3.17 Etki Tepki Fonksiyonları (Fransa, VIX'e şok)

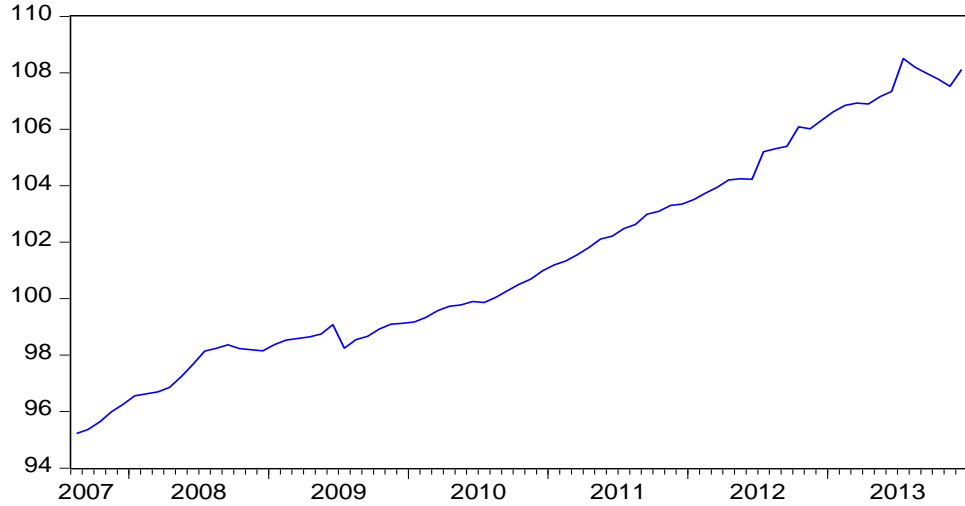
3.2.1.5 Hollanda

Hollanda ekonomisinde 2007 Ağustos'dan 2009'un Nisan ayına kadar üretimde daralma yaklaşık %15 olmuştur. Bu tarihten itibaren artmaya başlayan üretim 2010 başında kriz öncesi seviyesine ulaşsa da istikrarlı bir artış kaydedememiştir. 2013 sonu itibarı ile de üretim 2007 Ağustos seviyesinin de altında kalmıştır.



Grafik 3.18 Hollanda Sanayi Üretimi (YHOL)

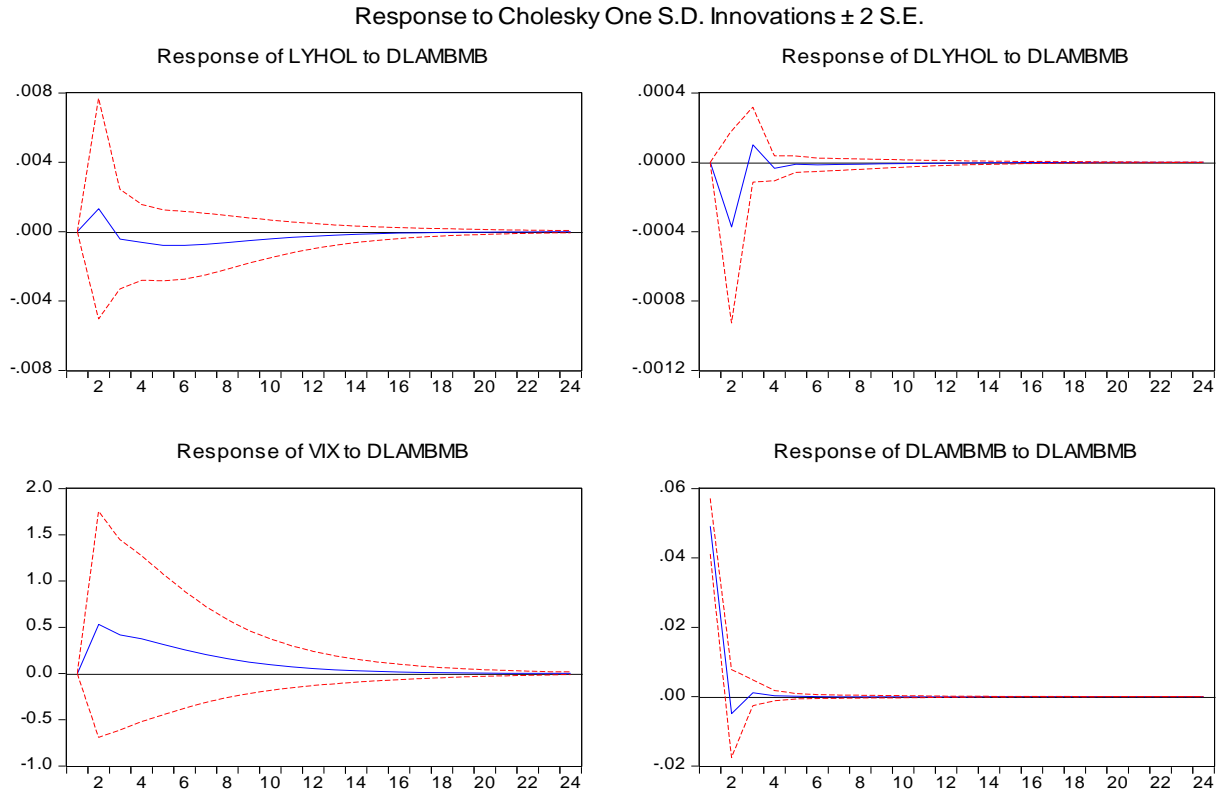
Grafik 3.19'da ise Hollanda'da Tüketici fiyat Endeksi yer almaktadır. 77 ayda %13'lük bir artış yaşanmıştır.



Grafik 3.19 Hollanda Tüketici Fiyat Endeksi (PHOL)

Hollanda için tahmin edilen VAR modelinde gecikme sayısı 1 olarak belirlenmiştir. AMB toplam varlıklarına verilen bir şokun etkisine Hollanda üretiminin gösterdiği tepkiler Grafik 3.20'de gösterilmiştir. AMB'nın toplam varlıklarına verilen bir şokun etkisi,

Hollanda üretiminde pozitif bir tepkiye yol açmıştır. Ancak bu tepki 3. dönemden sonra negatife dönmüştür.



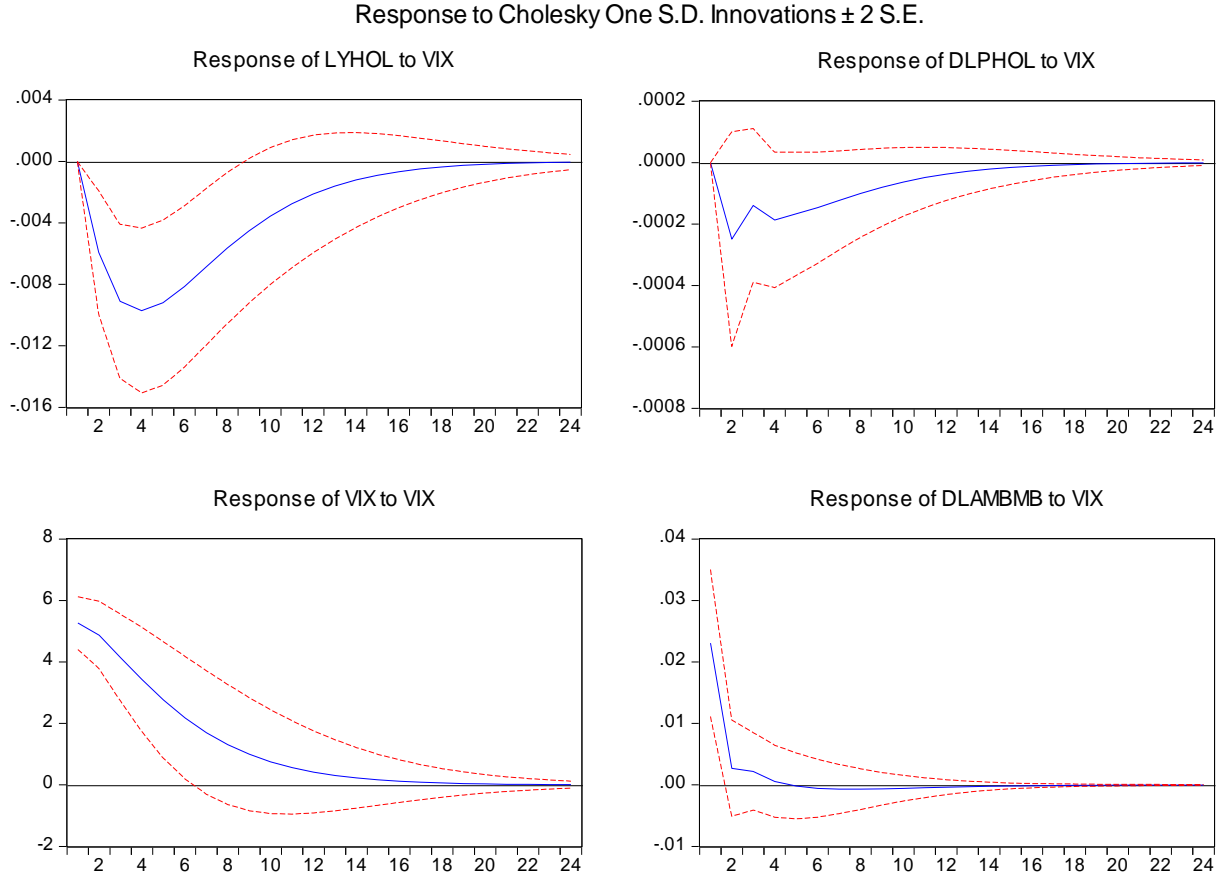
Grafik 3.20 Etki-Tepki Fonksiyonları (Hollanda, DLAMBMB'ye şok)

Tablo 3.6'da varyans ayrıştırma tablosuna baktığımızda DLAMBMB'nin LYHOL'deki varyansın oldukça küçük bir kısmını açıkladığını gözlemleyebiliriz. VIX değişkeni ise varyanstaki değişimin %31'ini açıklamaktadır.

Tablo 3.6 Varyans Ayrıştırma Tablosu (LYHOL)

	S.E.	LYHOL	DLPHOL	VIX	DLAMBMB
1	0.028034	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.031727	95.48397	0.868730	3.472568	0.174732
3	0.033498	88.20467	1.117792	10.50391	0.173630
4	0.034926	81.18810	1.230396	17.39013	0.191376
5	0.036181	75.84144	1.257976	22.67391	0.226672
6	0.037195	72.25498	1.251714	26.23368	0.259631
7	0.037950	69.99407	1.236039	28.48433	0.285562
8	0.038478	68.61726	1.220722	29.85800	0.304018
9	0.038830	67.79753	1.208704	30.67736	0.316407
10	0.039054	67.31811	1.200200	31.15731	0.324385
11	0.039194	67.04215	1.194552	31.43393	0.329362
12	0.039278	66.88570	1.190962	31.59095	0.332384

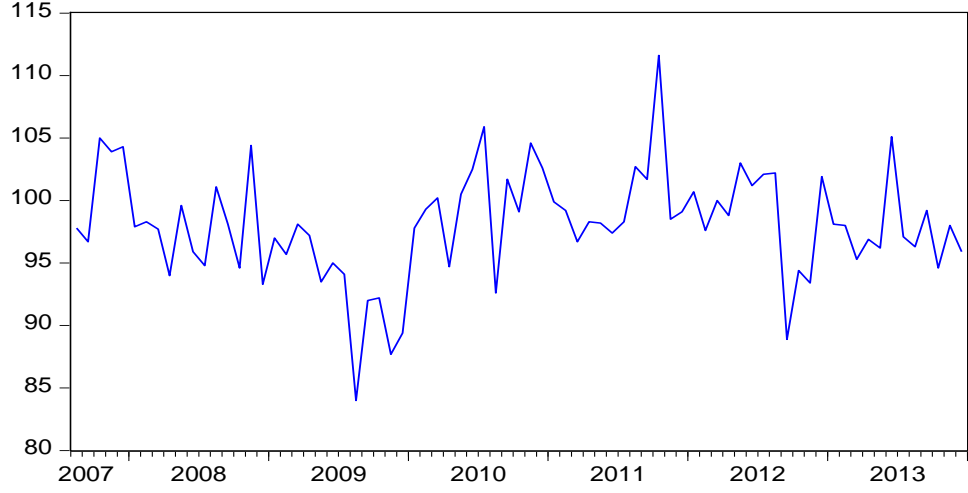
Bu doğrultuda VIX'e verilen bir şokun yarattığı tepkiler Grafik 3.21'de gözlenmektedir. VIX'e verilen bir şok sonrasında LYHOL'da negatif bir tepki görülmüş ve bu tepkinin büyüklüğü de zamanla azalmıştır. DLPHOL'de negatif, DLAMBMB'de ise pozitif bir tepkiye yol açmıştır.



Grafik 3.21 Etki Tepki Fonksiyonları (Hollanda, VIX'e şok)

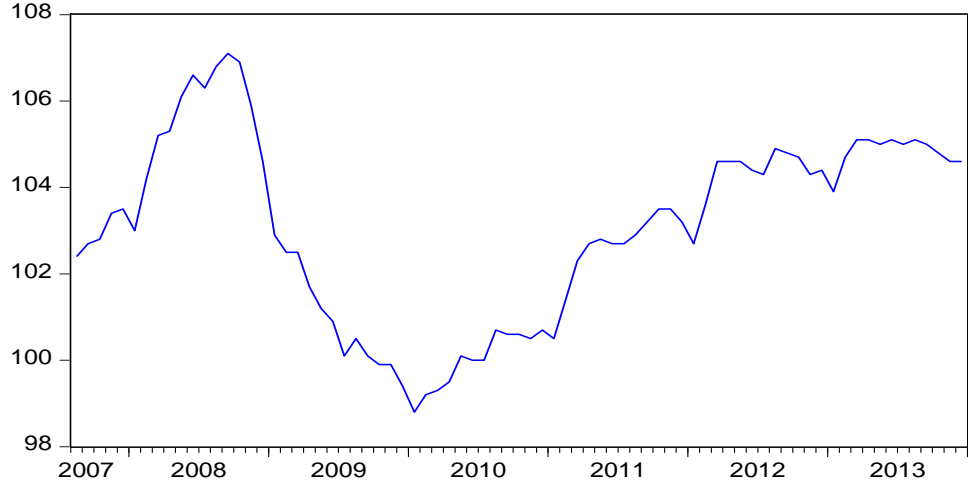
3.2.1.6 İrlanda

İkinci bölümde açıklandığı gibi ABD'de başlayan finansal kriz İrlanda'da da konut balonunun patlamasına yol açmış ve ardından tüm finansal piyasalarda orta çıkan kredi daralması krediye bağımlı olan İrlanda ekonomisini negatif etkilemiştir. Ekim 2007'den sonra düşüşe geçen üretim düzeyi en dip seviyeyi 2009 Ağustos ayında görmüştür. Sonrasında toparlanan ekonomi ardından 2010 yılında Borç Krizine girmiş ve üretim düzeyi 2010 Ağustos ayında %12 daralmıştır. Sonrasında ise tam anlamıyla bir toparlanma sağlanamamış üretim düzeyi artışlar gösterse de 2013 Aralık'ta 2007 Ağustos düzeyinin altında kalmıştır.



Grafik 3.22 İrlanda Sanayi Üretim Endeksi (YIRL)

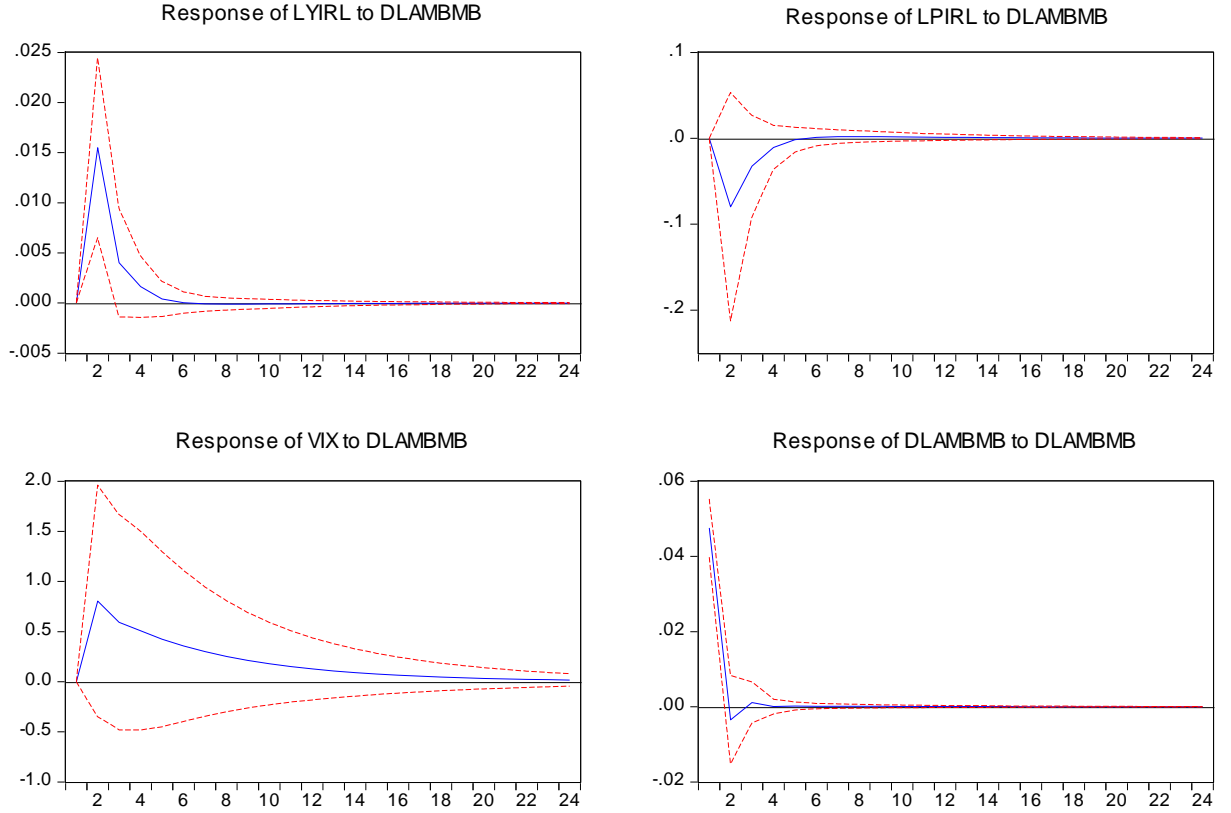
Grafik 3.23’de ise Tüketici Fiyat Endeksi görülmektedir. 2007’den 2008 Ağustos’a kadar fiyatlarda bir artış gözlenmiş ancak sonrasında 2010’un başına kadar fiyat endeksi düşmüştür. 2009’dan sonra ise artışa geçse de ılımlı bir artış gözlenmiştir. 2007 Ağustos’a göre 2013 Aralık’ta fiyatlarda sadece %2’lik bir artış gözlenmektedir.



Grafik 3.23 İrlanda Tüketici Fiyat Endeksi (PIRL)

İrlanda için tahmin edilen VAR modelinde gecikme uzunluğu 1 olarak tespit edilmiştir. AMB toplam varlıklarına verilen bir şok, İrlanda’nın üretiminde güçlü pozitif bir tepkiye neden olmaktadır. AMB’nin uyguladığı geleneksel olmayan para politikası İrlanda’da oldukça etkindir. LPIRL’de ise negatif bir tepkiye yol açmıştır.

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



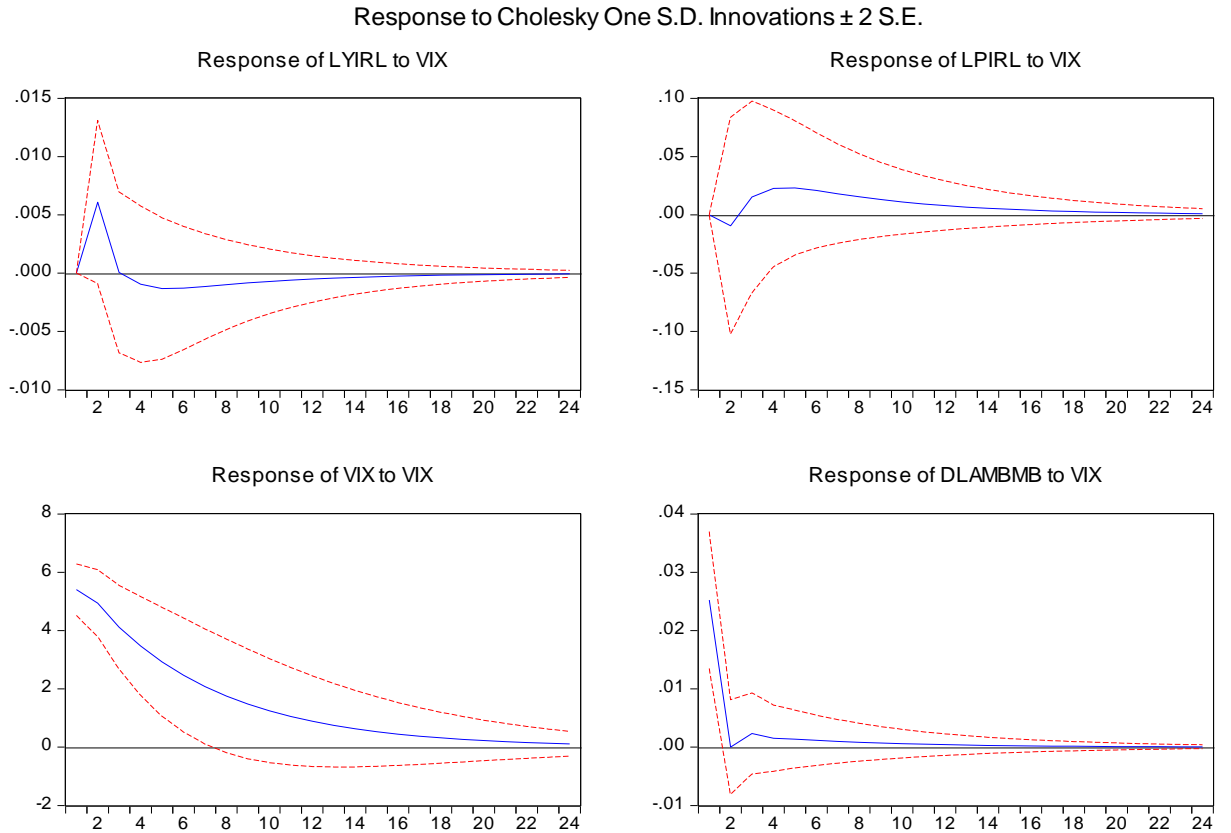
Grafik 3.24 Etki Tepki Fonksiyonları (İrlanda, DLAMBMB'ye şok)

Tablo 3.7'de ise LYIRL değişkeninin varyans ayrıştırması yer almaktadır. LYIRL değişkeninin varyansının birinci dönemde tamamı kendi tarafından açıklanırken bu oran 12 dönem sonrasında %85'e kadar düşmüştür. LYIRL değişkeninin varyansını açıklamada DLAMBMB'nin azımsanamayacak bir payı vardır. Varyansın %12'ye yakını bu değişkenle açıklanmaktadır. Varyansın ancak %2'si VIX tarafından açıklanmaktadır.

Tablo 3.7 Varyans Ayrıştırma Tablosu (LYIRL)

	S.E.	LYIRL	LCPIIRL	VIX	DLAMBMB
1	0.040824	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.046222	87.01723	0.001770	1.739567	11.24143
3	0.047008	86.30396	0.414772	1.682043	11.59923
4	0.047118	86.17781	0.443680	1.714469	11.66404
5	0.047149	86.10807	0.445036	1.790831	11.65606
6	0.047168	86.04539	0.444854	1.863081	11.64667
7	0.047183	85.99413	0.445387	1.920608	11.63988
8	0.047193	85.95539	0.446103	1.963354	11.63516
9	0.047201	85.92711	0.446729	1.994308	11.63186
10	0.047207	85.90677	0.447211	2.016485	11.62953
11	0.047211	85.89225	0.447566	2.032305	11.62788
12	0.047214	85.88190	0.447821	2.043569	11.62671

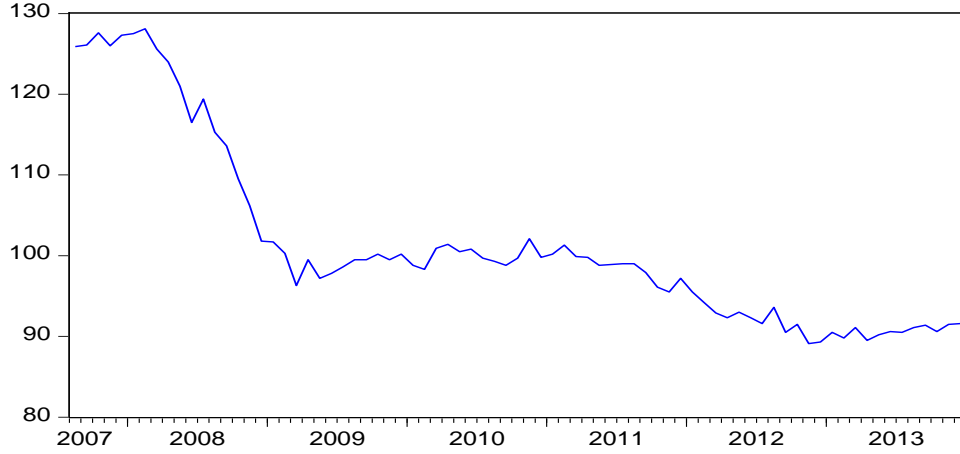
Grafik 3.25'te VIX'e verilen şokun diğer değişkenlerde oluşturduğu tepki gösterilmiştir. VIX'te ortaya çıkan bir şok YIRL'de pozitif bir tepki yaratmıştır. Bu tepki üçüncü dönemden sonra negatife dönmüştür. LPIRL'de önce negatif bir tepki yapmış sonra bu pozitive dönmüştür.



Grafik 3.25 Etki Tepki Fonksiyonları (İrlanda, VIX'e şok)

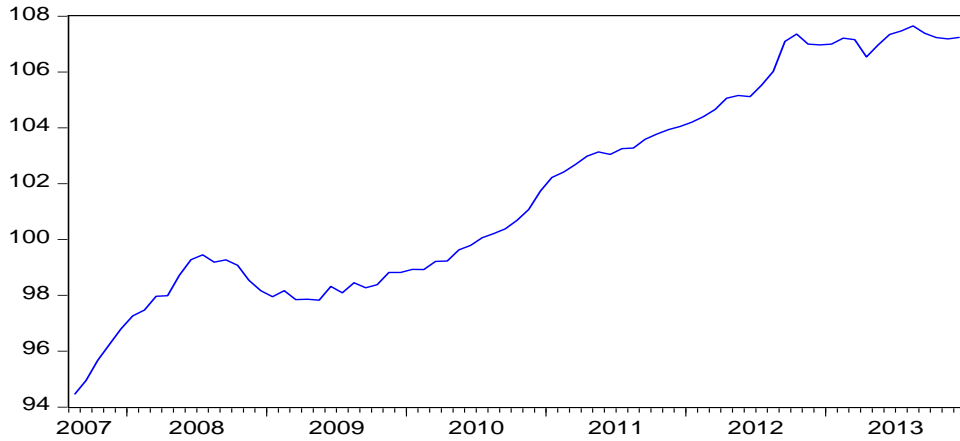
3.2.1.7 İspanya

İrlanda gibi İspanya’da da konut balonu oluşmuş ve Global Finansal Kriz sonrasında patlamıştır. Bu tarihten itibaren üretim de önemli ölçüde daralmıştır. 2007 Ağustos’tan itibaren 2009 Mart’a kadar sanayi üretimi yaklaşık %24 azalmıştır. Bu tarihten sonra da sanayi üretimi toparlanamamıştır.



Grafik 3.26 İspanya Sanayi Üretim Endeksi (YISP)

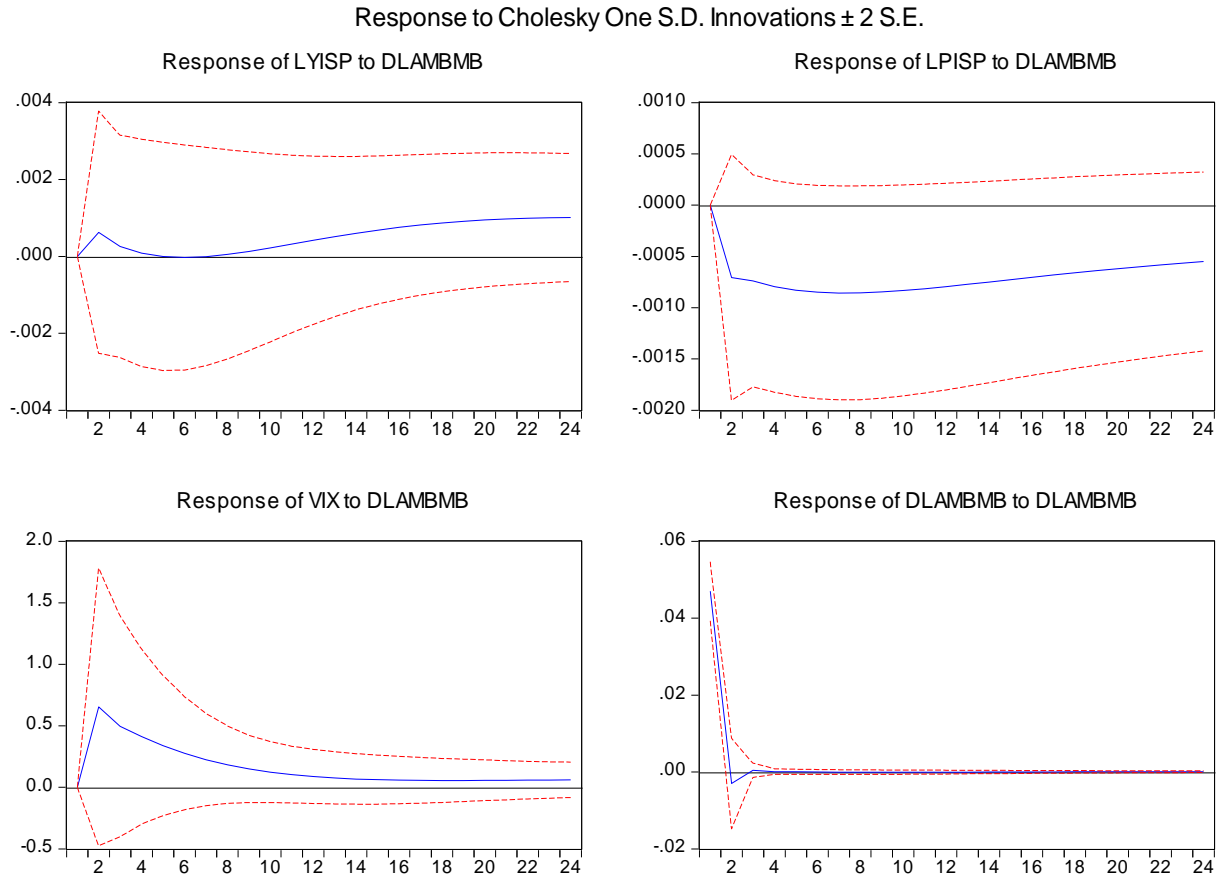
Fiyatlar ise artış göstermiş ama bu artış sınırlı bir artış olarak kalmıştır. Kriz başından beri fiyatlar 77 ayda %14 artmıştır. Grafik 3.27’de İspanya Tüketici Fiyatları Endeksi gösterilmiştir.



Grafik 3.27 İspanya Tüketici Fiyat Endeksi (PISP)

İspanya için tahmin edilen modelde uygun gecikme uzunluğu 1 olarak tespit edilmiştir. AMB varlıklarına verilen bir şoka LYISP’nin pozitif bir tepkisi olmuştur. Bu tepki 4 dönem sonra sıfıra düşmüş ancak 8. dönemden sonra yeniden pozitif bir tepki

vermiştir. AMB'nin uyguladığı geleneksel olmayan para politikası üretimi attırmada etkindir. LPISP ise negatif bir tepki vermiş, VIX'te de pozitif bir tepkiye yol açmıştır.



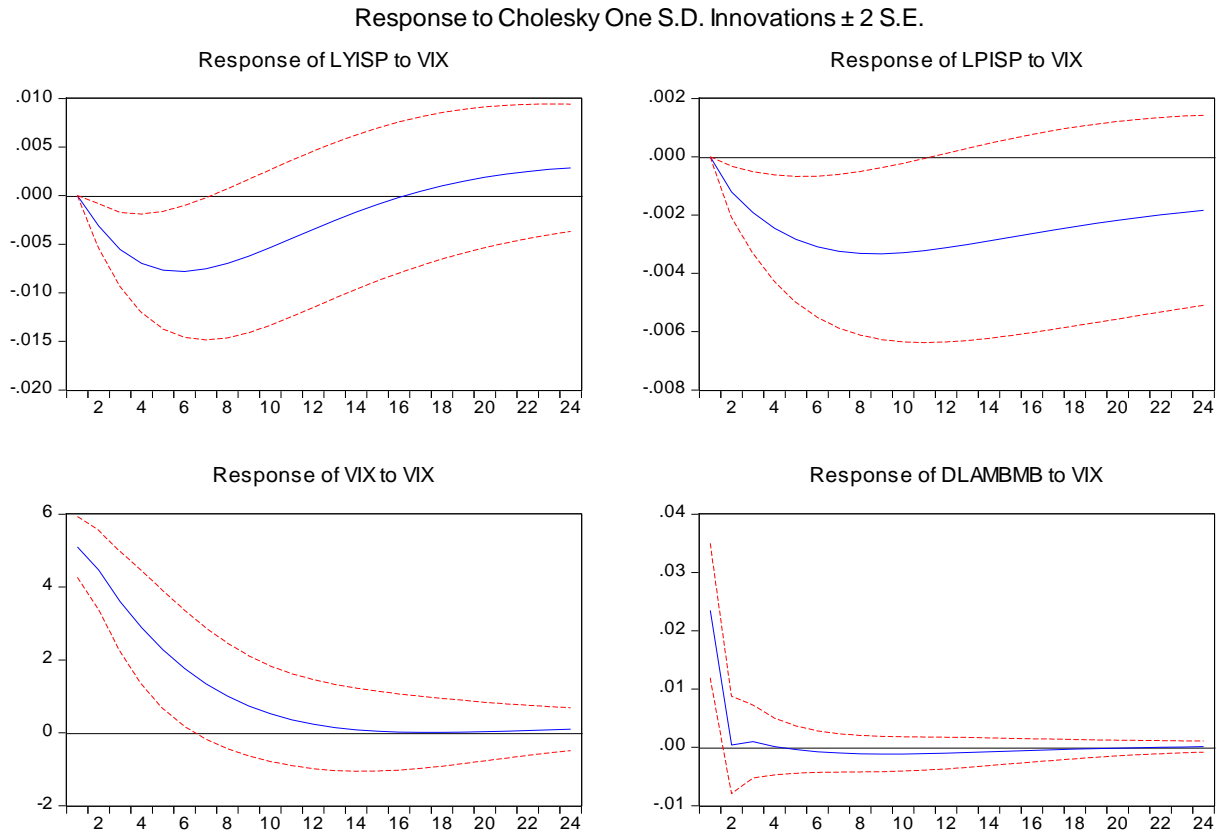
Grafik 3.28 Etki Tepki Fonksiyonları (İspanya, DLAMBMB'ye şok)

Tablo 3.8'de LYISP değişkenine ait varyans ayrıştırma değerleri yer almaktadır. LYISP'nin varyansın çok küçük bir kısmı DLAMBMB ile açıklanmaktadır. VIX değişkeni ise LYISP'nin varyansının %19'unu açıklamaktadır.

Tablo 3.8 Varyans Ayrıştırma Tablosu (LYISP)

	S.E.	LYISP	LPISP	VIX	DLAMBMB
1	0.014919	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.021103	97.41992	0.299620	2.192673	0.087784
3	0.026020	92.84430	1.101958	5.986089	0.067652
4	0.030172	87.94171	2.200083	9.807078	0.051128
5	0.033699	83.42131	3.481588	13.05612	0.040987
6	0.036669	79.50996	4.883049	15.57230	0.034685
7	0.039140	76.21878	6.368839	17.38193	0.030447
8	0.041173	73.47794	7.915700	18.57870	0.027663
9	0.042832	71.19498	9.504625	19.27392	0.026475
10	0.044181	69.27846	11.11706	19.57707	0.027404
11	0.045279	67.64668	12.73363	19.58860	0.031089
12	0.046182	66.23042	14.33424	19.39723	0.038110

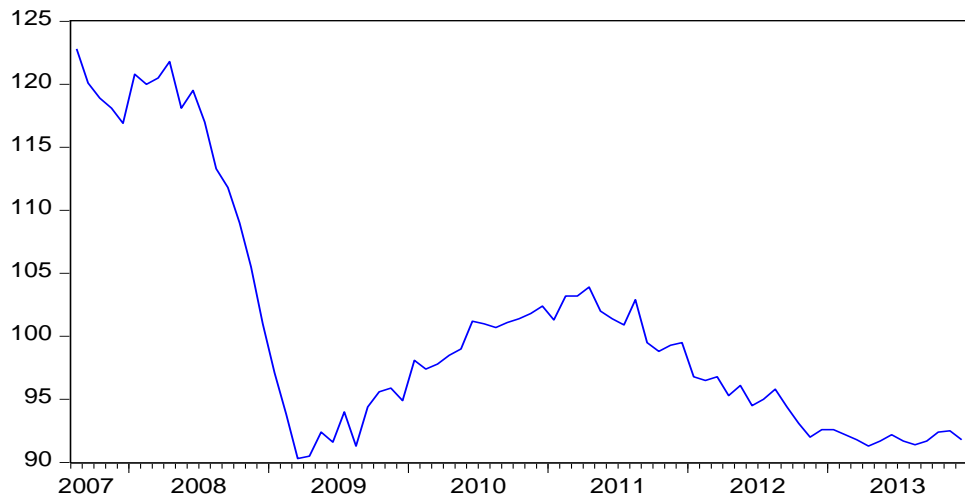
VIX değişkenine verdiğimiz bir şok LYISP’de negatif bir tepkiye yol açmıştır. Bu negatif tepki 16 dönemden sonra giderek azalmış ve pozitive dönmüştür. Finansal korkudaki artış üretimde negatif bir tepki ile sonuçlanmıştır. LPISP ise negatif ve süreğen bir tepki vermiştir.



Grafik 3.29 Etki Tepki Fonksiyonları (İspanya, VIX’e şok)

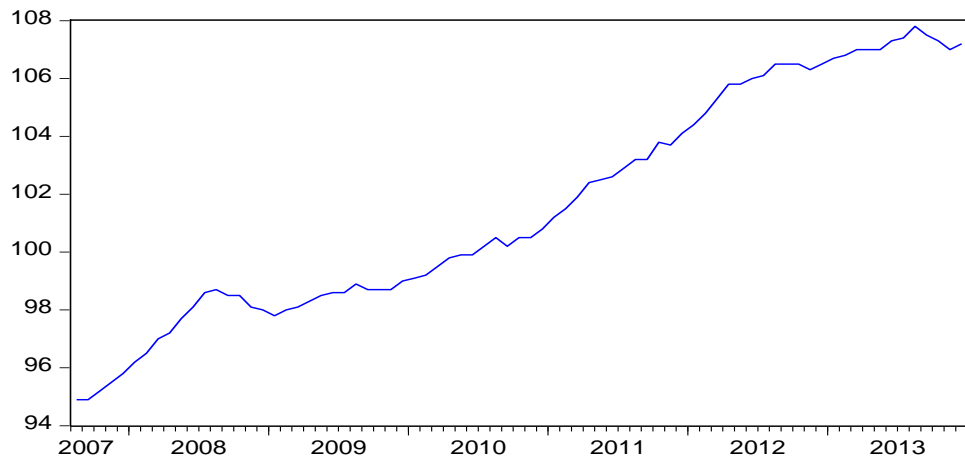
3.2.1.8 İtalya

İtalya'da bankalar çok fazla riskli yatırımlara maruz kalmamışlardır. Ayrıca konut balonu da patlamamıştır. İtalya'da sorun kredi piyasasındaki sıkışıklık sonucu bankaların fon bulamamasından kaynaklanmıştır (OECD, 2009f: 12). Krizin başladığı 2007 Ağustos'tan üretimin dip yaptığı 2009 Mart ayına kadar %26 değer kaybetmiştir. Sonrasında üretim biraz toparlanmış ancak borç krizinin İtalya ve İspanya'ya sıçrama kaygılarının arttığı 2011 yılının başlarında tekrar düşüşe geçmiştir. 2012 Kasım'dan beri yatay seyretmektedir.



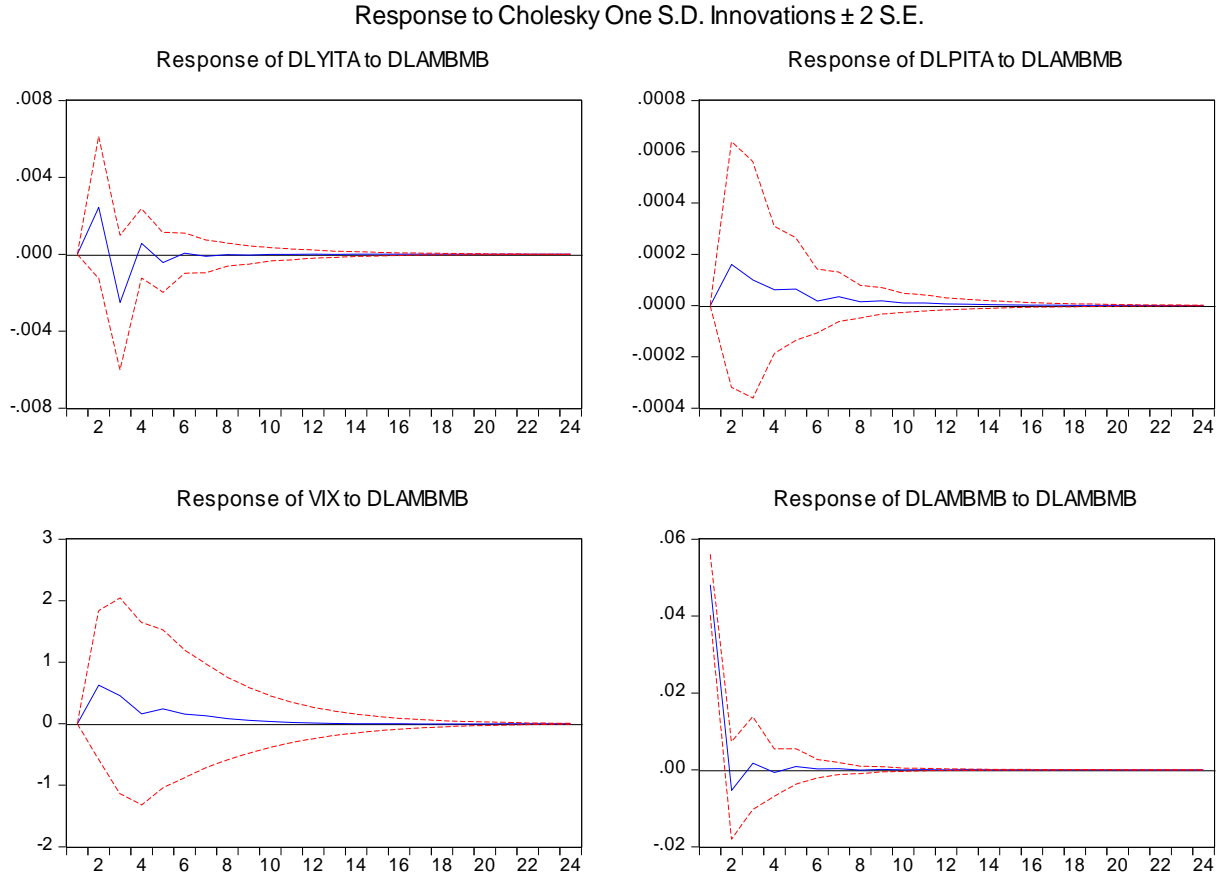
Grafik 3.30 İtalya Sanayi Üretim Endeksi (YİTA)

Fiyatlarda diğer ülkelerde olduğu gibi fazla bir artış yaşanmamıştır. Fiyatlarda artış inclenen dönemde % 13 olmuştur.



Grafik 3.31 İtalya Tüketici Fiyat Endeksi (PİTA)

İtalya için tahmin edilen modelde gecikme uzunluğu 1 olarak tespit edilmiştir. AMB varlıklarına verilen bir şokun diğer değişkenlerde yarattığı tepkiler Grafik 3.32’de gösterilmiştir. AMB varlıklarına verilen bir şoka karşı DLYİTA pozitif tepki vermiştir, AMB’nin uyguladığı geleneksel olmayan para politikası etkindir. DLPİTA ise AMB’ye verilen bir şokun ardından artmış zamanla etki kaybolmuştur. VIX’te ise bir artışa neden olmuş ve azalarak 12 dönemde sifira inmiştir.



Grafik 3.32 Etki Tepki Fonksiyonları (İtalya, DLAMBMB’ye şok)

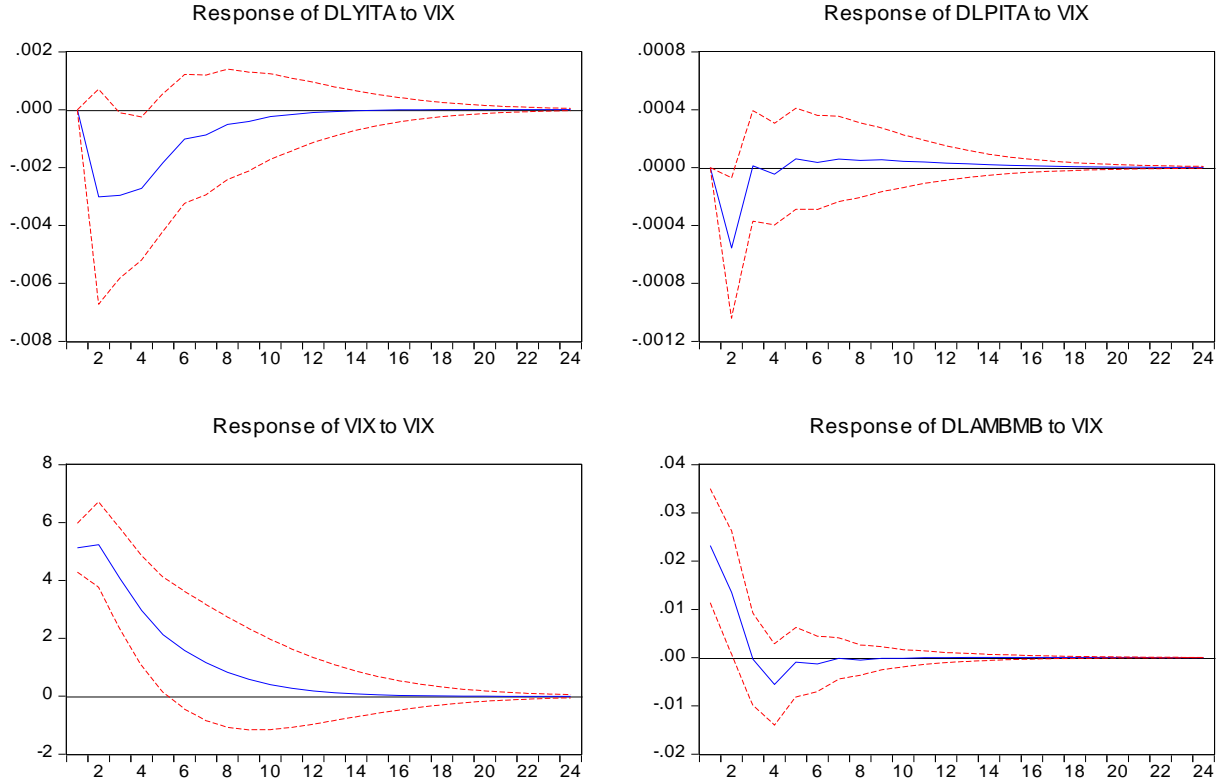
Tablo 3.9’da ise DLYİTA değişkeninin varyans ayrıştırması yer almaktadır. Tablodan görüldüğü üzere DLYİTA’nın varyansının ilk dönemde %100’ü kendi tarafından açıklanırken 12. dönemde bu oran %84’e düşmüş, % 4 kadarı DLAMBMB, %9’u ise VIX tarafından açıklanmıştır.

Tablo 3.9 Varyans Ayraştırma Tablosu (DLYİTA)

	S.E.	DLYITA	DLPITA	VIX	DLAMBMB
1	0.015718	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.016243	93.64368	0.651783	3.434217	2.270319
3	0.017143	89.08055	0.670315	6.064538	4.184594
4	0.017513	86.17406	1.489607	8.220803	4.115531
5	0.017778	85.46843	1.445604	9.035057	4.050911
6	0.017897	85.08438	1.684076	9.233422	3.998124
7	0.017968	84.94894	1.683161	9.397592	3.970310
8	0.018001	84.85267	1.748684	9.442700	3.955942
9	0.018020	84.81930	1.757264	9.475078	3.948363
10	0.018028	84.79719	1.775178	9.483017	3.944617
11	0.018033	84.79020	1.779995	9.487076	3.942733
12	0.018035	84.78522	1.785230	9.487690	3.941858

VIX değişkenine verilen bir şokun yarattığı tepkiler ise Grafik 3.32’de gösterilmiştir. VIX değişkenine verilen bir etkinin DLYITA’da negatif bir tepki yaratmış ve zamanla bu tepki azalmıştır. DLPITA’da da negatif bir tepki yaratmış, bu tepkide kısa sürede yok olmuştur. DLAMBMB’de önemli oranda pozitif bir tepki yaratmıştır.

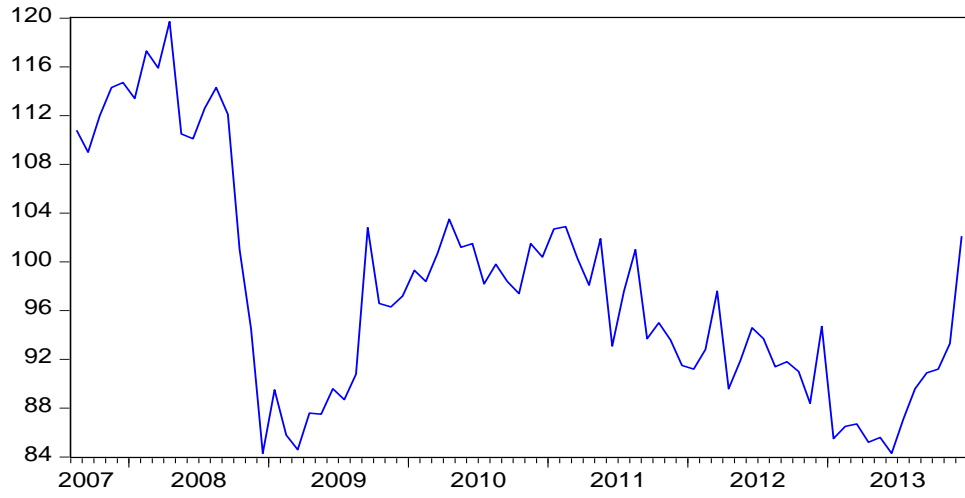
Response to Cholesky One S.D. Innovations \pm 2 S.E.



Grafik 3.33 Etki Tepki Fonksiyonları (İtalya, VIX’e şok)

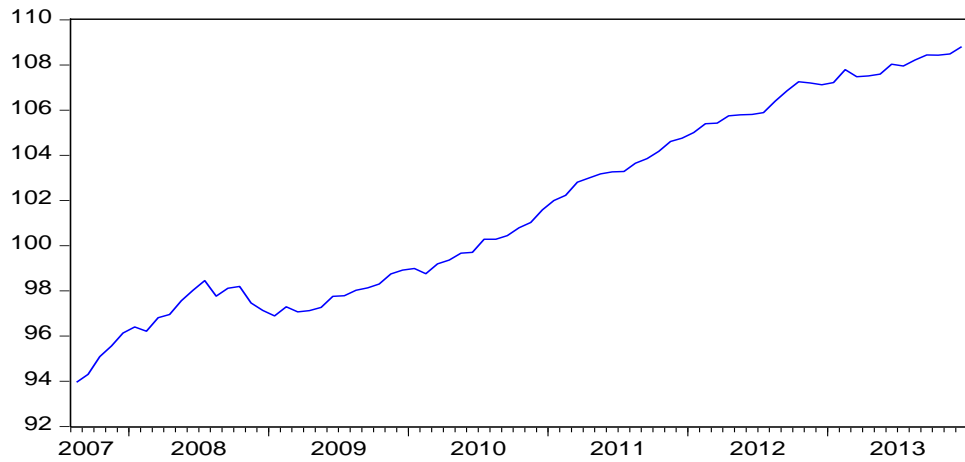
3.2.1.9 Lüksemburg

Lüksemburg; Global Finansal Krizden önce kişi başına gelirin en yüksek olduğu ülkedir ve 1980 yılından beri de bir resesyon yaşanmamıştır. Ancak finansal bir merkez olması sebebiyle yaşanan finansal krizden en çok etkilenen ülkelerden biri olmuştur (OECD, 2010b: 26). Grafik 3.13'ten de görüldüğü üzere krizin başladığı 2007 Ağustos'tan dibin yaşandığı 2008 Aralık'a kadar sanayi üretim endeksi %24 azalmıştır. Daha sonra üretim toparlansa da kriz öncesi seviyesine ulaşamamıştır.



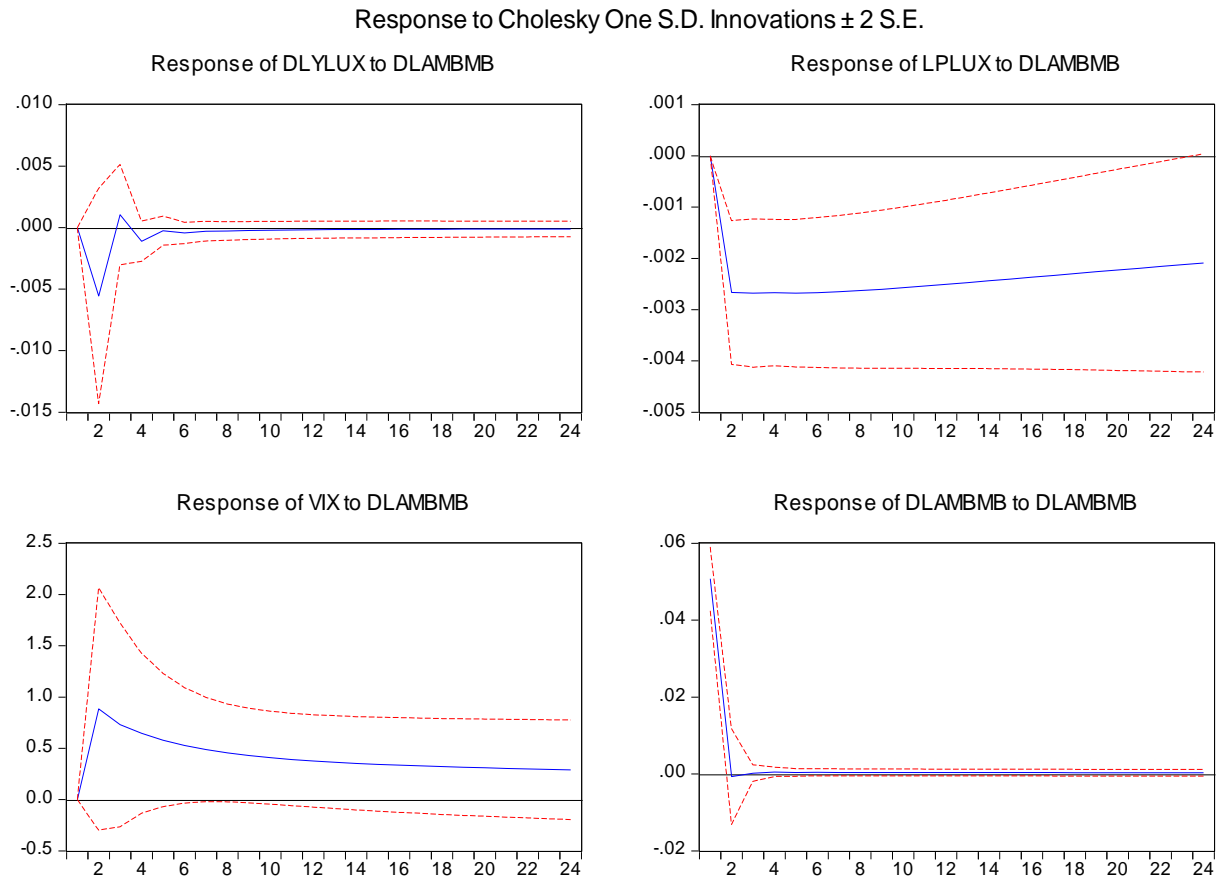
Grafik 3.34 Lüksemburg Sanayi Üretim Endeksi (YLUK)

Fiyatlarda da diğer ülkelere benzer bir hareket görülmüştür. Bu değişim Grafik 3.35'ten takip edilebilir. Kriz döneminde fiyatlarda toplamda %15'lik bir artış görülmüştür.



Grafik 3.35 Lüksemburg Tüketici Fiyat Endeksi (PLUK)

Lüksemburg için tahmin edilen modelde gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir. Sonrasında ise DLAMBMB değişkenine bir etki verilerek diğer değişkenlerin tepkileri gözlenmiştir. Grafik 3.36’da etki tepki fonksiyonları gösterilmiştir. DLYLUK değişkeninin tepkisi negatif olmakta ve zamanla yok olmaktadır. AMB’nin geleneseksel olmayan para politikası Lüksemburg açısından etkin değildir. DLPLUK değişkeninin de negatif tepki verdiğinin ancak bu tepkinin sürekli olduğu gözlenmiştir. VIX değişkenindeki tepki ise pozitifdir.



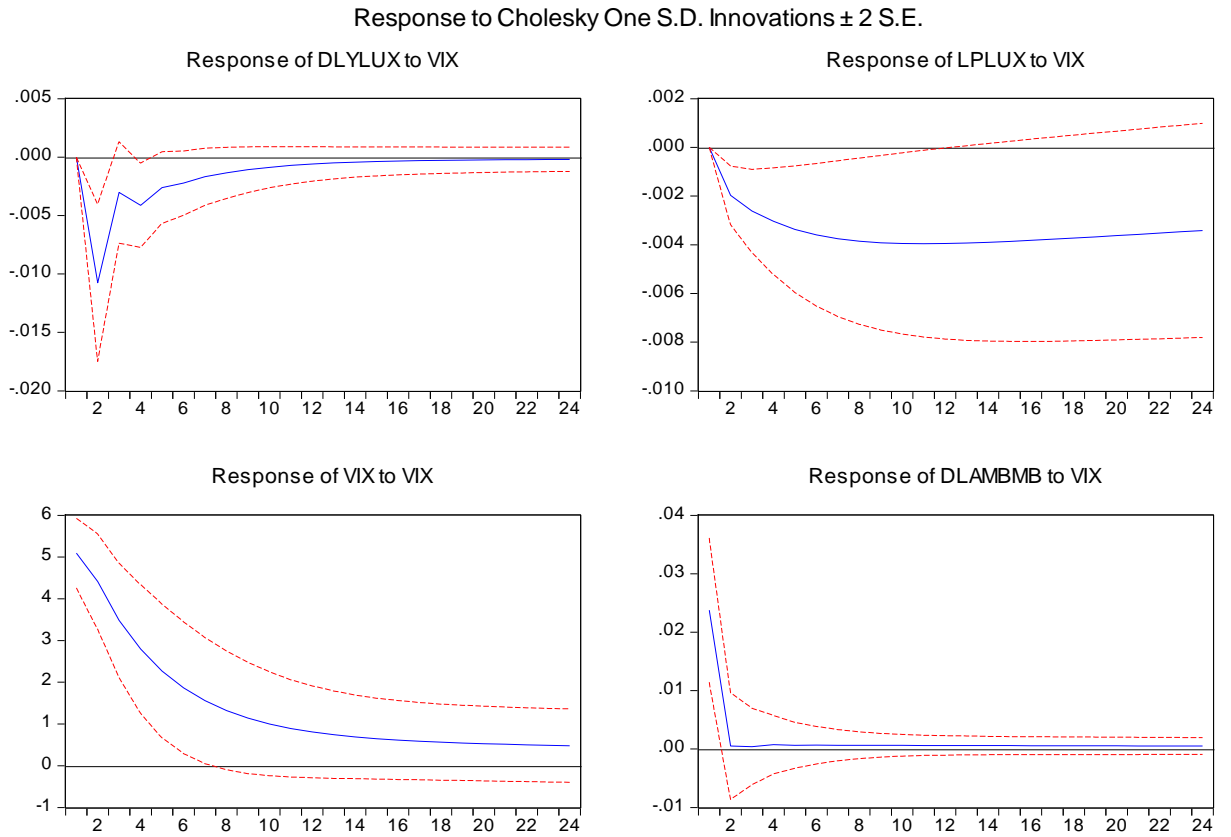
Grafik 3.36 Etki Tepki Fonksiyonları (Lüksemburg, DLAMBMB’ye şok)

Tablo 3.10’da ise DLYLUK değişkeni için varyans ayrıştırmaları gösterilmektedir. Tablodan görüldüğü üzere DLYLUK değişkeninin birinci dönemde tamamı kendi tarafından açıklanırken 12 dönem sonunda bu oran %89’a düşmüş, %1.8’i DLAMBMB tarafından %8.3’ü de VIX değişkeni tarafından açıklanmaktadır.

Tablo 3.10 Varyans Ayraştırma Tablosu (DLYLUK)

	S.E.	DLYLUK	LPLUK	VIX	DLAMBMB
1	0.039670	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.042865	91.66566	0.349941	6.296233	1.688170
3	0.043308	91.26504	0.365985	6.656548	1.712422
4	0.043528	90.35007	0.400993	7.488292	1.760646
5	0.043625	90.02050	0.410378	7.812737	1.756381
6	0.043688	89.77272	0.415297	8.050690	1.761290
7	0.043725	89.63473	0.416525	8.185779	1.762963
8	0.043748	89.54521	0.416590	8.272993	1.765207
9	0.043763	89.48886	0.416333	8.327822	1.766987
10	0.043773	89.45142	0.416201	8.363755	1.768621
11	0.043780	89.42586	0.416363	8.387721	1.770054
12	0.043785	89.40761	0.416849	8.404207	1.771338

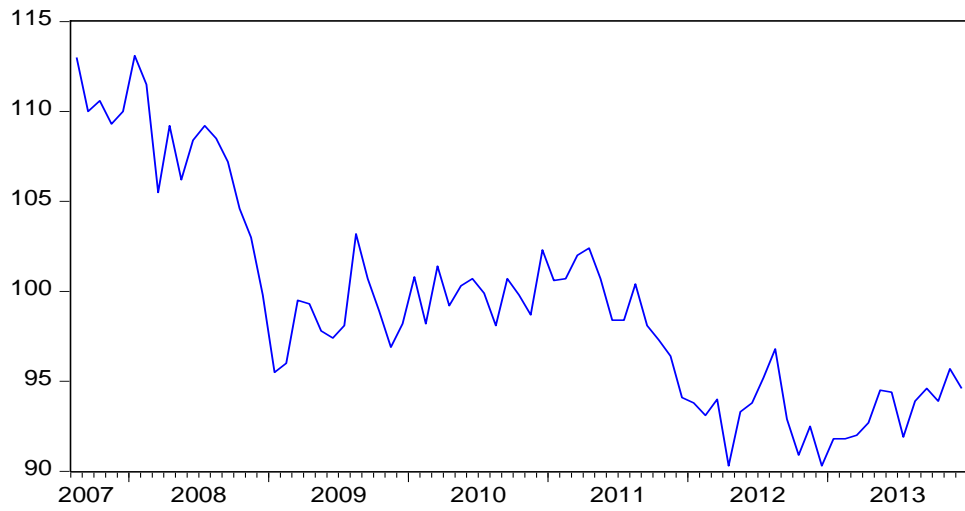
VIX'e verilen bir şoka karşı değişkenlerin tepkileri ise Grafik 3.37'de gösterilmiştir. VIX'e verilen bir şok DLYLUK değişkeninde negatif bir tepki yaratmış bu tepki de zamanla sıfırlanmıştır. LPLUK'ta ise negatif tepki sürekli olmuştur. DLAMBMB ise VIX'teki şokla anında bir artış göstermiş zamanla bu artış kaybolmuştur.



Grafik 3.37 Etki Tepki Fonksiyonları (Lüksemburg, VIX'e şok)

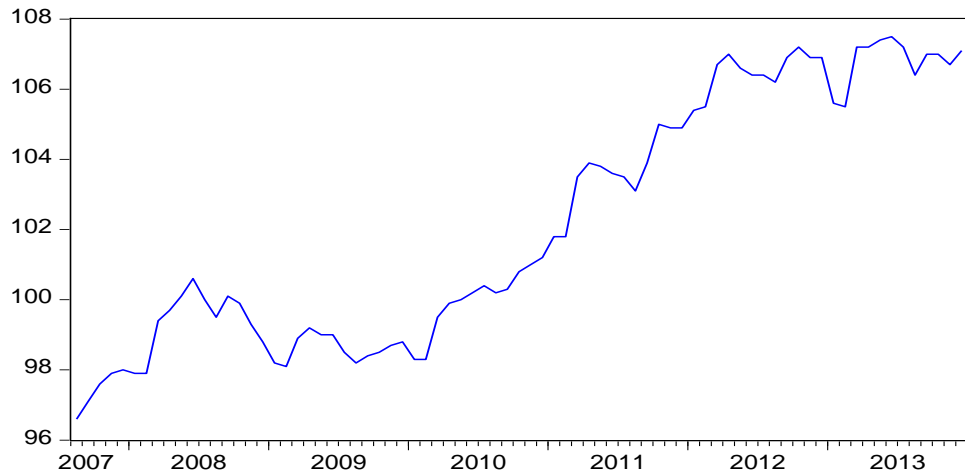
3.2.1.10 Portekiz

İkinci bölümde üzerinde durulduğu gibi Portekizde de İtalya gibi bir finansal balon ya da bankalarda riskli varlıklar yoktur. Portekiz'in asıl problemi rekabetçilikten yoksun olan ekonomisi ve sonucunda ortaya çıkan cari ve kamu maliyesindeki dengesizliklerdir. Bu nedenle Grafik 3.38'den de görüldüğü üzere sanayi üretimi Global Finansal Kriz sonrasında 2007 Ağustos ayından 2009'un Ocakına kadar %15 azalmıştır. Bir süre yatay seyreden üretim Borç Krizinin derinleşmesi ile daha da azalmıştır ve üretim düzeyi 2007 Ağustos seviyesinin %20 altında kalmıştır.



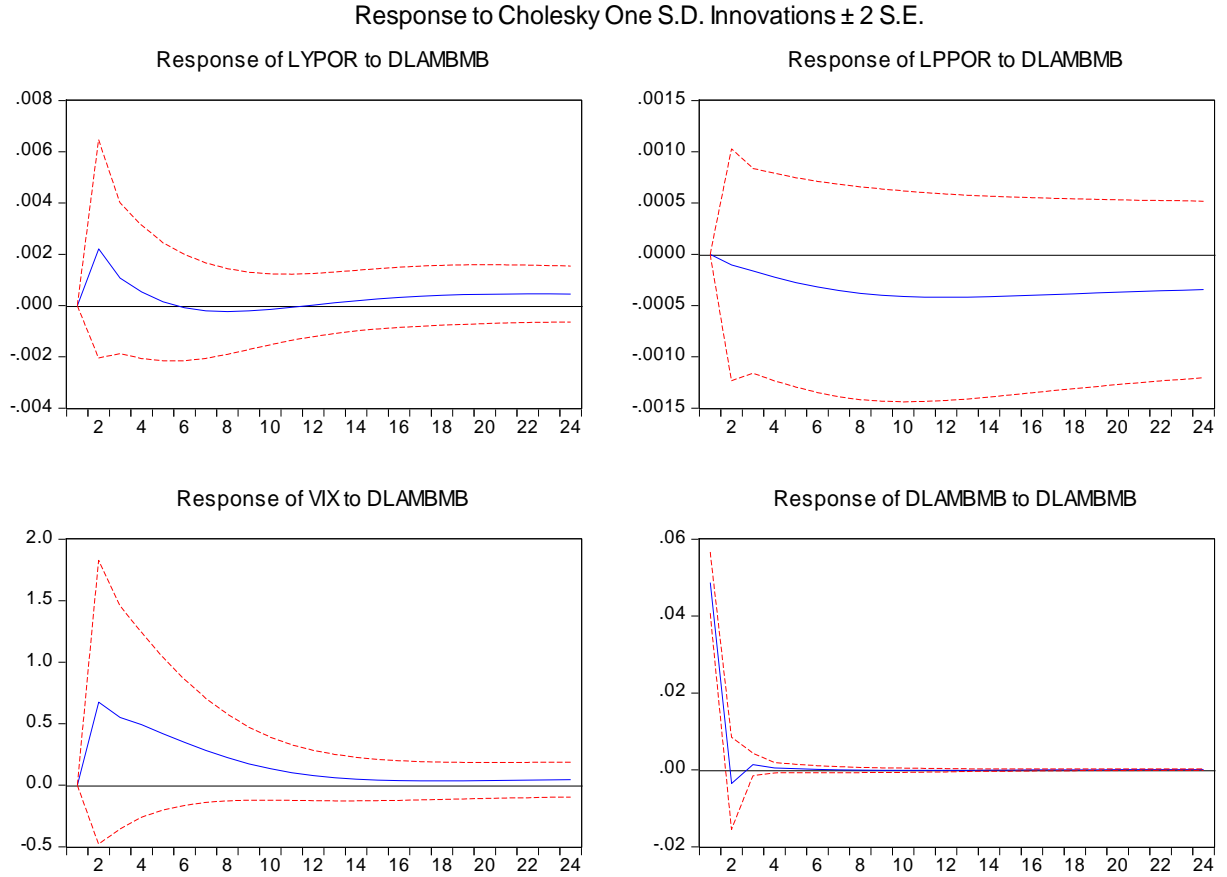
Grafik 3.38 Portekiz Sanayi Üretim Endeksi (YPOR)

Fiyatlardaki gelişim de Grafik 3.39'dan izlenebilir. Diğer ülkelerle benzer bir gelişim göstermektedir. 77 ayda fiyatlar toplam %11 artmıştır.



Grafik 3.39 Portekiz Tüketici Fiyat Endeksi (PPOR)

Portekiz için tahmin edilen modelde gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir. DLAMB değişkenine bir şok verilmiş ve bu şokun diğer değişkenlerde yarattığı tepkiler izlenmiştir. Grafik 3.40'da etki tepki fonksiyonlarından da görüldüğü üzere LYPOR bu şok karşısında pozitif bir tepki vermiş ve zamanla bu tepki azalmıştır. AMB'nin yürüttüğü geleneksel olmayan para politikası Portekiz açısından etkindir. LPPOR'da ise negatif bir tepki vardır ve sürekli olmuştur. VIX'te ise pozitif bir tepki görülmüştür.



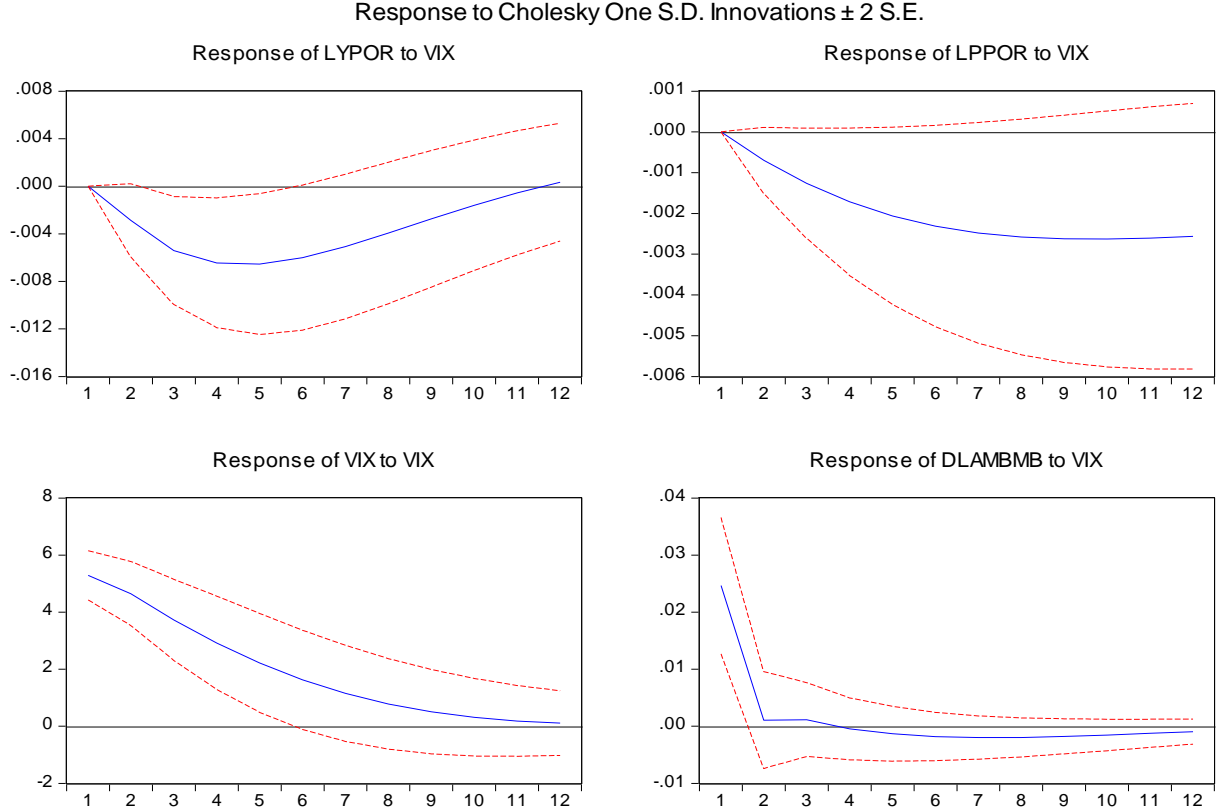
Grafik 3.40 Etki Tepki Fonksiyonları (Portekiz, DLAMBMB'ye şok)

Tablo 3.11'de ise varyans ayrışmaları gösterilmiştir. Birinci dönemde LYPOR değişkeninin varyansının tamamı kendi tarafından açıklanırken 12 dönem sonunda bu oran %65'e düşmüştür. %15'i VIX yaklaşık %5'i DLAMBMB ve %18'i de LPOR tarafından açıklanmıştır.

Tablo 3.11 Varyans Ayraştırma Tablosu (DLYPOR)

	S.E.	LYPOR	LPPOR	VIX	DLAMBMB
1	0.019597	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.025034	97.66428	0.242468	1.314259	0.778990
3	0.028351	93.55393	1.036114	4.660351	0.749604
4	0.030641	88.59015	2.315864	8.422290	0.671697
5	0.032318	83.72715	3.987170	11.67991	0.605768
6	0.033574	79.47693	5.938967	14.02215	0.561958
7	0.034528	75.98454	8.066276	15.41435	0.534839
8	0.035266	73.18648	10.27442	16.02191	0.517195
9	0.035857	70.93119	12.48023	16.08482	0.503764
10	0.036355	69.05395	14.61390	15.84039	0.491751
11	0.036801	67.41599	16.62164	15.48211	0.480267
12	0.037220	65.91915	18.46756	15.14376	0.469532

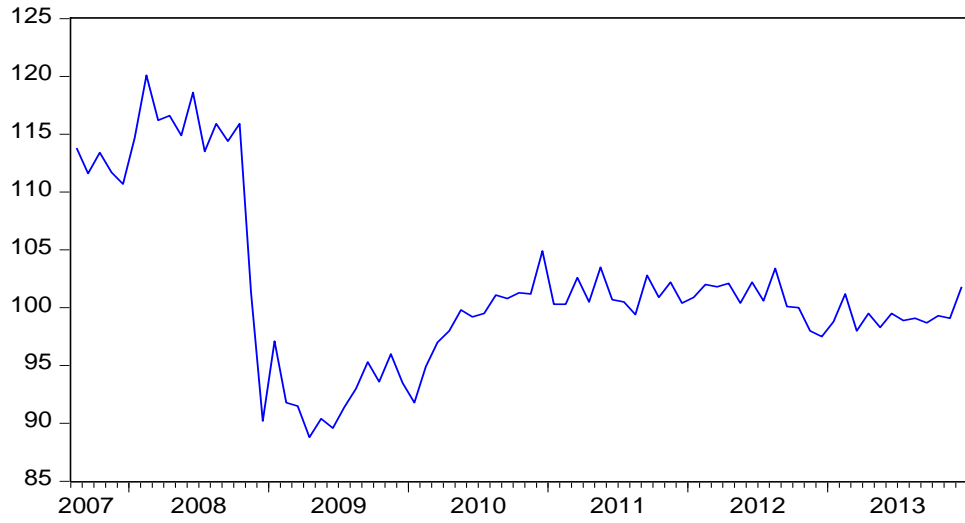
VIX'e verdiğimiz bir şokun tepkileri ise Grafik 3.41'den görüldüğü üzere LYPOR değişkeninde negatif olmuştur ve zamanla etkisini kaybetmiştir. Fiyatlar üzerinde de negatif ve sürekli bir tepkiye yol açmıştır. DLAMBMB ise derhal pozitif bir tepki göstermiş, bu tepki zamanla azalmıştır.



Grafik 3.41 Etki Tepki Fonksiyonları (Portekiz, VIX'e şok)

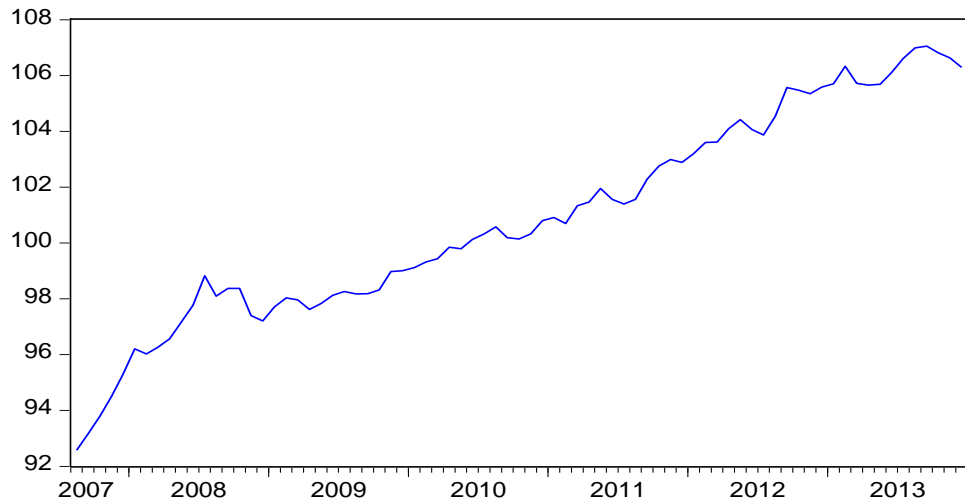
3.2.1.11 Slovenya

Slovenya ikinci bölümde de üzerinde durduğumuz gibi ihtiyatlı makroekonomik tutumu ve finansal kurumlarının daha güvenilir olması ile kriz globalleşince etkilenmiştir. Ancak bağımlı olduğu otomobil, elektronik ve metal sektörleri krizden çok hasar görmüştür. Böylece Ekim 2008’den sonra Aralık 2008’e kadar iki ayda sanayi üretim endeksi yaklaşık %21 değer kaybetmiştir. 2009 Nisan’dan sonra ekonomi toparlanmaya başlamış ancak 2007 Ağustos seviyesine hala ulaşamamıştır.



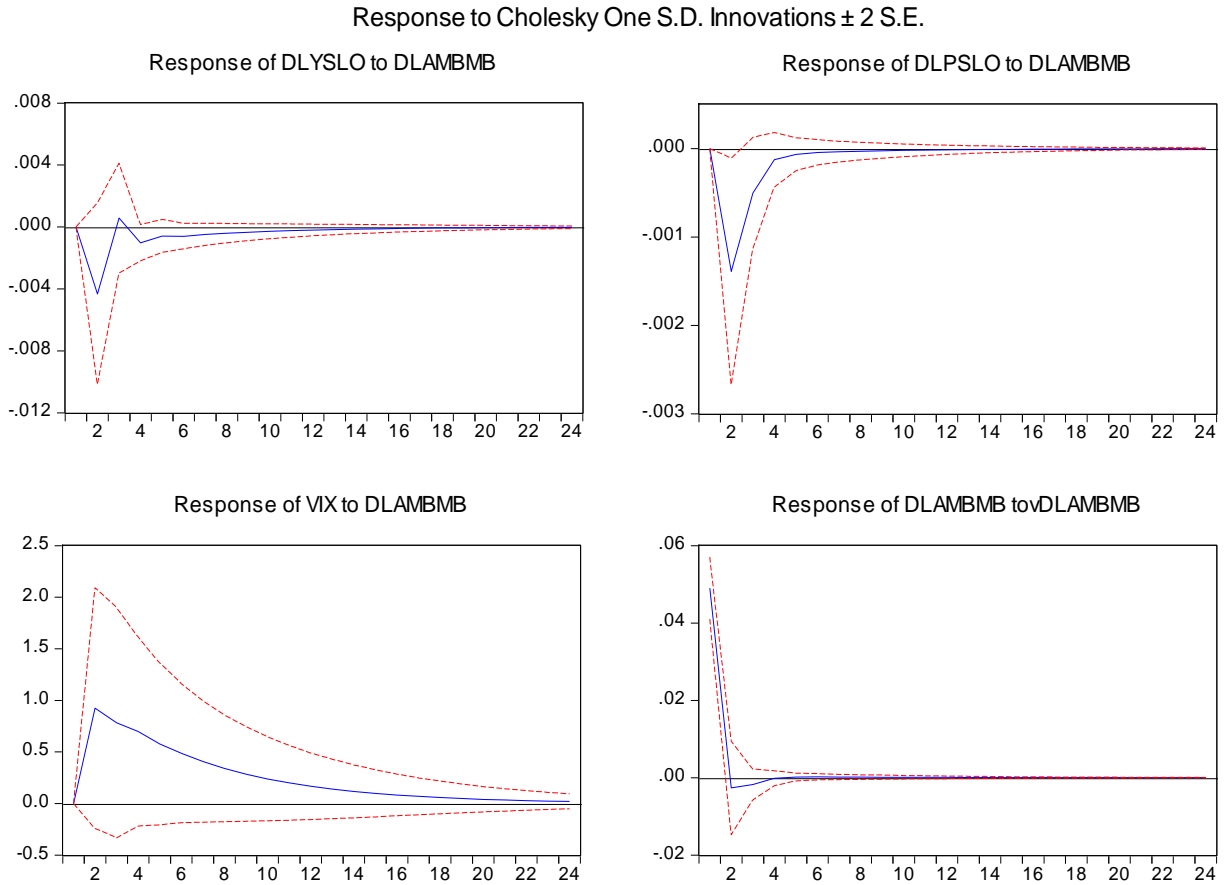
Grafik 3.42 Slovenya Sanayi Üretim Endeksi (YSLO)

Fiyatlarda da Grafik 3.43’de görüldüğü gibi diğer ülkelere benzer bir artış yaşanmıştır. 77 ayda fiyatlar %14 artmıştır.



Grafik 3.43 Slovenya Tüketici Fiyat Endeksi (PSLO)

Slovenya için tahmin edilen modelde gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir. DLAMBMB değişkenine verilen bir şokun neden olduğu tepkiler Grafik 3.44'te gösterilmiştir. Grafikten de takip edildiği üzere şokun DLYSLO değişkeninde yarattığı tepki negatif olmuştur. AMB'nin uyguladığı geleneksel olmayan para politikası Slovenya açısından etkin değildir. DLPSLO'da da benzer şekilde negatif tepki yaratmış ancak VIX'te pozitif bir tepki yaratmıştır.



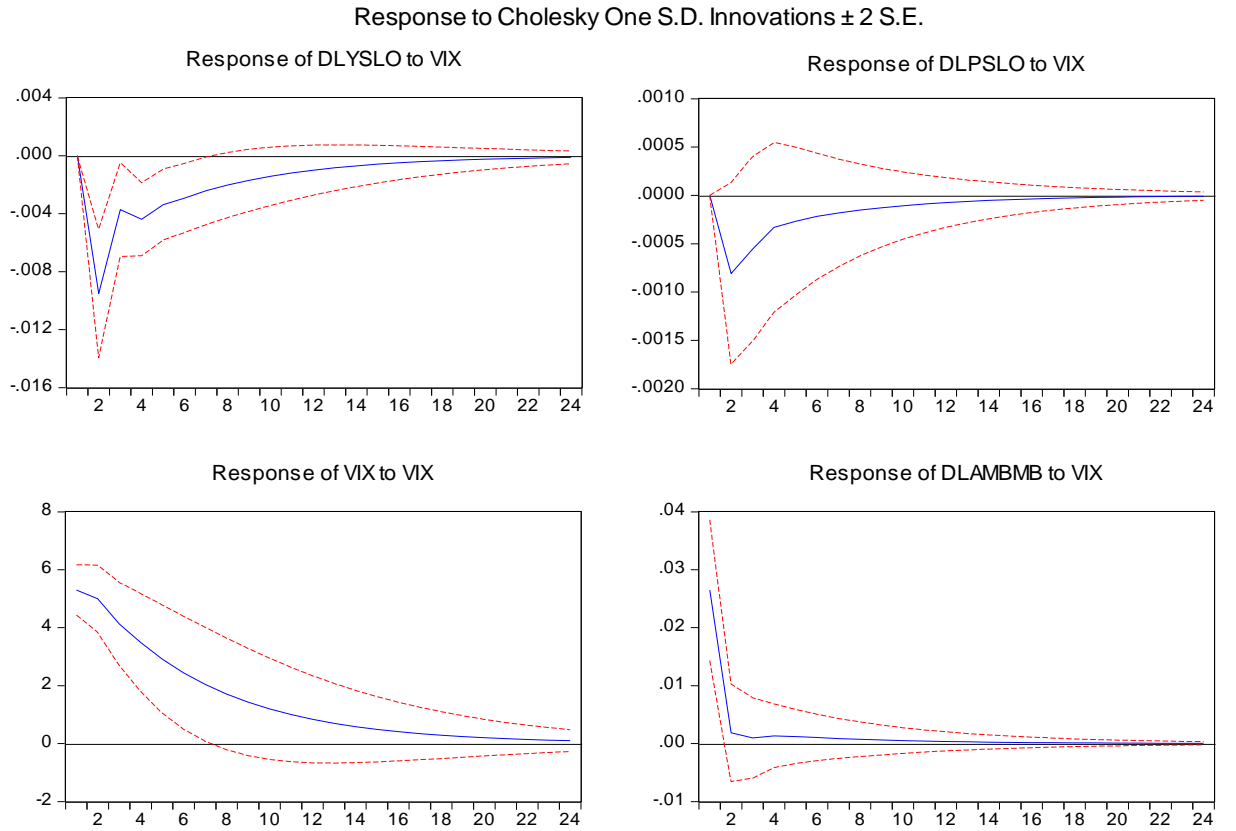
Grafik 3.44 Etki Tepki Fonksiyonları (Slovenya, DLAMBMB'ye şok)

Tablo 3.12'den varyans ayrıştırmalara baktığımızda ise DLYSLO değişkeninin varyansının ilk dönemde %100'ünün kendi tarafından açıklandığını 12 dönem içinde bu oranın azalarak %81'e düştüğünü görüyoruz. DLAMBMB değişkeni bu varyansın %2'lik bir kısmını açıklarken, VIX değişkeni ise yaklaşık %16'sını açıklamaktadır.

Tablo 3.12 Varyans Ayrıştırma Tablosu (DLYSLO)

	S.E.	DLYSLO	DLPSLO	VIX	DLAMBMB
1	0.027004	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.030463	87.64935	0.598004	9.741667	2.010978
3	0.030736	86.34476	0.611478	11.03393	2.009831
4	0.031084	84.54745	0.600105	12.77958	2.072863
5	0.031271	83.53878	0.593015	13.78550	2.082700
6	0.031415	82.79039	0.587667	14.52201	2.099939
7	0.031512	82.28607	0.584072	15.02015	2.109709
8	0.031580	81.93355	0.581556	15.36786	2.117032
9	0.031628	81.68910	0.579811	15.60909	2.121999
10	0.031662	81.51858	0.578595	15.77734	2.125490
11	0.031685	81.39959	0.577746	15.89474	2.127920
12	0.031702	81.31645	0.577152	15.97678	2.129619

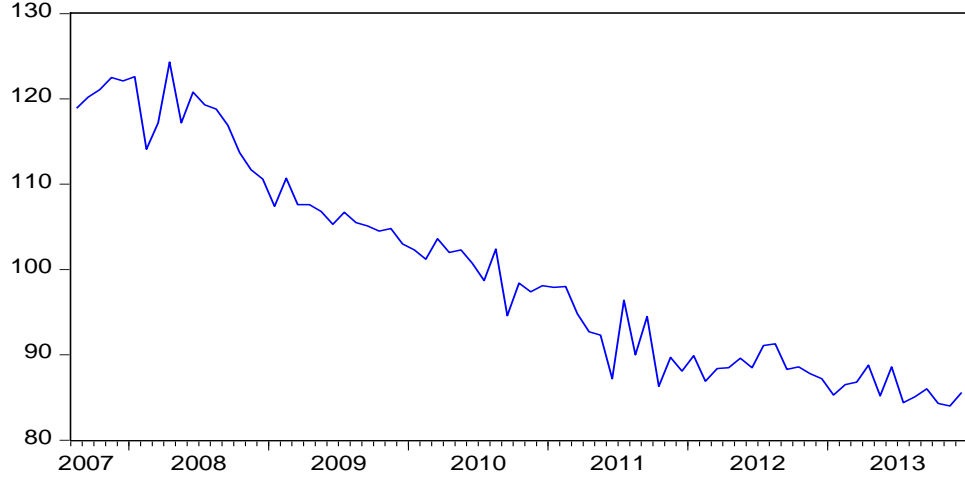
Grafik 3.45'te ise VIX'e bir şok verilmiş ve tepkiler gözlenmiştir. DLYSLO değişkeni negatif bir tepki vermiştir ve 20 dönem sonra kaybolmuştur. DLPSLO değişkeni de negatif bir tepki vermiştir. DLAMBMB'deki tepki ise güçlü pozitif bir tepki olmuştur ve 10 dönem sonra bu tepki kaybolmuştur.



Grafik 3.45 Etki Tepki Fonksiyonları (Slovenya, VIX'e şok)

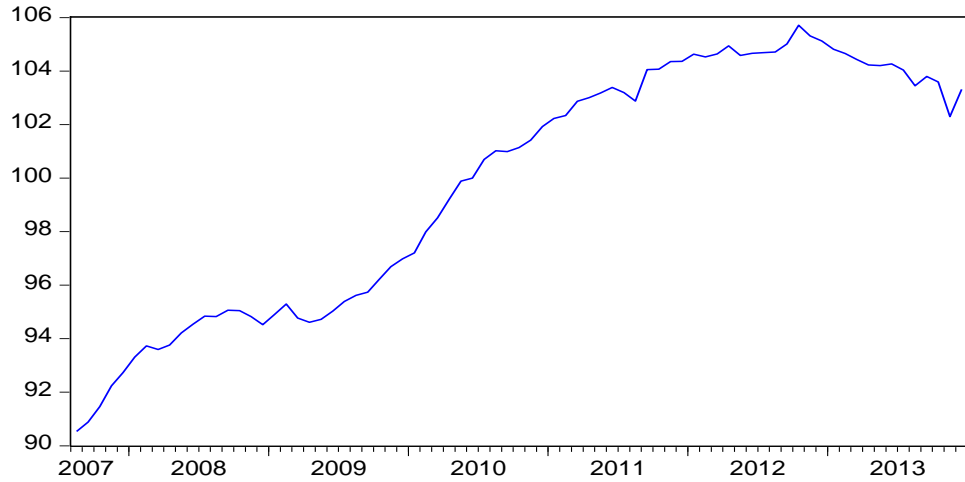
3.2.1.12 Yunanistan

Yunanistan krizden finansal kurumları nedeniyle etkilenmemiştir. Krizden etkilenmesi tüm Dünyada yaşanan talep daralması nedeniyle olmuştur. Ardından 2010 Mayıs ayında borç krizine girmiş ve daralmaya devam etmiştir. 2007 Ağustos ayından 2013 sonunda kadar sanayi üretimi %27 daralmıştır. Grafik 3.46'dan da görüldüğü gibi daralma trendi devam etmektedir.



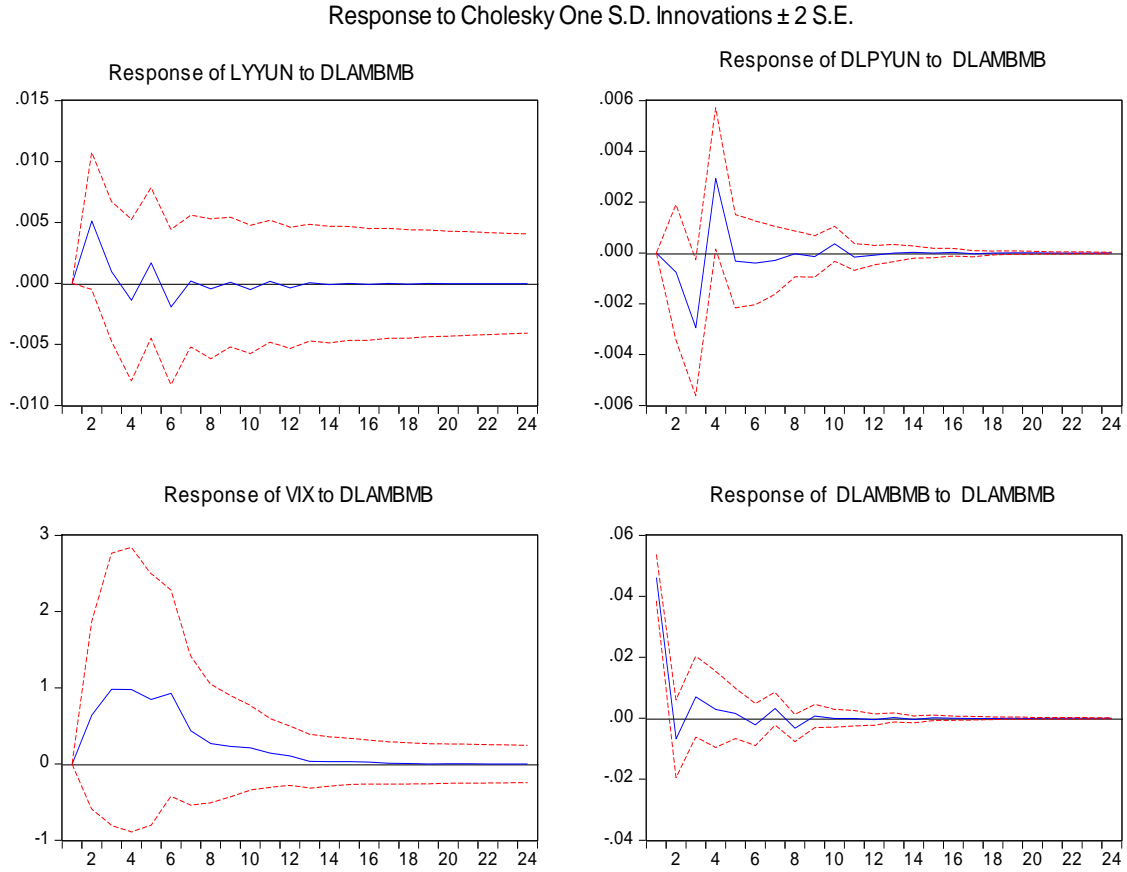
Grafik 3.46 Yunanistan Sanayi Üretim Endeksi (LYUN)

Fiyatlardaki değişim Grafik 3.47'de izlenebilmektedir. 2007 Ağustos'tan 2013 sonuna kadar değişim %16 olmuştur.



Grafik 3.47 Yunanistan Tüketici Fiyat Endeksi (PYUN)

Yunanistan için tahmin edilen modelde gecikme 2 olarak belirlenmiştir. DLAMBMB değişkenine verilen bir şok LYYUN değişkeninde pozitif bir şok yaratmış, zamanla etkisi yok olmuştur. AMB'nin uyguladığı geleneksel olmayan para politikası Yunanistan açısından etkindir. DLPYUN'da ise negatif bir tepki yaratmış sonra pozitif dönmüş ve yok olmuştur. VIX'te ise pozitif tepki yaratmış ve tepki zamanla yok olmuştur.



Grafik 3.48 Etki Tepki Fonksiyonları (Yunanistan, DLAMBMB'ye şok)

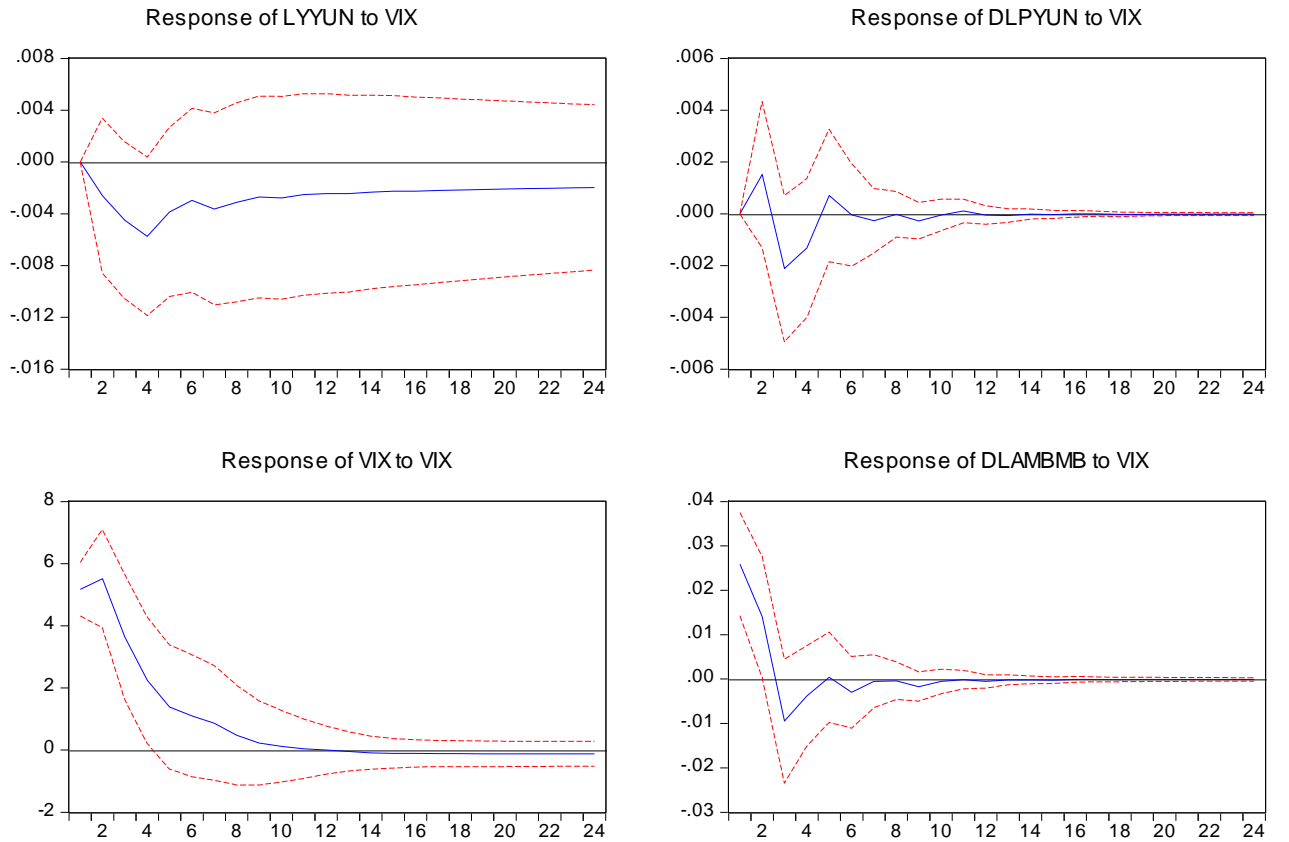
Tablo 3.13'te LYYUN değişkenine ait varyans ayrıştırmaları görülmektedir. LYYUN değişkeninin varyansının tamamı ilk dönemde kendi tarafından belirlenirken, 12 dönem sonunda %91'e düşmüştür. DLAMBMB yaklaşık %2'sini açıklamakta VIX ise %6'sını açıklamaktadır.

Tablo 3.13 Varyans Ayrıştırma Tablosu (LYYUN)

	S.E.	LYYUN	DLPYUN	VIX	DLAMBMB
1	0.023748	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.025086	94.15058	0.598658	1.079482	4.171278
3	0.030333	93.68497	0.417587	2.940029	2.957415
4	0.032601	91.24428	0.362158	5.656719	2.736847
5	0.035357	91.09313	0.350403	6.002012	2.554452
6	0.037198	91.04832	0.316795	6.058203	2.576687
7	0.039159	90.86267	0.484144	6.325682	2.327502
8	0.040786	90.97791	0.452403	6.412470	2.157216
9	0.042311	91.11998	0.507549	6.367297	2.005176
10	0.043734	91.26763	0.481619	6.361034	1.889716
11	0.045044	91.42351	0.483326	6.310122	1.783039
12	0.046296	91.57853	0.475840	6.251480	1.694152

VIX değişkenine verdiğimiz bir şok sonucu da LYYUN değişkeninde negatif bir tepki yaratmış ve bu tepki sürekli olmuştur. DLPYUN'da ise pozitif bir tepki yapmış, bu tepki sonra negatife dönmüş ve sönmüştür.

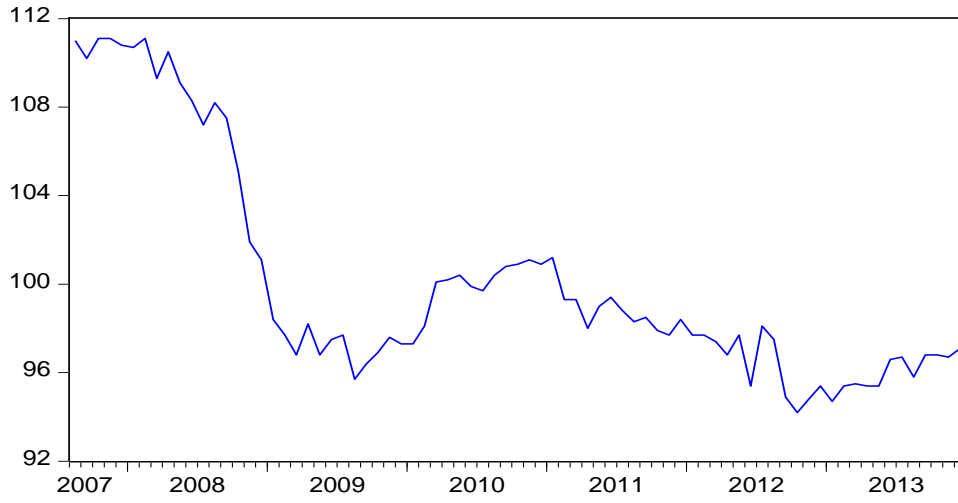
Response to Cholesky One S.D. Innovations \pm 2 S.E.



Grafik 3.49 Etki Tepki Fonksiyonları (Yunanistan, VIX'e şok)

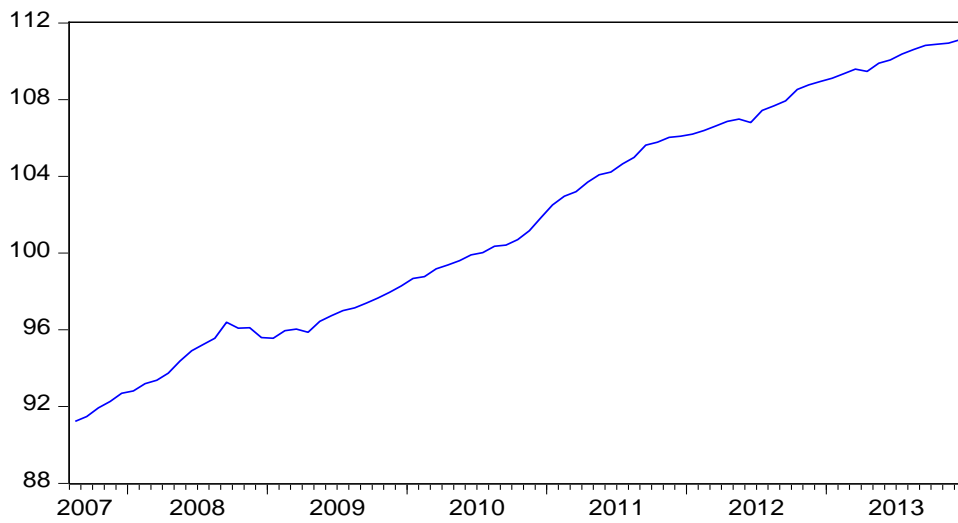
3.2.2 İngiltere

İngiltere daha önce de açıklandığı gibi krizden ilk etkilenen ülkelerden biri olmuştur. Ayrıca finansal sistemin büyüklüğü, riskli yapısı nedeniyle de finansal sektörü daralmış ve finansal kurumlarını kurtarmak zorunda kalmıştır. 2007 Ağustos'tan 2009 Ağustos'a sanayi üretimi %14 daralmıştır. Ekonomi biraz toparlansa da tekrar 2007 Ağustos seviyesine dönememiştir. 2013 sonu itibarı ile 2007 Ağustos seviyesinin %12.5 altındadır.



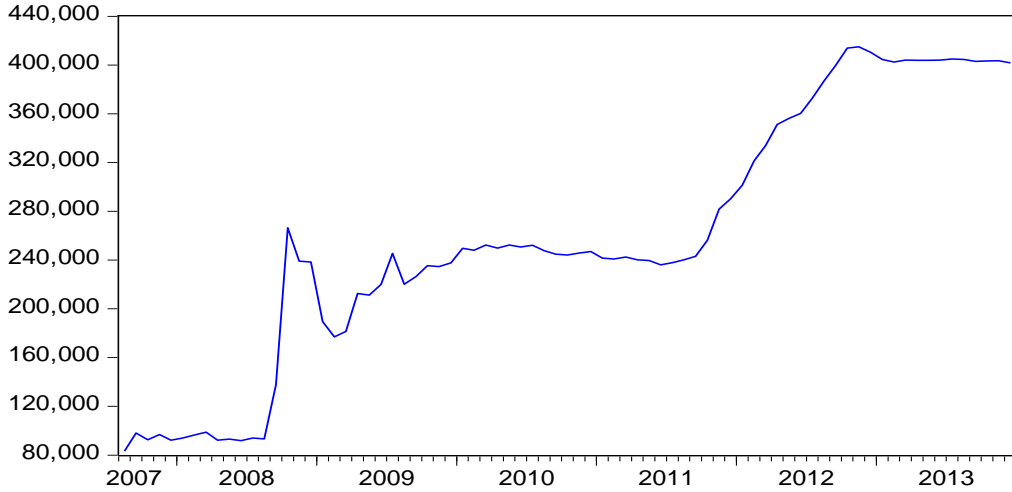
Grafik 3.50 İngiltere Sanayi Üretimi (YING)

Fiyatlardaki artış Grafik 3.51'de gösterilmektedir. Fiyatlarda Euro Bölgesi ülkelerinden daha fazla bir artış gözlemlenmiştir. 77 ayda fiyatlar %22 artmıştır.



Grafik 3.51 İngiltere Tüketici Fiyat Endeksi (PING)

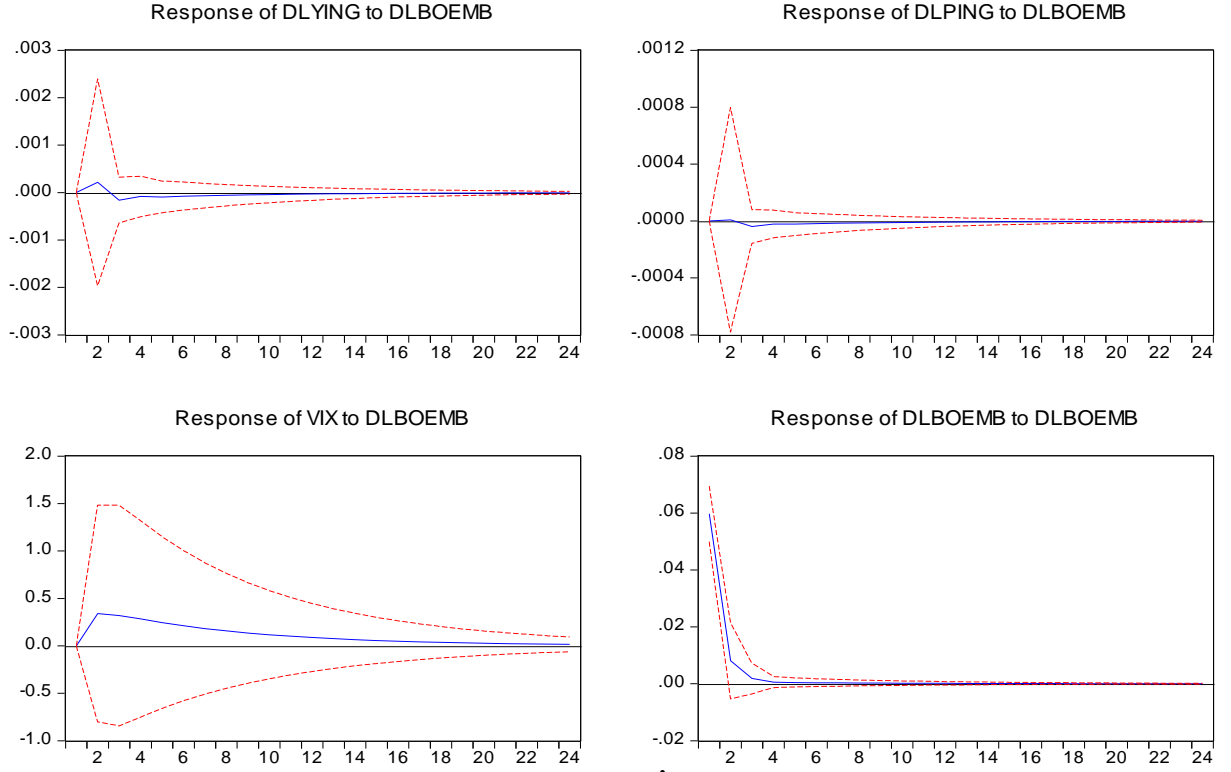
Finansal krizle mücadelede BoE’da geleneksel olmayan para politikası önlemlerine başvurmuş ve bilançosunu arttırmıştır. Grafik 3.52’de BoE toplam varlıklarının büyüklüğü gösterilmiştir. BoE bilançosunu Lehmanın batışından sonra hızla arttırmıştır. Toplam varlıkları 2008 Eylül’den sonra 2.5 katına çıkmıştır. Borç krizinin İspanya ve İtalya’ya sıçramasının ve derinleşmesinin ardından daha da arttırmış ve toplamda 5 katına yaklaşmıştır.



Grafik 3.52 BoE Toplam Varlıkları

İngiltere için tahmin edilen modelde gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir. DLBOEMB değişkenine verilen bir şok DLYING’te pozitif az bir tepkiye neden olmuş ancak bu tepki kısa sürede sönmüştür. VIX’te pozitif bir tepkiye neden olmuş, ancak DLPING’teki tepki sifıra oldukça yakındır.

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



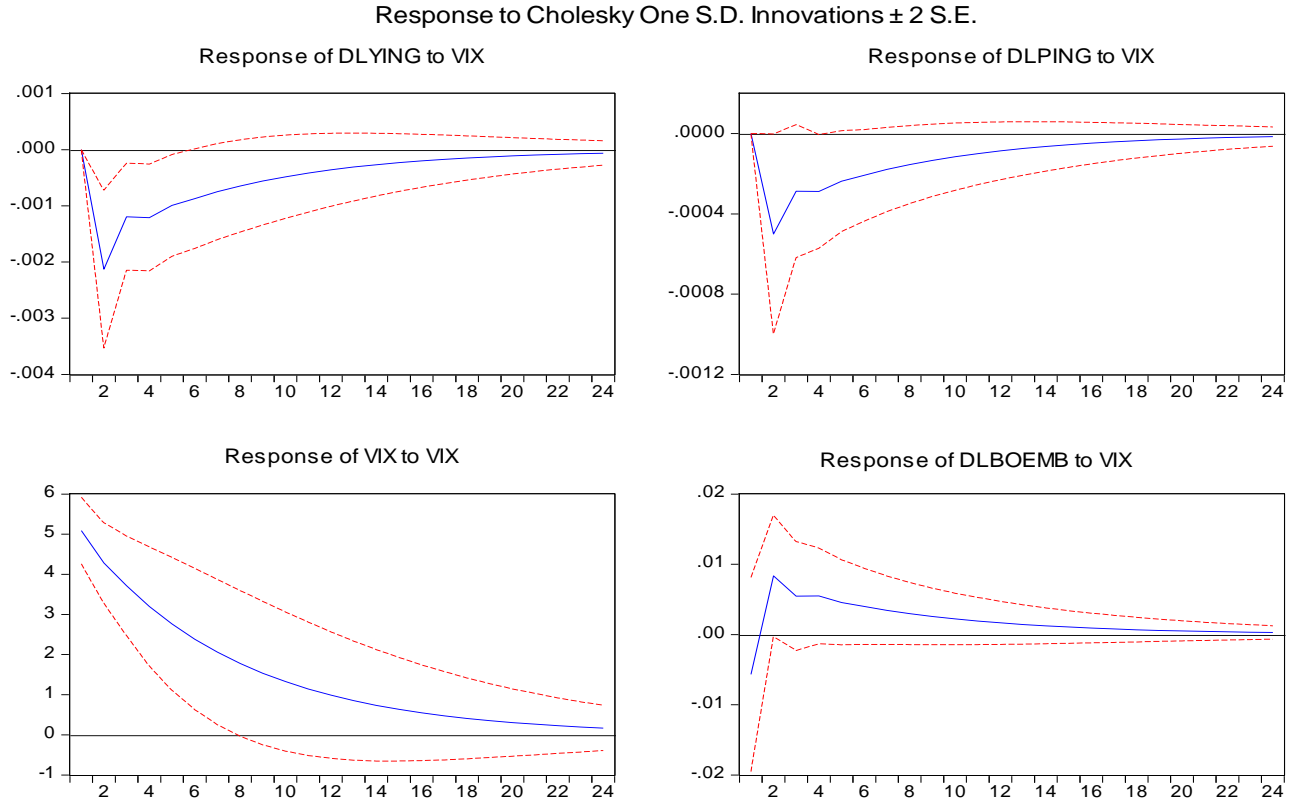
Grafik 3.53 Etki Tepki Fonksiyonları (İngiltere, DLBOEMB'ye şok)

Tablo 3.14'te DLYING'in varyans değişimleri gösterilmiştir. Bu tablodan da görüldüğü üzere DLYING değişkeninin varyansının ilk dönemde tamamı kendi tarafından açıklanırken, bu 12. dönemde %90'a düşmüştür, bu azalmanın çok küçük bir bölümü DLBOEMB tarafından açıklanmış, %9'luk bir kısmı da VIX değişkeni tarafından açıklanmıştır.

Tablo 3.14 Varyans Ayrıştırma Tablosu (DLYING)

	S.E.	DLYING	DLPING	VIX	DLBOEMB
1	0.010230	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.010574	95.76012	0.156219	4.042408	0.041257
3	0.010713	94.60154	0.154341	5.181766	0.062353
4	0.010789	93.37348	0.193784	6.365224	0.067510
5	0.010846	92.58292	0.208082	7.134795	0.074202
6	0.010888	91.97951	0.222019	7.720040	0.078432
7	0.010920	91.54200	0.231386	8.144899	0.081714
8	0.010943	91.21769	0.238515	8.459703	0.084095
9	0.010960	90.97815	0.243734	8.692245	0.085866
10	0.010973	90.80054	0.247616	8.864672	0.087177
11	0.010983	90.66873	0.250493	8.992625	0.088150
12	0.010990	90.57080	0.252632	9.087696	0.088873

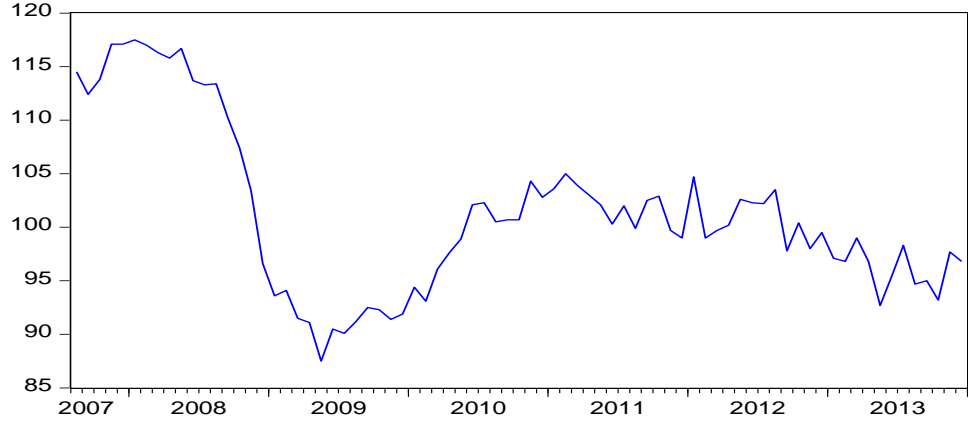
Grafik 3.54’de VIX’e verilen bir şokun tepkilerine bakılmıştır. Buna göre beklenildiği gibi VIX’de pozitif bir şok; DLYİNG’de negatif bir şok yaratmış, bu tepki uzun dönemde sönmüştür. DLPİNG’de de negatif bir tepki yaratmış sonrasında ise sönmüştür. DLBOEMB’nin tepkisi ise beklenildiği gibi pozitif olmuştur.



Grafik 3.54 Etki Tepki Fonksiyonları (İngiltere, VIX’e şok)

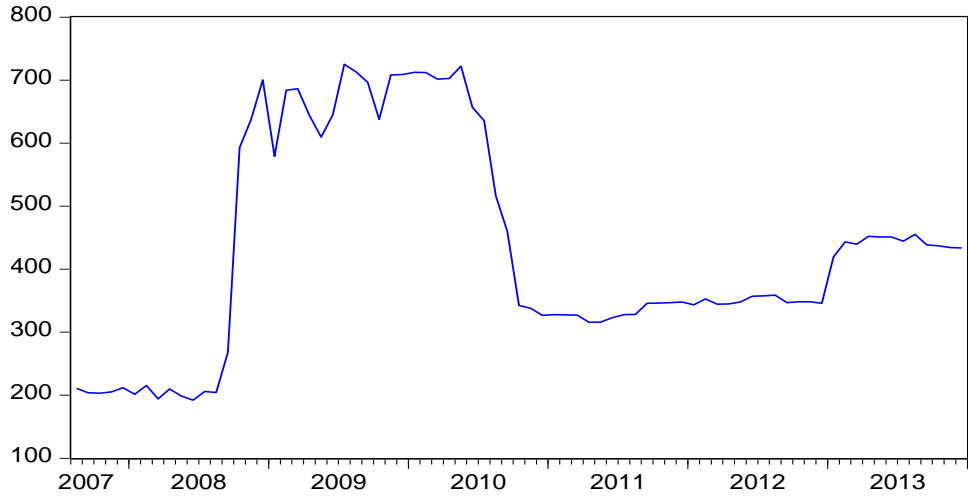
3.2.3 İsveç

İsveç ikinci bölümde üzerinde durulduğu gibi kriz globalleşince etkilenmiştir. Grafik 3.55’te İsveç’te sanayi üretim endeksinin seyri gözlenebilmektedir. Grafikten görüldüğü üzere üretim 2008 Eylül’den itibaren düşüşe geçmiş ve 2009 Mayıs’a kadar %22 daralmıştır. Sonrasında toparlansa da kriz öncesi seviyesine ulaşamamıştır.



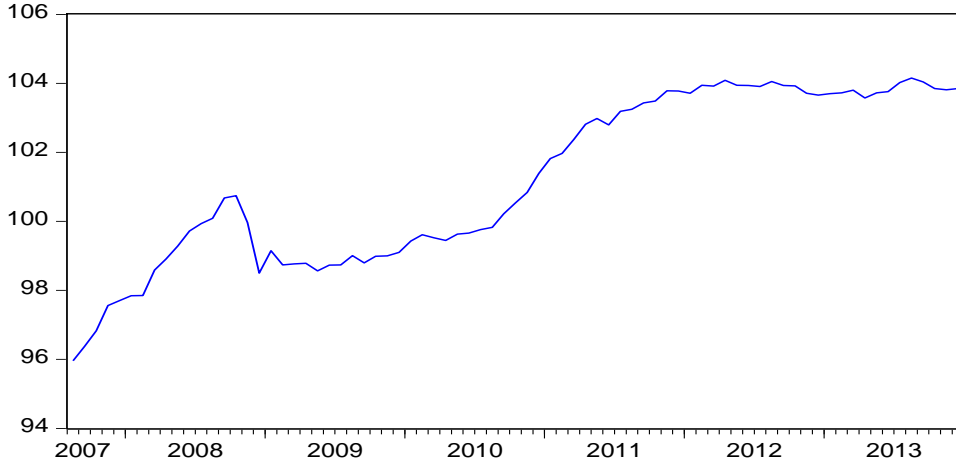
Grafik 3.55 İsveç Sanayi Üretim Endeksi (YİSV)

İsveç Merkez Bankası Riksbank, geleneksel olmayan para politikaları uygulamış ve toplam varlıklarını arttırmıştır. Ancak bu artış BoE kadar olmamıştır. Grafik 3.56’da Riksbank’ın toplam varlıklarının seyri gözlenmektedir. Ağustos 2008’den Aralık 2008’e kadar 2.4 katına ulaşmıştır. 2010’un ikinci yarısında tekrar düşürmüştür. 2013’ün başında yeniden bir miktar arttırmıştır.



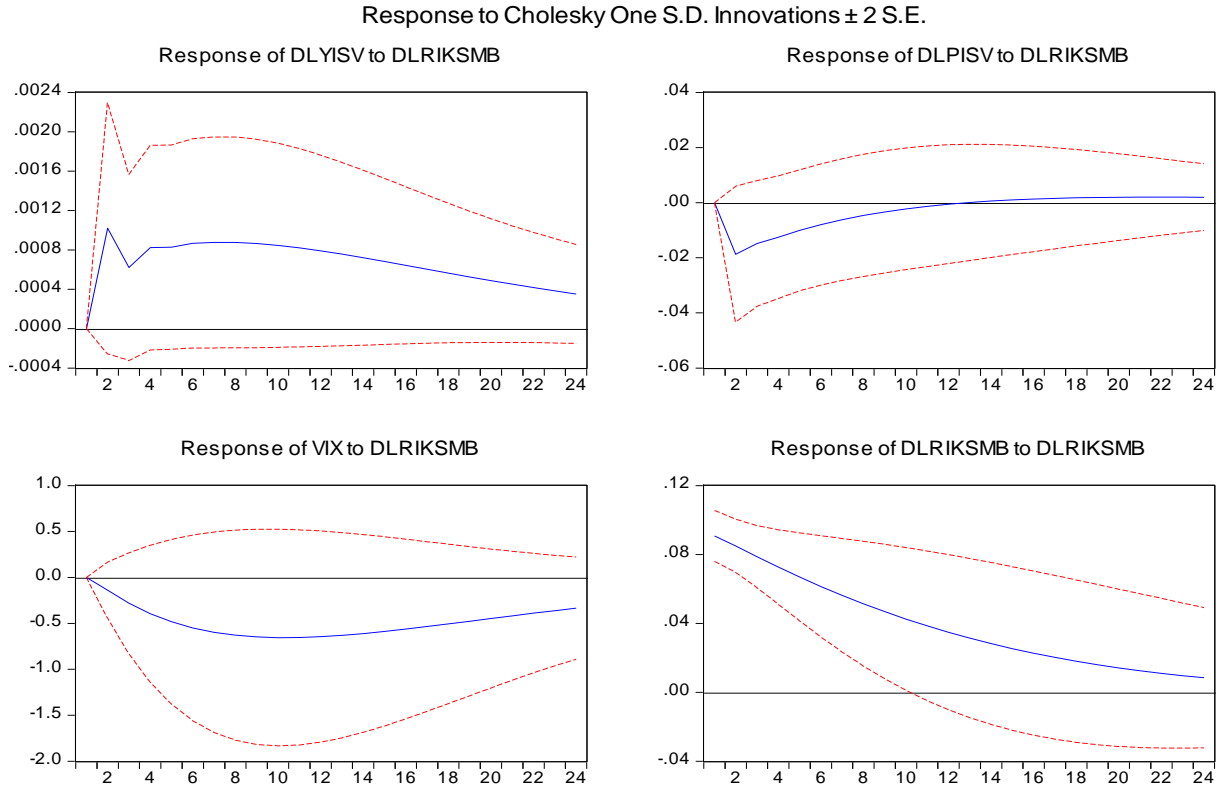
Grafik 3.56 Riksbank Toplam Varlıkları

Fiyatlarda ise 77 dönemde %9’luk bir artış yaşanmıştır. Grafik 3.57’de bu artış ortaya konmuştur.



Grafik 3.57 İsveç Tüketici Fiyat Endeksi (PISV)

İsveç için tahmin edilen modelde gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir. DLRIKSMB'na verilen bir şokun etkisinin DLYİSV değişkeni üzerindeki yarıttığı tepkiye bakılmıştır. Pozitif bir tepki yaratmış ve bu tepki de uzun süreli olmuştur. Riksbank'ın geleneksel olmayan para politikası etkindir.



Grafik 3.58 Etki Tepki Fonksiyonları (İsveç, DLRIKSMB'ye şok)

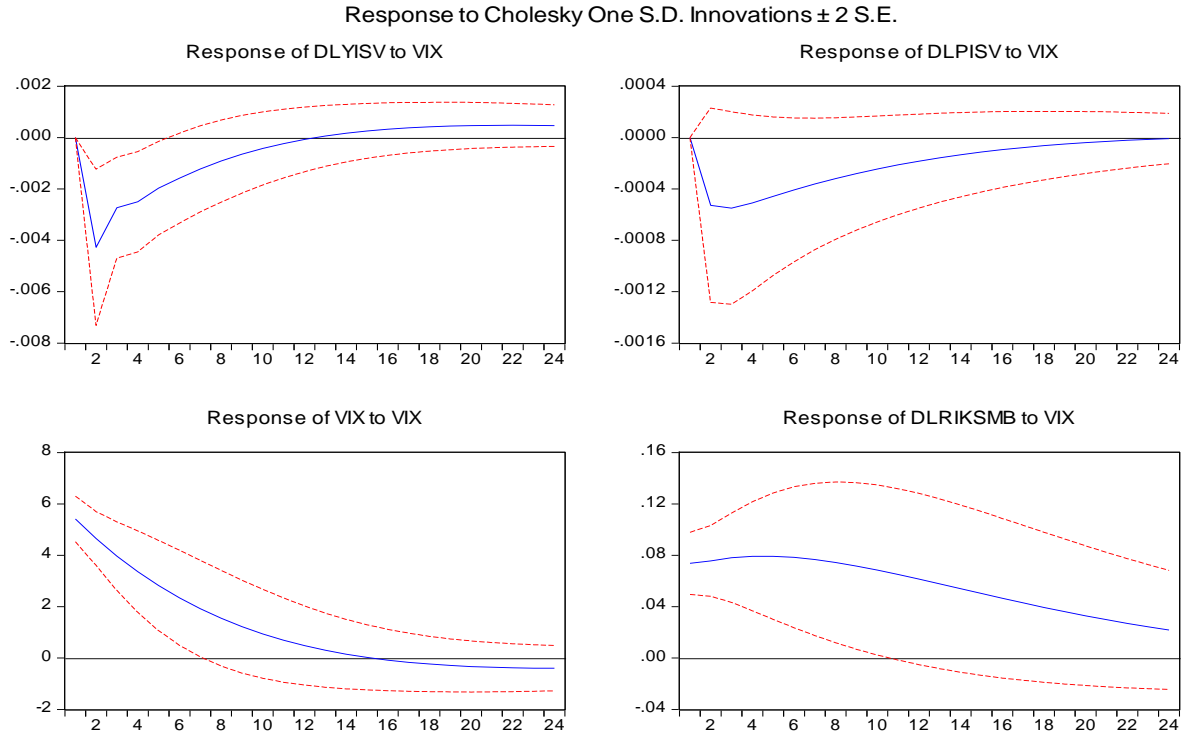
DLYISV'nin varyans ayrıştırmaları Tablo 3.15'te gösterilmiştir. Tabloya göre DLYISV değişkeninin varyansının tamamı kendi tarafından açıklanırken zamanla bu

azalmış ve %88'e düşmüştür. 12. dönemde varyansın %1.28'i DLRIKSMB değişkeni tarafından açıklanırken %6.56'sı VIX tarafından açıklanmıştır.

Tablo 3.15 Varyans Ayrıştırma Tablosu (DLYISV)

	S.E.	DLYISV	DLPISV	VIX	DLRIKSMB
1	0.022531	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.023851	94.31073	2.776506	2.729727	0.183036
3	0.024223	92.18057	3.419448	4.156574	0.243407
4	0.024375	91.05314	3.401793	5.190844	0.354227
5	0.024484	90.26153	3.464837	5.808320	0.465310
6	0.024555	89.74062	3.487828	6.184398	0.587149
7	0.024604	89.38350	3.509572	6.395658	0.711275
8	0.024638	89.13618	3.523224	6.505012	0.835586
9	0.024663	88.95792	3.532402	6.552875	0.956806
10	0.024681	88.82264	3.537735	6.566829	1.072798
11	0.024697	88.71307	3.540297	6.564764	1.181869
12	0.024710	88.61838	3.540812	6.557892	1.282915

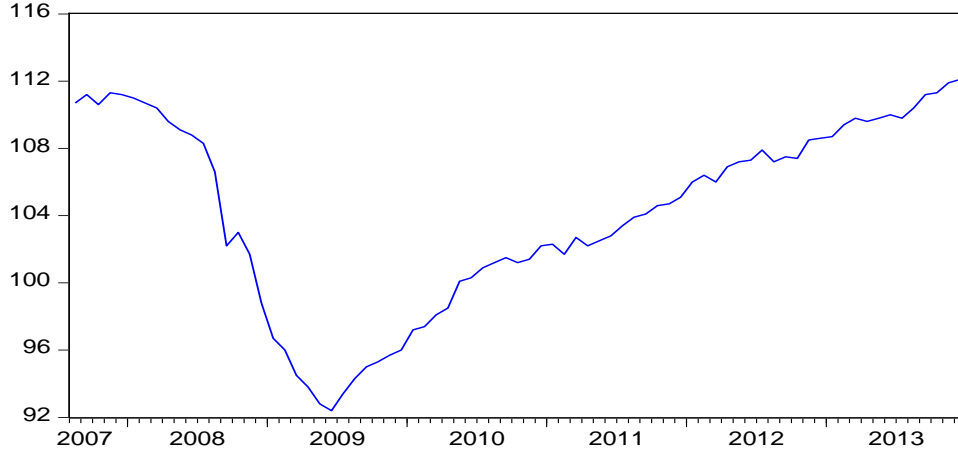
VIX değişkenine verdiğimiz bir şokun yarattığı tepkileri ise Grafik 3.59'da görülmektedir. Etki tepki fonksiyonlarının ortaya koyduğu üzere VIX'teki bir şok DLYISV değişkeninde negatif bir tepki yaratmıştır. Bu tepki ise zamanla azalmıştır. Zamanla bu tepki ortadan kalkmıştır. DLPISV'te negatif, DLRIKSMB'de ise pozitif bir tepkiye yol açmıştır.



Grafik 3.59 Etki Tepki Fonksiyonları (İsveç, VIX'e şok)

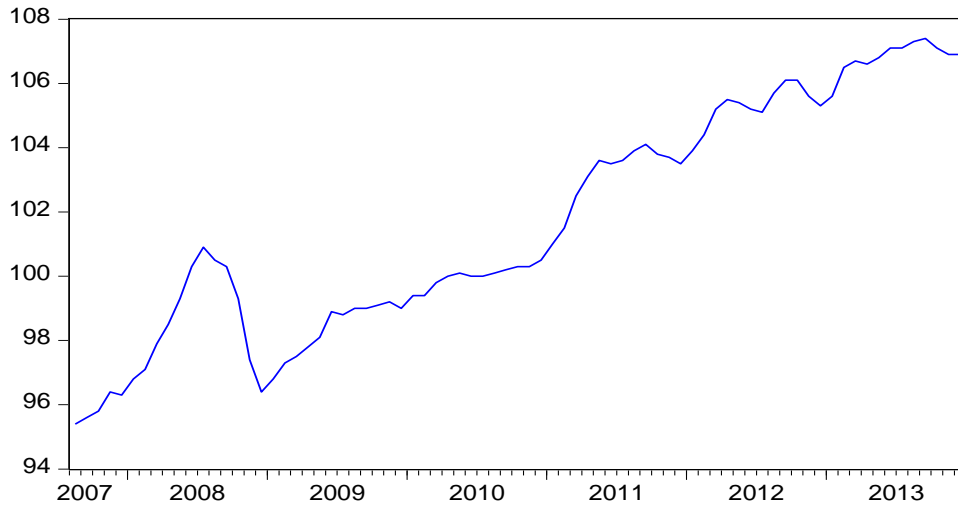
3.2.4 ABD

Global Finansal Kriz, ABD piyasalarında ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla 2007 Ağustos'tan itibaren daralmaya başlayan üretim 2009 Hazirana kadar daralmış ardından toparlanmaya başlamıştır. 2013 Ağustos ayında eski seviyesine dönmüştür.



Grafik 3.60 ABD Sanayi Üretimi (YABD)

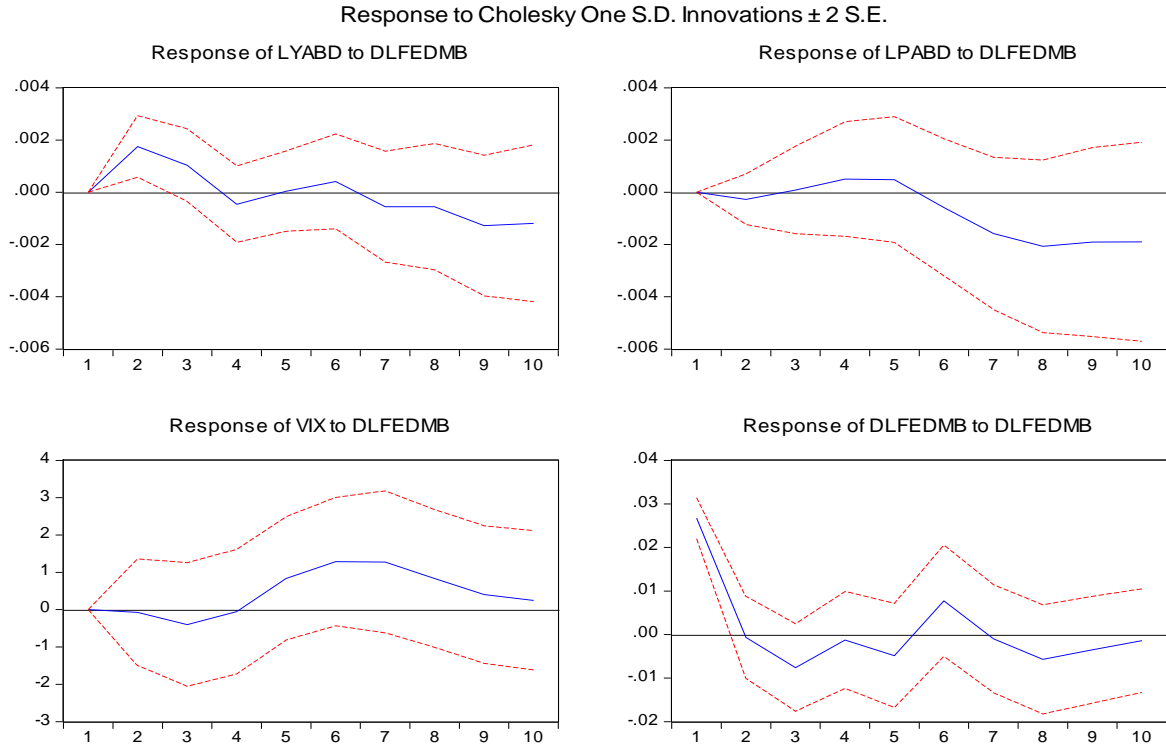
Fiyatlarda Grafik 3.61'den görüldüğü üzere ılımlı bir yükseliş yaşanmıştır. Tüketici fiyat endeksi 77 ayda %12 artmıştır.



Grafik 3.61 ABD Tüketici Fiyat Endeksi (PABD)

ABD için tahmin edilen modelde gecikme uzunluğu 3 bulunmuştur. Bu modele göre FED'in Merkez Bankası varlıklarına verilen bir şok LYABD değişkeninde pozitif bir tepkiye yol açmıştır. Fed'in uyguladığı geleneksel olmayan para politikası etkindir.

Fiyatlarda da tepki pozitiftir, altıncı dönemden sonra negatife dönmüştür. VIX'te ise ilk tepki negatif, sonra ise pozitif olmuştur.

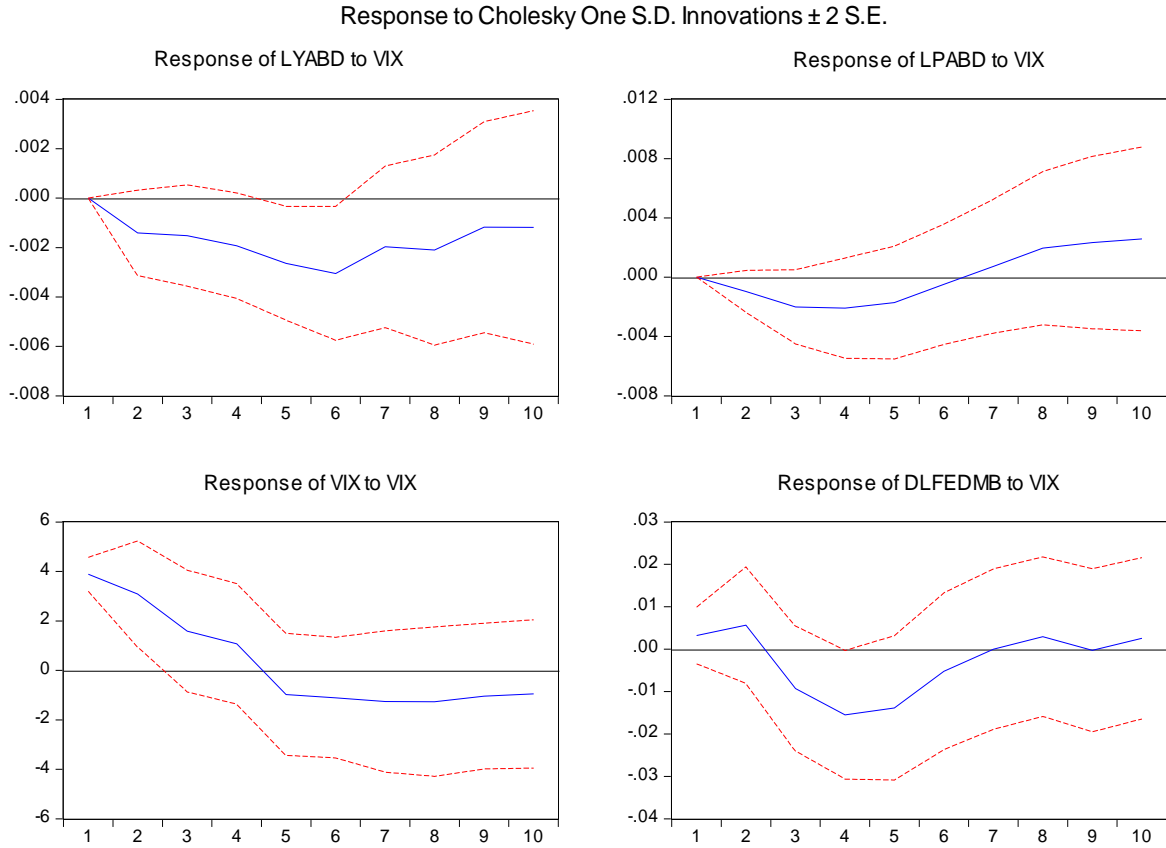


Tablo 3.16'da varyans ayrıştırmaları yer almaktadır. Tabloya göre LYABD değişkeninin birinci dönemde tamamı kendi tarafından açıklanırken oniki dönem sonunda azalmış ve %18'i kendi tarafından açıklanmıştır. DLFEDMB bu varyansın %4'ünü açıklamaktadır. %12'si ise VIX tarafından açıklanmıştır.

Tablo 3.16 Varyans Ayrıştırma Tablosu (LYABD)

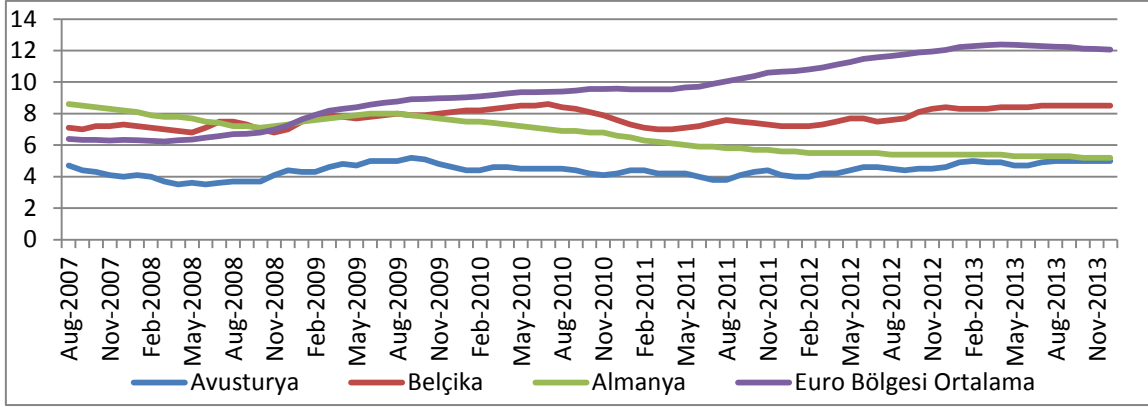
Period	S.E.	LYABD	LPABD	VIX	DLFEDMB
1	0.003658	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.004507	67.21327	7.904021	9.797323	15.08538
3	0.004982	59.26867	6.801683	17.28641	16.64323
4	0.005403	50.41832	7.231359	27.47583	14.87449
5	0.006435	36.54892	16.77398	36.18546	10.49164
6	0.007663	30.15168	20.82314	41.33588	7.689293
7	0.009022	24.46357	35.02646	34.58792	5.922053
8	0.010216	22.48641	41.39909	31.20440	4.910101
9	0.011544	21.87361	47.57664	25.48108	5.068665
10	0.013629	20.93479	55.63024	19.03914	4.395828
11	0.015444	19.17943	61.78867	15.01679	4.015111
12	0.016979	18.70782	64.62097	12.73334	3.937874

VIX değişkenine verdiğimiz bir şokun tepkileri ise Grafik 3.63'te görülmektedir. VIX'e verilen bir şok; LYABD değişkeninde negatif bir tepki yaratmıştır. LPABD'de de negatif bir tepkiyle sonuçlanmış, yedinci dönemden sonra pozitif dönmüştür.



3.3 Değerlendirme

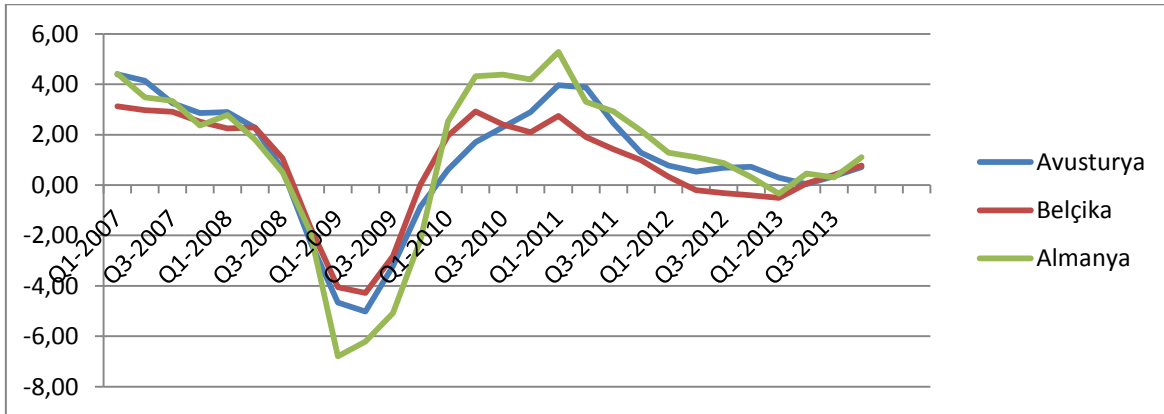
Bir önceki bölümde 15 ayrı ülke için yaptığımız uygulamanın değerlendirilmesine geçmeden önce yapılan analizlerde dikkat çeken nokta; krizden toparlanma hızlarına göre ülkelerin üç grupta toplanabileceğidir. İlk grupta Almanya, Avusturya ve Belçika'nın diğer ülkelerden farklı olarak hızla toparlanmışlardır. Bu ülkeler üretimlerini kriz öncesi seviyeye çıkarabilmişlerdir. Bu durum istihdam piyasasından da takip edilebilir. Grafik 3.64'de Avusturya, Belçika ve Almanya'nın işsizlik oranları görülmektedir.



Kaynak: OECD Veritabanı

Grafik 3.64 İşsizlik Oranları (Avusturya, Belçika, Almanya)

2008 öncesi Belçika ve Almanya'nın işsizlik oranları ortalamanın üzerindeyken, Yunanistan, İspanya gibi ülkelerde işsizliğin artması ile birlikte ortalama da artmış ve bu ülkeler ortalamanın altında kalmıştır. Aslında Belçika'da ve işsizlik oranlarında çok bir değişiklik olmamıştır, Avusturyada da işsizlik oranları düşüktür ve bu seviyede kalmıştır. Almanya ise krizde işsizlik oranını düşürmüştür. İşsizlik 2013 sonunda %5.2'ye gerilemiştir. Dustman, vd. (2014), 2000'lerin başında Almanya'nın "Avrupa'nın hasta adamı" olarak nitelendirilirken, bugün "ekonomik süperstar" a dönüştüğünün altını çizmektedirler. Bunu da 1990'lı yıllardan beri uygulanan işgücü piyasasında esnekliğin artmasına bağlamışlardır. Bu esneklik Almanya'da krizle mücadelede avantaj sağlamış ve rekabet gücünü arttırmıştır.¹⁶⁹

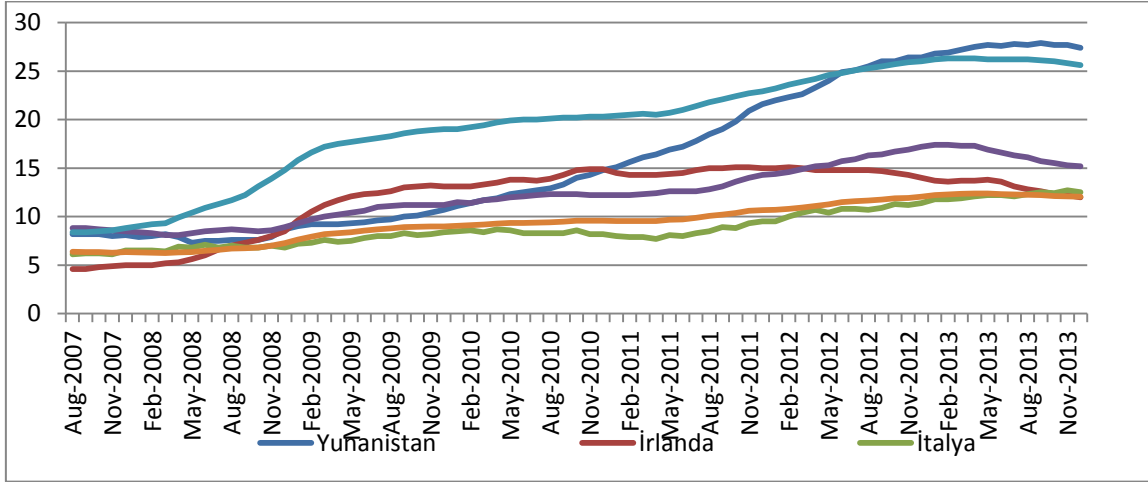


Kaynak: OECD Veritabanı

Grafik 3.65 Reel GSYİH Büyüme Oranları

¹⁶⁹ İşgücüne katılım oranlarına baktığımızda ise Almanya'da 2007'de %59 seviyesinden 2012'de %61'e yükselmiştir. Avusturya'da ise işgücü katılım oranı 2007'deki %61'lik seviyesini korumaktadır. Belçika'da ise %54'ten %53'e düşmüştür (Bkz. AMECO Veritabanı)

Grafik 3.65'te ise bu ülkelerdeki reel büyüme oranları gösterilmiştir. Benzer büyüme oranlarına sahip olan ülkeler, 2010'dan sonra pozitif büyümeye geçmişlerdir. Ancak 2013'ün sonlarına doğru büyüme yeniden sıfıra yaklaşmış, hatta negatife dönmüştür.

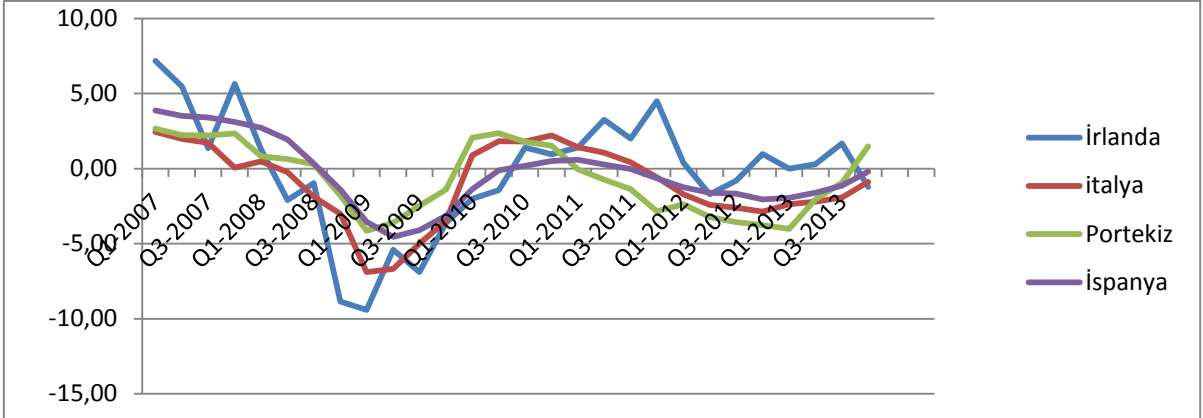


Kaynak: OECD Veritabanı

Grafik 3.66 İşsizlik Oranları (Yunanistan, İrlanda, İspanya, Portekiz, İtalya)

Avrupa'nın borç krizine girmiş, ikinci grup ülkelerinde ise (Yunanistan, İrlanda, Portekiz, İtalya ve İspanya) üretim kriz öncesi düzeyin oldukça altında kalmıştır. Bu ülkeleri Global Finansal Kriz vurduktan sonra Borç Krizi daha da çok etkilemiş ve toparlanmalarının önüne geçmiştir. Bu ülkelerde işsizlikte de hızlı artışlar yaşanmıştır. İşsizlik; Yunanistan ve İspanya'da %25 bandını aşmış, hatta İspanya'da %30'a yaklaşmıştır. Bu ülkelere sadece İtalya'da işsizlik Euro Bölgesi ortalaması civarında seyretmiştir.¹⁷⁰ Grafik 3.67'de de bu ülkelerde GSYİH büyüme rakamlarına yer verilmiştir. İrlanda diğer ekonomilere göre daha çok daralmış ancak daha çabuk toparlanmıştır.

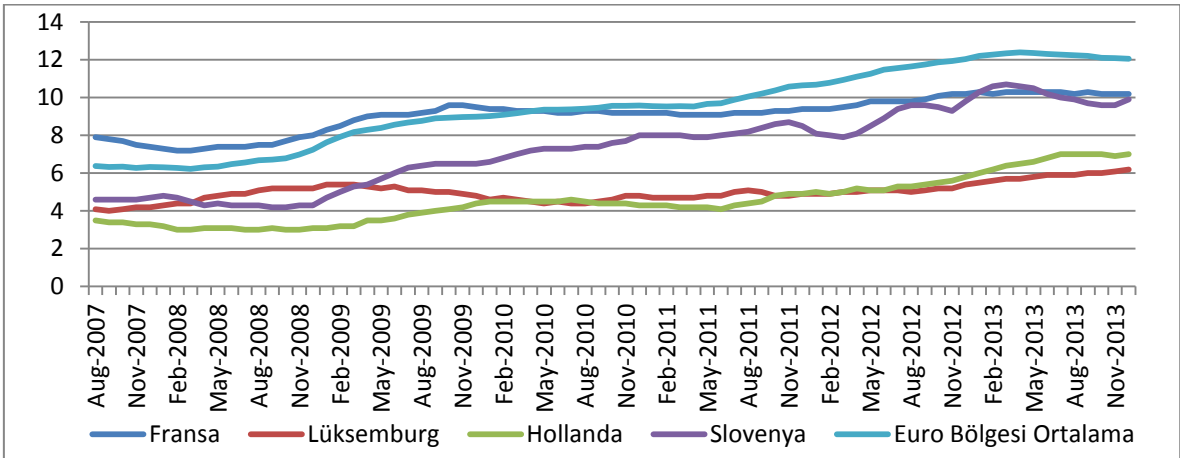
¹⁷⁰ İrlanda'da işgücü katılım oranı 2007'de %64'ten 2012'de %60'a gerilemiştir. Portekiz'de ise aynı dönemde %63'ten %61'e düşmüştür. İtalya'da %49 ve Yunanistan'da ise %53 olan bu oran kriz boyunca aynı seviyede kalmıştır. İspanya'da ise %58'den %59'a yükselmiştir (Bkz. AMECO Veritabanı).



Kaynak: OECD Veritabanı

Grafik 3.67 Reel GSYİH Büyüme Oranları

Bu ülkeler dışında üçüncü grup ülkeler; Fransa, Hollanda, Lüksemburg ve Slovenya'da ise toparlanma görülmesine rağmen üretim kriz öncesi düzeyi yakalayamamıştır. Bu ülkelerde işsizlik oranları Grafik 3.68'de gösterilmiştir. Hollanda ve Lüksemburg'da işsizlik düşük seyrederken, Fransa'da daha yüksek seyretmiştir. Slovenya'daki artış ise dikkat çekicidir. Ağustos 2007'de işsizlik oranı %5'in altındayken, 2013'un başında %10'u geçmiştir.¹⁷¹

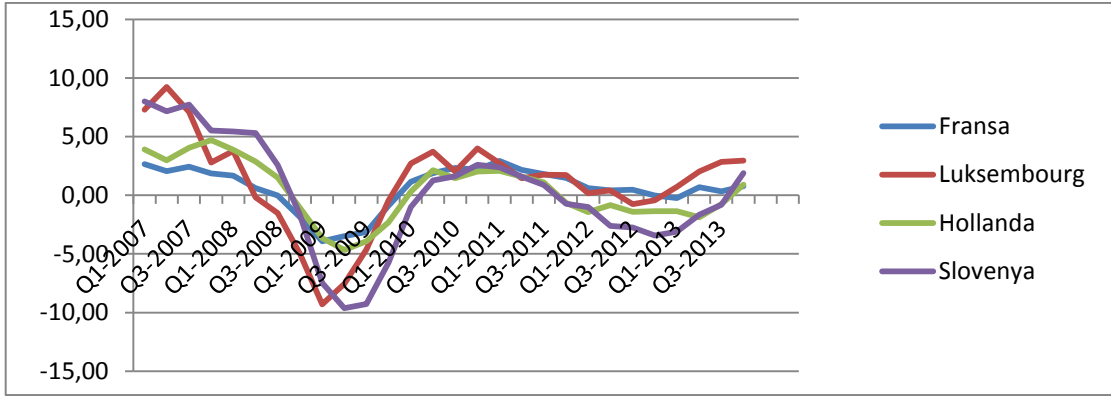


Kaynak: OECD Veritabanı

Grafik 3.68 İşsizlik Oranları (Fransa, Hollanda, Lüksemburg, Slovenya)

Grafik 3.69'da ise Reel GSYİH büyüme oranları gösterilmiştir. Benzer şekilde daralan ekonomiler 2010'dan sonra pozitif büyüme oranı kaydetmişler ancak 2012'de yine daralma sürecine girmişlerdir.

¹⁷¹ İşgücüne katılım oranlarına baktığımızda ise Hollanda'da 2007'deki %66 seviyesinden 2012'de %65'e, Slovenya'da ise %60'tan %58'e gerilemiştir. Fransa'da bu dönemde %56 seviyesini korumuş, Lüksemburg'da ise bu dönemde %55'ten %58'e çıkmıştır (Bkz. AMECO Veritabanı).



Kaynak: OECD Veritabanı

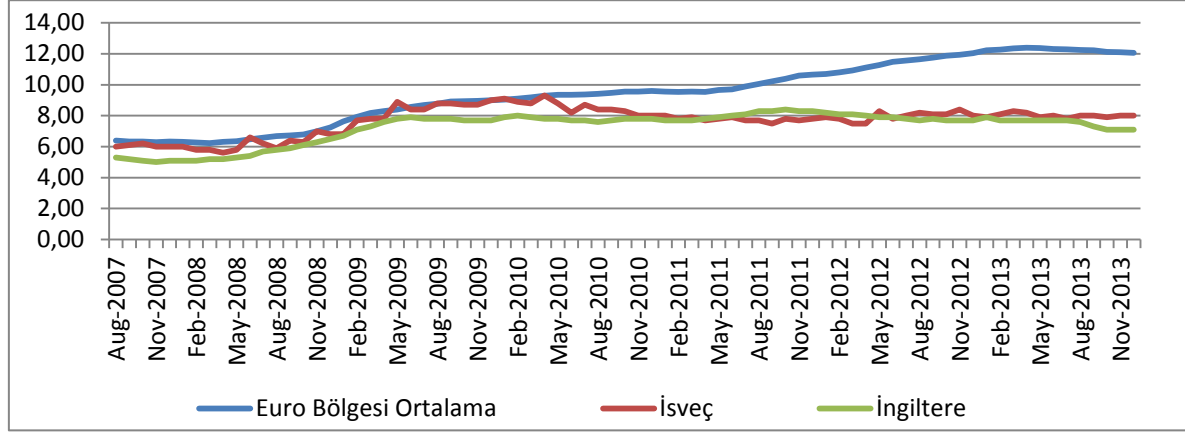
Grafik 3.69 Reel GSYİH Büyüme Oranları

Kısaca; Almanya, Belçika ve Avusturya kriz sonrası üretimlerini eski seviyesine döndürebilmişlerdir. Fransa, Hollanda, Slovenya ve Lüksemburg'da da toparlanma olmuş ancak bu toparlanma yeterli düzeye ulaşamamıştır. Borç krizine giren ülkelerde ise daha da fazla bir daralma yaşanmıştır. İspanya ve Yunanistan gibi ülkelerde bu durum istihdam piyasasında kendini hissettirmektedir.

Euro Bölgesi dışında kalan İngiltere ve İsveç'te de toparlanma olmuş ancak bu ülkelerde de kriz öncesi düzey yaklaşamamıştır. İngiltere, EPB'nin lider ülkesi Almaya'ya göre daha yavaş bir büyüme göstermiştir. Bu farkın altında yatan neden ise Almanya'da ihracatın İngiltere'ye göre daha hızlı toparlanmasıdır. 2010 yılında Almanya'nın ihracat hacmi bir önceki yıla göre %15.2 artarken, İngiltere'de sadece %6.7 artmıştır. 2011 yılında da benzer şekilde ihracat hacmi Almanya'da %8 artarken, İngiltere'de %4.4 artmıştır. Bu artışın en önemli nedenlerinden biri Almanya'nın merkezileşmiş işgücü sendikaları nedeniyle ücretlerde artışın sınırlı olmasıdır. Nominal işgücü birim maliyeti 2005-2010 yılları arasında toplamda %5 artış gösterirken, İngiltere'de aynı dönemde %12 artış göstermiştir. Diğer bir neden ise iki ülke arasında verimlilik farklarıdır. Almanya'da verimlilik İngiltere'ye göre daha yüksektir. Almanya'da 2010 yılında çalışılan saat başına yaratılan GSYİH \$48 iken, İngiltere'de \$42'dir. Bu da Almanya'nın ihracatının artmasında önemli bir etmendir.

Ancak Borç Krizinin devam etmesi ve en önemli ticari partnerleri olan diğer AB ülkelerinin toparlanamaması nedeniyle, Almanya'nın ihraç mallarına olan talep

azalmıştır.¹⁷² Almanya’da ihracat hacmi de bu doğrultuda azalmaya başlamıştır. 2012 yılında ihracat hacmi %3.2 artarken, 2013 yılında artış sadece %0.7 olmuştur. Büyüme oranları da benzer şekilde düşmüş ve İngiltere’nin büyüme oranlarının altında kalmıştır.



Kaynak: OECD Veritabanı

Grafik 3.70 İşsizlik Oranları (İngiltere ve İsveç)

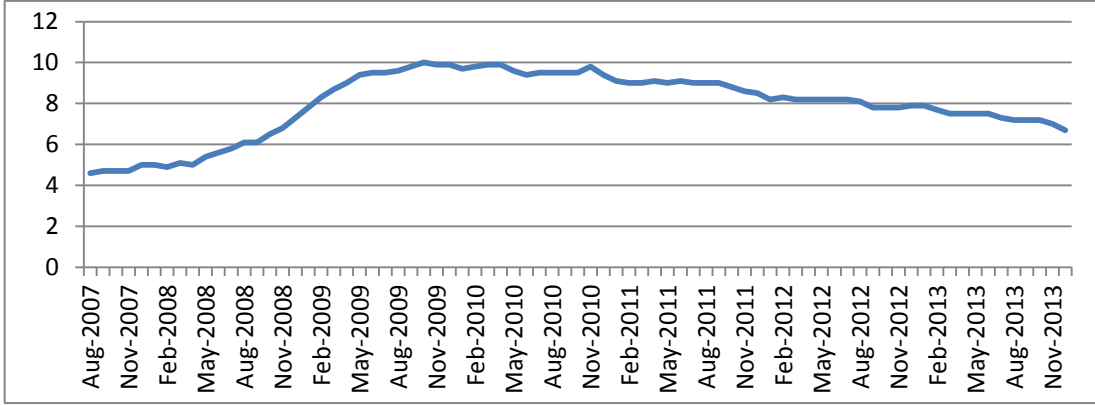
Grafik 3.70’de ise İngiltere ve İsveç için işsizlik oranları görülmektedir. Bu ülkelerde işsizlik oranları Euro Bölgesine benzer eşkilde artmış ancak Borç Krizi sonrası makas açılmaya başlamıştır.¹⁷³

ABD’nin de kriz döneminde üretimi oldukça daralmış ancak üretim toparlanmış ve kriz öncesi seviyesini tekrar yakalamıştır. ABD’de Euro Bölgesi ülkelerinden farklı olarak işsizlik oranları daha fazla artmış, toparlanma ile birlikte de bu oranlar da bir düşüş yaşanmıştır. Kriz öncesi %4.2 olan işsizlik krizde neredeyse 6 puan artmış ve %10’u bulmuştur. 2013 sonunda ise %6.7’e kadar inmiştir.¹⁷⁴ Bu da Euro Bölgesi ve ABD işgücü piyasalarının yapısal olarak birbirlerinden farklı olmasından kaynaklanmaktadır. Euro Bölgesi’nde işgücü piyasası daha katıdır dolayısıyla Euro Bölgesi’nde işsizlik oranı daha yüksektir, ayrıca kriz esnasında işgücü piyasasında iddihar (labor hoarding) da görülmüştür.

¹⁷² Ukrayna Krizi, bu dönemde AB ülkelerini sarsan bir faktör olmuştur. AB Komisyonu, Rusya’nın tarım ve gıda ürünlerine uyguladığı ambargo nedeniyle üe ülkelerin yıllık yaklaşık €5 milyar zararla karşılaşacağı tahmininde bulunmuştur. Komisyon Almanya’ya zararın €589 milyon olacağını vurgulamıştır. (Bkz. <http://in.reuters.com/article/2014/09/03/ukraine-crisis-russia-embargo-idINKBNOGY26020140903>)

¹⁷³ İngiltere’de işgücüne katılım oranı kriz döneminde %62’lik oranını, İsveçte ise %64’lük oranını muhafaza etmiştir (Bkz. AMECO).

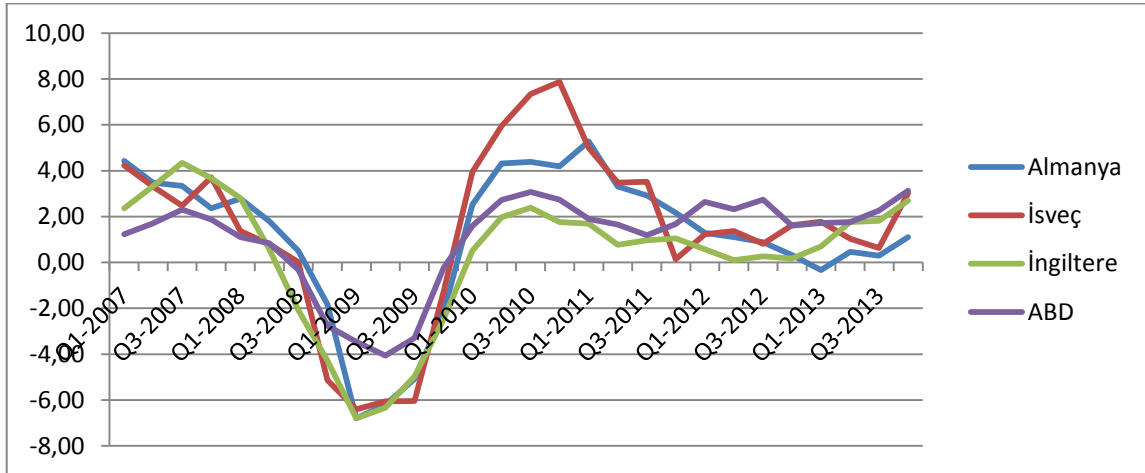
¹⁷⁴ ABD’de işgücüne katılım oranı da 2007’deki %65 seviyesinden %63’e düşmüştür(AMECO).



Kaynak: OECD Veritabanı

Grafik 3.71 İşsizlik Oranı (ABD)

Grafik 3.72'deki büyüme oranlarına baktığımızda İngiltere ve İsveç'in ABD'ye göre daha çok daraldığını görüyoruz. Ancak İsveç 2010'un başından beri büyüme oranını hızla arttırmış 2010 dördüncü çeyrekte %10'a yaklaşmıştır. ABD ise büyüme %3'e yakın büyüme trendini devam ettirmiştir.



Kaynak: OECD Veritabanı

Grafik 3.72 Reel GSYİH Büyüme Oranları

Tahmin ettiğimiz VAR modelleri ise birkaç önemli noktayı vurgulamaktadır. Birincisi AMB'nin kullandığı geleneksel olmayan para politikası önlemleri sanayi üretimini arttırmada Almanya, Avusturya, Belçika, Lüksemburg ve Slovenya'da etkin bulunmamıştır. Fransa ve Hollanda'da geleneksel olmayan para politikası etkindir. Ancak bu tepkinin büyüklüğü sınırlı kalmıştır. Oysa bu politikalar İrlanda, Portekiz, İspanya, İtalya ve Yunanistan gibi ülkelerde oldukça etkin olmuştur. Bu da aslında beklenen bir sonuçtur. Keza AMB; Borç Krizine kadar daha tutucu davranmış ve birincil amacı olan

fiyat istikarından sapmaya yanaşmamıştır. Cuickerman(2012:5-6) da benzer bir tespit yapmış ve AMB'nin Borç Krizinden sonra daha aktif davrandığını vurgulamıştır. Eylül 2008'den Mayıs 2010'a kadar AMB'nin bütçesi ayda %2.46 büyürken, Mayıs 2010'dan sonra bu oran %70.88'e ulaşmıştır. İkinci bölümde detaylarını gördüğümüz gibi AMB'nin toplam varlıklarının en önemli belirleyicilerinden biri olan Menkul Kıymetler Programı (SMP) da Yunanistan Krize girdikten hemen sonra başlamıştır. Bu programın yerini 2012 yılından sonra Doğrudan Parasal İşlemler (OMT) programı almıştır. Bu programlarla AMB devlet tahvilleri satın alarak bu piyasalardaki sıkıntıyı hafifletmiştir. İkinci bölümde detaylarını açıkladığımız gibi geleneksel olmayan para politikaları iki kanaldan etkili olmaktadır: sinyal ve portföy denge kanalı. AMB; bu ülkelerin tahvillerini satın alarak piyasaya bir sinyal gönderir: AMB bu ülkeleri yalnız bırakmayacaktır. Ayrıca bu ülkelerin tahvillerini satın aldığı anda portföylerde bu tahvillerin payı azalmış olur. Portföylerini yeniden dengeye getirmek üzere ekonomik birimler yeniden bu ülkelerin tahvillerine yönelecektir. Bunun yanısıra; daha önce vurgulandığı gibi devlet tahvilleri ve banka tahvilleri arasında sıkı bir bağ vardır. Devlet tahvilleri piyasasındaki sıkıntının giderilmesi ile banka tahvilleri ve devlet tahvillerindeki kısır döngü kırılmaya çalışılmıştır. Bu da nihayetinde kredilerdeki sıkışmanın önüne geçerek üretime pozitif katkı sağlamıştır.

Özetle; Yunanistan, Portekiz, İspanya, İrlanda ve İtalya açısından AMB'nin yürüttüğü geleneksel olmayan para politikası etkindir. AMB Borç Krizine kadar fiyat istikrarı hedefine bağlı kalmış ve finansal istikrarı sağlamak için etkin bir kriz yönetimi uygulamaya çekinceli bakmıştır. Ancak; Borç Krizi ve ardından gelen Euro'nun geleceği ile ilgili tartışmaların yarattığı finansal korku, AMB'nin finansal istikrarı daha çok önemli görmesine yol açmıştır. Bu amprik olarak VAR modelleri ile de ortaya konulmuştur. Euro Bölgesi için kurulan tüm modellerde, VIX'te bir şok AMB'de pozitif bir tepki yaratmıştır. AMB Başkanı Draghi de bu korkuyu hafifletebilmek için "Euro'yu kurtarmak için ne gerekiyorsa yapılacağını" açıklamıştır.

İsveç geleneksel olmayan para politikasını kendi konjktürü doğrultusunda kullanmış, daralmaya karşı dört ayda bilançosunu 2.5 katına çıkarmış ve toparlanma başlayınca da hızla düşürmüştür. Bağımsız bir para politikası yürütebiliyor olması sayesinde geleneksel olmayan para politikasını kendi konjktürü doğrultusunda kullanabilmiştir.

İngiltere’de de geleneksel olmayan para politikası az etkin bulunmuştur. İngiltere’de geleneksel olmayan para politikası aletlerini kullanmada daha aktif davranmıştır. Finansal piyasaların sıkıntıya düşmesi ile birlikte toplam varlıklarını arttırmış ve toplam varlıkları 5 katına ulaştırmıştır.

Modellerden çıkan ikinci önemli sonuç, geleneksel olmayan para politikasının fiyatları arttırmada geleneksel para politikasının aksine etkin olmadığıdır. Ancak incelenen dönem kriz dönemi olduğundan geleneksel olmayan para politikalarının fiyatları arttırmada yetersiz kalması da doğaldır.

Modelden çıkan üçüncü bir sonuç ise finansal korkunun üretimdeki düşüşü açıklayan önemli bir bileşen olduğudur. Finansal korkunun artması İrlanda hariç tüm ülkelerde üretimde önemli ölçüde negatif bir tepkiye neden olmuştur. Finansal korku; karşı taraf riskini ortaya çıkararak bankalararası piyasalarda kredi akışının durması kanalıyla bankaların kredi arzını kısımlarına neden olmuştur. Diğer yandan da hanehalkı ve işaleminin yaşanan belirsizlikten dolayı kredi taleplerinin azalmasıyla sonuçlanmıştır. Nihayetinde yurtiçi krediler azalmış, yatırım ve üretim de beraberinde düşmüştür.

4. EPB NASIL KURTULUR? YAPILANLAR VE YAPILAMAYANLAR

Amprık model bize, AMB’nin uyguladığı para politikasının İrlanda, Portekiz, İspanya, İtalya ve Yunanistan’da etkin olduğunu göstermiştir. Öyleyse bu ülkeler kriz yönetimi açısından para birliğine dahil olmaktan fayda sağlamışlardır, yorumu yapılabilir. Bu yorum bir açıdan doğru olsa da eksiktir. Bu ülkeler; Almanya, Hollanda, Avusturya gibi Merkez ülkelerden yapısal olarak farklıdırlar. Üstelik para birliğine dahil olmak bu ülkelerin farklılıklarını düzeltmek bir yana bu farklılıkların daha da abartılı hissedilmesine neden olmuştur. Örneğin ikinci bölümde tartışıldığı gibi Yunanistan’ın nominal birim işgücü maliyeti Almanya’nın çok üstündedir (Bkz. Grafik 2.3). Bu farklılık sonucu Yunanistan’da fiyatlar, Almanya’ya göre daha fazla olacaktır. Eğer ülkeler kendi paralarını kullansalar Drahmi değer kaybedecek, Mark ise değer kazanacaktır. Böylece ayarlamının bir kısmı kendiliğinden gerçekleşecektir. Para birliğine dahil olduğunda ülkeler ayarlamının bir kısmını kurdaki değişime yükleme şanslarını da kaybetmiş olmaktadır. Bu durumda Yunanistan için yapılacak olan; rekabet avantajını kazanmak için nominal işgücü maliyetlerini düşürecek reformlardır. Ancak güçlü sendikalara sahip olan

Yunanistan gibi bir ülkede bu reformlar politik huzursuzluklara neden olabilecektir. Sonuçta olumlu dış koşullar sayesinde oluşan cari açık finanse edilebilmektedir. Dolayısıyla reformlar da ertelenmiştir. Kuşkusuz ki bu çift taraflı bir süreçtir. Almanya da düşük işgücü maliyetleri ve ortak para sayesinde ihraç mallarını satma fırsatı bulmuştur. Ayrıca Alman Bankaları da Yunanistan'a fon sağlamıştır.

Bu süreç Global Finansal Kriz ile sekteye uğramıştır. Borç Krizinden sonra EPB daha fazla tartışılmaktadır. Borç Krizi sonrası ilk suçlanan Çevre Ülkeler olmuş ve sorunun kaynağının onların sürdürülemez maliye politikaları olduğu yolunda tespit yapılmıştır. Reçeteler de buna göre hazırlanmış ve kurtarma programları mali sıkılaştırmalar içermiştir. Bu bir yönüyle de doğrudur. Çevre Ülkeler; Euro'ya girmenin, kolay borçlanacak fon bulmanın rehabetine düşmüşler ve gerekli reformları yapmamışlardır.

Ancak daha önce de üzerinde durulduğu gibi Euro Bölgesi tamamlanmamış bir birliktir, politik birliğin eksik olması ülkeleri finansal kriz yönetiminde yalnız bırakmıştır. Politik birlik; mali transfer olmasının yolunu açacak, merkezileşmiş bütçe sayesinde de sıkıntı içindeki ülkelere mali destek sağlanabilecektir.¹⁷⁵ Ancak kriz öncesi dönemde resmi bir görüş halini alan Brüksel-Frankfurt Konsensusu, politik birliğin önünde bir engel olarak durmuştur. Bu görüş üç unsura dayanmaktadır. Öncelikle yapısal reformlar yapılarak para birliğinin esnekliği sağlanmalıdır. İkinci olarak; İstikrar ve Büyüme Paketi (SGP) doğrultusunda maliye politikası asimetrik şoklar karşısında bir enstrüman olarak kullanılabilir. Orta vadede bütçe dengede olduğu sürece, ekonomik bir daralma olduğunda bütçe açığı GSYİH'nın %3'üne kadar arttırılabilir. Son olarak, konjonktürü istikrara kavuşturmak için sistem çapında bütçe politikasına gerek yoktur. AMB'nin para politikası Euro Bölgesi'nde istikrarı sağlamada yeterlidir. Fiyat istikrarına bağlı olarak Merkez Bankası, Euro Bölgesi'nde üretim seviyesini istikrara kavuşturabilir. Bunun altında yatan mantık oldukça basittir. Eğer şoklar talep kaynaklı ise enflasyon hedeflemesi sadece enflasyonu değil, üretim düzeyini de istikrara kavuşturur. Eğer şoklar arz kaynaklı ise para politikaları ya da bütçe politikaları zaten sorunu çözmeyecektir (De Grauwe, 2006: 17).

¹⁷⁵ Politik birliğin tanımlanmasının güç olduğuna ve birçok aşaması olduğuna birinci bölümde vurgu yapılmıştı. Bunun bir sonucu olarak da ülkelerin politik birlikten anladıkları da değişebiliyor. Almanya, parasal entegrasyonun her aşamasında önce politik birliğin sağlanmasını gerektiğini vurgulamıştır ancak politik birliğin unsuru olan mali birliğe de karşı çıkmaktadır. Bu tezat gibi görünse de Almanya'nın politik birlik algısının farklı olmasından kaynaklanır. Politik birlik, Almanya açısından merkezi bütçe ve vergilemeden çok bütçelerin denetlenmesinin merkezileştirilmesi anlamına gelir.

Brüksel-Frankfurt Konsensusunun arka planında iki önemli teori yatmaktadır. Bunlardan ilki, Monetarist teoridir. Monetarist görüşe göre merkez bankalarının ince-ayar yapmak için uyguladıkları politikalar enflasyonla sonuçlanır. Merkez bankaları için en iyi olan fiyat istikrarına odaklanmaktır. İkinci önemli teori ise Reel Konjonktür Teorisi'dir. Bu teoriye göre şoklar teknoloji ve tercihlerde değişme gibi nedenlerden kaynaklanmaktadır. Bu durumda merkez bankalarının yapabileceği bir şey yoktur (De Grauwe, 2006: 19). Birinci bölümde üzerinde durduğumuz gibi bu teoriler Avrupa'da parasal entegrasyonun da itici gücü haline gelmiştir. Aynı zamanda para birliğinin dizayn edilirken kurumlarına da yansımıştır. Kriz yönetimi bu doğrultuda dikkate alınmamıştır. Ancak Global Finansal Kriz bu teorilerin de sorgulanmasına neden olmuştur ve EPB'yi yeniden bir imkansız üçlüyle karşı karşıya bırakmıştır (Şekil 3.1).



Kaynak: Rodrik(2013)

Şekil 3.1 Euro'nun İmkansız Üçlüsü

Rodrik (2013); Şekil 3.1'de görülen EPB'nin bu seçeneklerden sadece ikisini seçebileceğini vurgulamakta ve bugün seçilenin daha fazla kemer sıkma olduğunun altını çizmektedir. Daha fazla kemer sıkma zaten sorunlu olan ekonomilerde ekonomiyi daha fazla daraltmaktadır. Bu konuda Rodrik (2013), Florida'nın bir cari açığı olup olmadığını bilmediğimizin altını çizerek, Çünkü bununla ilgilenmeyiz, Florida'daki bir banka battığında

bankaya federal bankacılık yasaları gereğince müdahale edilir, mevduat sigortası federal kapsamda uygulanır. Ayrıca FED bu kurumun arkasında son ödünç verme mercii olarak durur. Kısaca Florida federal yasalara tabidir ve yaşadığı bir sorun federal çapta halledilir. Bu da Florida'nın cari açık ya da borç sorunlarını sistemik hale dönüştürmez.

ABD'de önemli bir diğer fark ise bütçenin büyük bir kısmının eyaletlerden çok Federal hükümete ait olmasıdır. Eyalet ve yerel bütçeler toplam hükümet harcamalarının sadece %40'ını oluşturur. Global Finansal Kriz sonrası, Federal bütçeden eyaletlere krizin bütçe baskısını önlemek için mali transfer yapılmıştır. Resesyonlar sırasında istikrar politikaları uygulamaları ve kriz yönetimi zaten federal bütçe kapsamındadır (Henning ve Kessler, 2012:23-24).

Oysa AB'nin bütçesi oldukça küçüktür. Finansal kriz yönetimi ulusların kendilerine bırakılmıştır. Bütçelerin uyumlaştırılması için bir takım düzenlemeler yapılmış olsa da yeterli değildir. Bankalar birliği; bankalar ve kamu maliyesi arasındaki kısır döngüyü kırmak adına önemlidir. Ancak bütçe merkezileştirmesi ve finansal kriz yönetiminde ülkeleri rahatlatacak ve yükün kamu maliyelerine tamamen yansımalarının önüne geçecektir. Özetlemek gerekirse Grafik 3.82'de ki imkansız üçlünün sağ tarafı seçilmeli; mali ve politik birlik tamamlanmalıdır.

SONUÇ

Para birliği, bir grup ülkenin paralarını sabit kurlarla birbirlerine bağladıktan sonra tek para ve merkez bankasına geçmeleri ile oluşturulur. Para birliğine katılan ülkeler, paraların değişiminden doğan işlem maliyelerinden kurtulurlar. Birlik içinde karşılıklı ticaret artar, birlik ülkeleri istikrarlı ve güçlü bir paraya sahip olmanın kredibilite avantajını elde ederler. Diğer yandan; para birliğine dahil olmak, parasal bağımsızlığın kaybedilmesi anlamına gelir. Normal zamanlarda parasal bağımsızlığın kaybedilmesi sorun yaratmayabilir, hatta enflasyonla mücadelede savunulabilir. Fakat kriz dönemlerinde bu durum farklıdır. En önemli politika aletlerinden biri kontrolden çıkmış, ortak bir otoriteye devredilmiştir. Para politikasında bağımsızlığın kaybedilmesi, para birliğinin en önemli maliyetidir ve teorinin formüle edildiği dönemden beri tartışılmaktadır. Para birliği teorisi, ortak bir para politikasının bir şok karşısında sorun yaratmaması için birlik ülkelerinin taşıması gereken nitelikleri belirlemeye çalışır. Eğer fiyatlar ve ücretler esnekse zaten para politikasına gerek kalmayacak, bir şok karşısında fiyat ve ücretlerdeki değişimle ayarlama kendiliğinden sağlanacaktır. Fiyatlar ve ücretler katı olsa da birlik ülkeleri benzer konjoktüre sahipse, benzer şoklar yaşayacaklarından; para birliği için iyi bir adaydırlar. Bu ülkelerde bir şok tüm ülkeleri benzer şekilde etkileyecek, ortak para politikası da bu şoku hedef aldığında hiçbir ülke açısından sorun yaratmayacaktır. Mundell (1961) ise ülkelerin benzer şok yaşamasalar dahi aralarında faktör hareketliliğine sahip olduklarında, para birliği için uygun aday olabileceklerini vurgulamıştır. Eğer faktör hareketliliği varsa, negatif şok yaşayan ülkelere, atıl kalan faktörler hareket edecek ve ayarlama faktör hareketliliği ile sağlanabilecek, para politikasına gerek kalmayacaktır.

Avrupa parasal entegrasyonunun her aşamasında, birlik ülkelerinin para birliği için iyi birer aday olup olmadığı tartışılmıştır. Her tartışmanın sonucunda da aslında bu ülkelerin iyi birer aday olmadığı sonucuna varılmıştır. Ekonomik anlamda pek savunulamayan bu birliğin devamını ise politik istek sağlamıştır. Kısaca EPB, bir “*politik para sahası*”dır. Ancak EPB’nin kuruluşundan beri, zamanla ekonomik anlamda da savunulabilir olacağı görüşü yerleşmiştir. Ortak bir para sayesinde, ticari ve finansal entegrasyon artacak, ülkeler benzer bir konjoktüre sahip olarak, benzer şoklara maruz kalabileceklerdir. Ayrıca birlik çapında yapılan kurumsal düzenlemelerle, fiyat ve ücret katılıkları engellenmeye çalışılabilir, faktör hareketliliği de teşvik edilebilir. Bu görüşlerle yola çıkan EPB ülkeleri için ABD de önemli bir örnek olarak durmaktadır. Sonuçta,

kuruluş aşamasında ABD'deki eyaletler de para birliği için uygun nitelikleri taşımamaktadır.

Para birliği için uygun niteliklere sahip olmayan EPB ülkeleri, yapısal olarak da birbirlerinden farklıdır. Farklı büyüme modeli tercihinde de kendini bulan bu farklılıklar; cari açık, yüksek kamu borcu gibi kırılganlıklara neden olmuştur. Bu kırılganlıklar ise, olumlu global koşullar, güçlü bir birlik parası ve para birliğinin sağladığı kredibilite gibi nedenlerle görmezden gelinmiştir. 2007 Ağustos ayında başlayan Global Finansal Kriz ile birlikte koşullar tersine dönmeye başlamış, kırılganlığa sahip olan birlik ülkeleri bugün hâlâ içinden çıkmakta zorlandıkları Borç Krizi'ne sürüklenmiştir.

Bu tezin amacı finansal kriz yönetimini para birliği içinde ve dışında bulunan ülkeler açısından değerlendirmektir. Kontrol ülkesi olarak da para birliğini tamamlamış ve olgunlaşmış ABD seçilmiştir. Bu doğrultuda tezde, finansal kriz yönetimi iki açıdan değerlendirilmiştir. İlk olarak; para birliğinin içinde ya da dışında olmak politika aletlerini kullanmada bir fark yaratır mı sorusu sorulmuştur. Para birliğine dahil olmak, para politikasında insiyatifin birlik ülkelerinden Avrupa Merkez Bankası(AMB)'na geçmesi anlamına gelmektedir. Birlik adına AMB, ortak para politikasını uygulamıştır. Finansal krizler esnasında geleneksel politikalar etkinliğini kaybettiğinden Merkez Bankaları geleneksel olmayan politikalara yönelmişlerdir. Varlık alımlarında bulunarak, likidite sağlayarak finansal krize müdahale etmişler; bunun bir sonucu olarak da bilançolarını büyütmüşlerdir. Krizin ilk dönemlerinde AMB, bu politikaları uygulamada daha tutucu davranmıştır. Ancak Borç Krizi ve beraberinde birliğin devamının tartışılması ile birlikte daha aktif davranmaya başlamıştır. Oysa İngiltere Merkez Bankası (BoE), finansal kurumları krizden oldukça zarar gördüğünden, krizin başından beri daha aktif davranmış ve finansal kurumlara direk destek sağlamıştır. İsveç Merkez Bankası (Riksbank), diğer Merkez Bankalarından sonra bu politikaları uygulamaya koymuş ve toparlanmaya başlayınca da son vermiştir. ABD Merkez Bankası FED ise finansal krizin merkezi olması sebebiyle de krizin başından beri aktif olarak geleneksel olmayan para politikası uygulamıştır.

AMB'nin finansal kriz yönetiminde daha tutucu davranması ve yasal statüsü gereği finansal kurumlara direk destekte bulunamaması; EPB ülkelerinde bu destekleri tamamen maliye politikası üzerine yüklemiştir. Nihayetinde birlik içinde, özellikle finansal sektörü

büyük olan ve finansal krizden ciddi zarar gören ülke hükümetlerinin sağladığı destekler, kamu maliyelerine önemli bir yük olmuştur. Bu destekler kriz öncesi mali olanakları oldukça iyi olan bazı ülkeleri -İrlanda ve İspanya- Borç Krizi'ne sürüklemiştir. Oysa özellikle BoE ve FED finansal kurumlara direkt destek sağlamışlar ve maliye politikasının yükünü hafifletmişlerdir.

Bu tezde, finansal kriz yönetimini değerlendirirken ikinci olarak; para birliğine dahil olup ortak bir para politikası uygulamanın makroekonomik sonuçları araştırılmıştır. Bu değerlendirme yapılırken de finansal kriz yönetiminde kullanılan geleneksel olmayan para politikalarının etkinliği sınanmıştır. Bu politikaların etkinliği, geleneksel para politikalarının etkinliğinin sınanmasında sıklıkla kullanılan Vektör Otoregresif (VAR) modeller aracılığı ile test edilmiştir. İncelenen EPB ülkeleri, İngiltere, İsveç ve ABD için ayrı ayrı modeller kurulmuştur. Merkez Bankalarının toplam varlıklarına (bilanço büyüklüğü) bir şok verilmiş ve ilgili ülkenin üretiminde yarattığı tepki gözlenmiştir. Eğer toplam varlıklara verilen bir şok, üretimde pozitif ve anlamlı bir tepkiye yol açıyorsa geleneksel olmayan para politikasının etkin olduğuna karar verilmiştir. Yapılan bu amprik analiz, EPB ülkelerinden; Yunanistan, Portekiz, İspanya, İtalya ve İrlanda'da finansal kriz yönetiminde uygulanan para politikasının oldukça etkin olduğunu göstermiştir. Fransa ve Hollanda'da da az da olsa etkindir. Fakat; Belçika, Almanya, Avusturya ve Lüksemburg'da etkin değildir. Para birliği dışındaki ülkelerde İngiltere'de az olmak kaydıyla etkindir. Özetle; para birliği dışında kalan ve bağımsız para politikası uygulayan ülkelerde finansal kriz yönetimi adına uygulanan para politikası etkindir. Para birliğinin içinde ise, Çevre Ülke olarak tabir edilen ülkelerde etkinken; Merkez Ülke olarak tabir edilen ülkelerde etkin değildir. Bu farklılığın temel nedeni ise; AMB'nin para birliğinin devamının tartışılması ile birlikte bu ülkeleri hedef alan politikalar uygulamasıdır.

Bu bulgular ışığında, Çevre Ülkelerde para birliğine dahil olmak finansal kriz yönetimi açısından avantajlı mıdır? Yapılan amprik analizler bize, finansal krizler esnasında AMB'nin uyguladığı para politikasının bu ülkelerin üretimlerini arttırmada etkin olduğunu göstermiştir. Kısaca ortak para politikası, finansal krizler esnasında bu ülkelerde etkindir. Ancak para birliğine dahil olmanın, krizin bu denli yoğun yaşanmasının nedenlerinden biri olduğu da unutulmamalıdır. Para birliğine dahil olarak ülkeler, döviz kurunun değişmesi ile rekabet avantajını tekrar elde etme şansını yitirdikleri gibi, para politikasının kontrolünü kaybederek de finansal kriz yönetiminin önemli bir bölümünü

maliye politikasına yüklemişlerdir. Özetle, bu ülkelerin para birliğine dahil olmaları, krizi daha da ağırlaştırmıştır. Ancak bu ülkelerin Borç Krizine girmesi ve para birliğinin dağılabileceği söylentileri; AMB'nin bu ülkelerin sorunlarına yönelik politikalar uygulamasına yol açmıştır.

Almanya, Avusturya, Belçika, Lüksemburg gibi Merkez Ülkelerde para birliğine dahil olmak finansal kriz yönetimi açısından avantajlı mıdır? Amprik analizler, AMB'nin finansal kriz yönetimi adına uyguladığı para politikasının bu ülkelerin üretimlerini arttırmada etkin olmadığını göstermiştir. Bu ülkeler diğer birlik ülkelerine göre daha hızlı toparlanmışlardır. Belki kendi Merkez Bankalarına sahip olsalar, bu politikaları daha erken sonlandırabileceklerdir. Ancak burada da bir parantez açmak gerekir. Bu ülkeler, ihracata dönük yapıları nedeniyle kolay toparlanmışlardır. Söz konusu ülkeler para birliği dışında olsalardı, muhtemelen paraları diğer paralar karşısında değer kazanacak, dolayısıyla da ihracat artışı daha az olacaktı. Ayrıca bu ülkeler, AMB'nin uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarından pek memnun olmasalar da çok itiraz etmemişlerdir. Bunun iki önemli nedeni vardır. Bunlardan ilki, bu politikalar fiyatlarda önemli bir artış yaratmamıştır. İkincisi ise, bu ülkelerin bankaları Çevre Ülkeler'den alacaklıdır. Bu ülkelerin iflası beraberinde Merkez Ülkeleri'ndeki bankaları da sıkıntıya sokacaktır.

Para birliği dışındaki ülkeler, dışarıda kalmakla avantajlı mıdır? İngiltere ve İsveç'te de finansal kriz yönetiminde para politikası etkin bulunmuştur. İngiltere, finansal krizden çok etkilenmiş ve BoE'da krizin başından beri yoğun müdahalelerde bulunmuştur. Daha tutucu bir AMB içerisinde İngiltere'nin itiraz edeceği açıktır. Bu da nihayetinde birliğin dağılmasına yol açan tartışmalara yol açabilecektir. İsveç ise finansal kriz yönetimi adına geleneksel olmayan para politikasını kendi konjonktürü doğrultusunda kullanmış ve daha erken sonlandırmıştır. Üstelik parası değer kaybına uğramış ve toparlanmanın bir bölümünün ihracat kanalı ile olması sağlanmıştır.

Özetlemek gerekirse, para birliği dışındaki ülkeler finansal kriz yönetiminde politika aletlerini istedikleri doğrultuda ve kendi sıkıntılarına yönelik kullanabilmişlerdir. Finansal kriz yönetimi adına kullandıkları bağımsız para politikaları, üretimi arttırmada etkin bulunmuştur. Ancak EPB'nin tüm ülkeleri için bu geçerli değildir. Politika aletlerini kendi insiyatiflerinde kullanamadıkları gibi ortak para politikası tüm ülkelerde etkin değildir. Para politikası birliğin devamını sağlamak üzere sorunlu ülkeleri hedef almıştır.

Öyleyse para birliği dağımalı mıdır? Bu soru özellikle Borç Krizin'den sonra defalarca sorulmuştur. Ancak para birliğinin dağılmasının oldukça maliyetli olduğu sonucuna varılmıştır. Üstelik daha önce de bahsedildiği gibi birliği oluşturan en önemli faktörlerden biri, politik istektir. Politik istek var olduğu sürece sistemin eksik yönleri düzeltilerek yola devam edilecektir. Global Finansal Kriz sonrasında ise sistemin ortak bir finansal kriz yönetimi çerçevesinin eksik olduğu fark edilmiştir. AMB görev alanını genişleterek, Avrupa Komisyonu ise Borç Krizi'nden sonra AMB ve IMF ile birlikte kurtarma planlarına dahil olarak, kriz yönetimini birlik çapında ele almaya çalışmışlardır. Ancak bunlar duruma özgü geliştirilmişlerdir ve daha kapsamlı bir çözümün gerekliliği ortadadır. Bankalar Birliği, bu yolda atılmış önemli bir adımdır. Oluşturulan ortak denetim ve çözüm mekanizmaları ile finansal kurumların problemleri birlik çapında ele alınacaktır. Ancak Bankalar Birliği'nden sorunların tamamını çözmesi de beklenemez. Daha fazla entegrasyona ihtiyaç olduğu genel kabul görmüştür. AMB Başkan Draghi de; EPB'nin daha "*tamamlanmamış bir birlik*" olduğunun altını çizmektedir. Birliğin tamamlanabilmesi için mali entegrasyona ihtiyaç vardır. Tam bir para birliği örneği olan ABD de benzer süreçler geçirmiş ve nihayetinde mali ve parasal birlik bir birlik olarak yoluna devam etmiştir.

KAYNAKÇA

- ABBASI Puriya- Tobias LINZERT (2011), “The Effectiveness of Monetary Policy in Steering Money Market Rates During The Recent Financial Crisis” **ECB Working Paper Series**, No.1328.
- ACHARYA Viral V.- Hyun Song SHIN -Tanju YORULMAZER (2010) “Crisis Resolution and Bank Liquidity”, **Oxford University Press**, September 2010.
- AFONSO António - Ludger SCHUKNECHT- Vito TANZI (2006), “Public Sector Efficiency: Evidence for New EU Member States and Emerging Markets”, **European Central Bank Working Paper Series**, No.581.
- AFONSO António - Cristina CHECHERITA- Mathias TRABANDT and Thomas WARMEDINGER (2010), “Euro Area Fiscal Policies: Response to Economic Crisis”, **Euro Area Fiscal Policies and The Crisis**, ed.Ad van Riet, ECB Occasional Paper Series, pp.22-34.
- AGHION Philippe - Philippe BACCHETTA- Abhijit BANERJEE (2000), “A Simple Model of Monetary Policy and Currency Crises”, **European Economic Review**, No.44.
- AIZENMANN Joshua (2012), “US Banking Over Two Centuries: Lessons for The Eurozone Crisis”, <http://www.voxeu.org/article/us-banking-over-two-centuries-lessons-eurozone-crisis>, Erişim Tarihi: 10 Ocak 2013.
- AIZENMANN Joshua - Yothin JINJARAK (2011), "The Fiscal Stimulus of 2009-10: Trade Openness, Fiscal Space and Exchange Rate Adjustment," **NBER Working Papers**, No.17427.
- ALESINA Alberto-Robert J. BARRO (2000), “Currency Unions”, **NBER Working Paper Series**, No.7927.
- ALESINA Alberto -Robert J. BARRO - Silvana TENREYO (2002), “Optimal Currency Areas,” **Harvard Institute of Economic Research Working Papers**, No.1958.
- ALESINA Alberto - Francesco GIAVAZZI (2010), ‘Europe and the Euro’, **University of Chicago Press**, Chicago.

- ALFORD Duncan (2006), "The Lamfalussy Process and EU Bank Regulation: Another Step on The Road To Paneuropean Regulation?" **Annual Review of Banking & Financial Law**, Vol.25, No.1, pp.389-435.
- ALLEN Franklin - Douglas GALE (2007), "An Introduction To Financial Crises", **Wharton Financial Institutions Center Working Papers Series**, No.7-20.
- ALLEN Franklin-Ana BABUS- Elena CARLETTI (2009), "Financial Crises: Theory and Evidence", **Annual Review of Financial Economics**, Vol. 1, pp. 97-116.
- ALLEN William- Geoffrey WOOD (2006), "Defining and Achieving Financial Stability", **Journal of Financial Stability**, Vol.2, No.2, pp.152-172.
- AMB (1999), **Monthly Bulletin: January 1999**, Frankfurt.
- AMB (2011a), "The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks", <https://www.ecb.europa.eu/pub/html/index.en.html> (Erişim Tarihi: 10 Haziran 2011).
- AMB (2011b), "The Monetary Policy of the ECB", <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf?806851948acaa66136356457a4641a6c>, (Erişim Tarihi: 10 Haziran 2011).
- AMB (2012), "A Fiscal Compact for a Stronger Economic and Monetary Union", **Monthly Bulletin: May 2012**, pp.79-94.
- ANGELONI Chiera and Guntram B. WOLFF (2012), "Are Banks Affected by their Holdings of Government Debt?", **Bruegel Working Paper**, No.7/2012.
- ARDAGNA Silvia (2009), "Financial Market's Behavior around Episodes of Large Changes in the Fiscal Stance," **European Economic Review**, Vol. 53, pp. 37–55.
- ARDAGNA Silvia - Francesco CASELLI (2012), "The Political Economy of the Greek Debt Crisis: A Tale of Two Bailouts," **CEP Special Papers**, No.25.
- ARTIS Michael J. (1991), "One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union", **Open Economies Review**, No.2, pp.315-321.

- ARTIS Michael J. and Wenda ZHANG (1995) "Business Cycles, Exchange Rate Regimes and the ERM: Is there a European Business Cycle" **European University Institute**, Robert Schuman Centre, No. 96/55
- AVRUPA BİRLİĞİ GENEL SEKRETERLİĞİ (2011), "Avrupa Birliği'nde Finansal Krize Karşı Alınan Önlemler ve Birliğin Rekabet Gücünün Arttırılmasına Yönelik Girişimler: Euro Rekabet Paketi", http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/euro_plus_pact_internet_son.pdf , Erişim Tarihi: 10 Ocak 2013.
- BAGUS Phillippe (2012), **The Tragedy of The Euro**, Ludwig von Mises Institute, Alabama.
- BALDACCI Emanuele - Manmohan S. KUMAR (2010), "Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yields", **IMF Working Papers**, No.10/184.
- BALDWIN Richard (2006), "The Euro's Trade Effects", **ECB Working Paper**, No:594.
- BALDWIN Richard – Charles WYSPLOSZ (2009), **The Economics of European Integration**, McGraw-Hill, London.
- BALDWIN Richard- Daniel GROSS (2010), "Introduction", **Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to Be Done?.,ed.** Richard Baldwin, Daniel Gros ve Luc Laeven, A VoxEU.org Publication, CEPR. pp.1-25.
- BALKIR Canan (2010), **Uluslararası Ekonomik Bütünleşme**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul.
- BARRO Robert J.- David B. GORDON (1983), "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy" **NBER Working Paper**, No.1079.
- BAYOUMI Tamim - Mark P. TAYLOR (1995), "Macro-Economic Shocks, the ERM, and Tri-Polarity" **The Review of Economics and Statistics**, Vol. 77, No. 2, pp. 321-331.
- BAYOUMI Tamim – Barry EICHENGREEN (1997), "Ever closer to Heaven? An Optimum-currency-area Index for European Countries", **European Economic Review**, No.41, 761-770.

- BEGG Iain- Fabio CANOVA- Paul DE GRAUWE- Antonio FATAS- Philip R. LANE (2002) **Surviving The Slowdown. Monitoring The European Central Bank**, Centre for Economic Policy Research, London, UK. ISBN 1898128650
- BENSAID Bernard - Olivier JEANNE (1997), “The Instability of Fixed Exchange Rate Systems When Raising the Nominal Interest Rate is Costly”, **European Economic Review**, No.41, pp. 1461-1478.
- BERGER Helge- Volker NITSCH (2005), “Zooming Out: The Trade Effect of the Euro in Historical Perspective”, **CESifo Working Paper**, No.1435.
- BERGMAN Michael U. (1999), “Do Monetary Unions Make Economic Sense? Evidence from the Scandinavian Currency Union, 1873–1913”, **The Scandinavian Journal of Economics**, Vol. 101, No.3, pp. 363–377.
- BERNANKE Ben S. (2005), “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit”, 10 Mart 2005 Tarihli Konuşması, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>, Erişim Tarihi:05 Ocak 2014.
- BERNANKE Ben S. - Vincent R. REINHART (2004), Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates, **American Economic Review**, Vol.94, No.2.
- BERNANKE Ben S.- Vincent R. REINHART- Brian P. SACK (2004), ‘Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment’, **Finance and Economics Discussion Series Working Papers**, No.48.
- BERTOLA Guiseppe (1989), “Factor Flexibility, Uncertainty and Exchange Rate Regimes”, **A European Central Bank: Perspectives on Monetary Unification After Ten Years of European Monetary Unification**, ed. Marcello De Cecco- Alberto Giovannini, Cambridge University Press, Cambridge,1989.
- BIBOW Jörg (2012), ”The Euro Debt Crisis and Germany’s Euro Trilemma”, **Levy Economics Institute Working Papers**, No.721.
- BIS (2011), **The Impact of Sovereign Credit Risk on Bank Funding Conditions**, Report submitted by a Study Group established by the Committee on the Global Financial System, CGFS Papers, No. 43.

- BLANCHARD Olivier- David ROMER- Michael SPENCE -Joseph STIGLITZ (2012), **In the Wake of Crisis**, The MIT Press, Cambridge.
- BOE (2012), “The Funding for Lending Scheme”, **Bank of England, Quarterly Bulletin**, 2012-Q4, pp.306-320.
- BOLTHO, Andrew- Wendy CARLIN (2012) “The problems of European Monetary Union – Asymmetric Shocks or Asymmetric Behaviour?” <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7808> Erişim Tarihi: 10 Ocak 2014.
- BORDO Michael D. B- Lars JONUNG (1999), “The Future of EMU: What Does the Future of Monetary Unions Tells Us?”, **NBER Working Paper**, No.7365.
- BORIO Claudio and Piti DISYATAT (2010), “Unconventional Monetary Policies: An Appraisal”, **BIS Working Papers**, No.292.
- BOUGHTON James, M. (1991), “The CFA Franc Zone: Currency Union and Monetary Standard”, **IMF Working Paper**, No. 91/133.
- BOWDLER Christopher- Amar RADIA (2012), “Unconventional Monetary Policy: The Assessment”, **Oxford Review of Economic Policy**, Vol. 28, No. 4, pp. 603-621.
- BROWN Brendan (2010), **Euro Crash**, PalgraveMacmillan, New York.
- BUITER Williem H. (1999), “Alice in Euroland”, **Journal of Common Market Studies**, Vol.37, No.2, pp.181-209.
- BUITER Williem H. (1999), “Optimal Currency Areas”, **Scottish Journal of Political Economy**, Vol.47, No.3.
- BUITER Williem H. (2008), “Central Banks and Financial Crisis”, **FMG Discussion Papers**, Financial Markets Group, No. 619.
- CALOMIRIS Charles W.- Daniela KLINGEBIEL- Luc LEAVEN (2003), “A Taxonomy of Financial Crisis Restructuring Mechanisms: Cross- Country Experience and Policy Implications” **World Bank Policy Research Working Paper Series**, No. 3379.
- CALVO Guillermo A. (1998), “Capital Flows and Capital-Market Crisis: The Simple Economics of Sudden-Stops”, **Journal of Applied Economics**, Vol.1, No.1, pp.35-54.

- CAMERON David R. (2010), “Fiscal Responses to the Economic Contraction of 2008-09”, **The Annual Meeting of the American Political Science Association**, 2-5 Eylül, Washington, DC.
- CANOVA Fabio –Carlo FAVERO (2007) “Monetary Policy in the Euro Area: lessons from five years of the ECB and implications for Turkey”, **Macroeconomics Policies for EU Accession**, ed. E. Başçı, S. Togan, J. von Hagen, Edward Elgar Publishing, Massachussetes.
- CAPRIO Gerard –KLINGEBIEL Daniela, (1996) “Bank Insolvencies: Cross-Country Experience” World Bank Policy Research Working Paper, No. 1620.
- CAVALLO Eduardo - Alejandro IZQUIERDO (2009), “Dealing with an International Credit Crunch. Policy Responses to Sudden Stops in Latin America”, **American Development Bank**, Washington.
- CECIONI Martina-Giuseppe FERRERO- Alessandro SECCHI (2011), “Unconventional monetary policy in theory and in practice”, **Occasional Papers**, No.102.
- CESARANO Filippo (2006), “The Origins of the Theory of Optimum Currency Areas”, **Duke University Press**, No.38/4.
- CHABOT Christian N. (1999), **Understanding the Euro**, McGraw-HillInc., New York.
- CHOI Hyosoon- Wook SHON (2014), “Regulatory Forbearance and Depositor Market Discipline: Evidence from Savings Banks in Korea”, **Contemporary Economic Policy**, Vo.32, No.1, pp.203-218.
- CHOWN John F. (2003), **A History of Monetary Unions**, London: Routledge, 2003
- CHRISTOU Costas – DELLAS Harris – GAGALES Anastassios, 1993. "Optimal Monetary Policy: A New Test," **Journal of Policy Modeling**, Vol. 15, No.2, pp.179-197.
- CLASSENS Stijn- Ayhan M. KÖSE (2013), “Financial Crises: Explanations, Types, and Implications”, **IMF Working Paper**, No.13/28.
- CLAESSENS Stijn-Giovanni Dell’ARICCIA-Deniz IGAN-Luc LAEVEN (2010), “Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis”, **IMF Working Paper**, No.10/44.

- CLAESSENS Stijn - Ceyla PAZARBAŞIOĞLU- Luc LAEVEN - Marc DOBLER- Fabian VALENCIA- Oana NEDELESCU- Katharine SEAL (2011), “Crisis Management and Resolution: Early Lessons from the Financial Crisis”, **IMF Staff Discussion Note**, No. 11/05.
- CLAESSENS Stijn- Ayhan M. KÖSE- Luc LAEVEN- Fabian VALENCIA (2013), ‘Financial Crises: Causes, Consequences and Policy Responses’, **IMF Publication Services**, Washington.
- CLINE William R.(2011), “Alternative Strategies for Resolving the European Debt Crisis”, **Peterson Institute for International Economics and Bruegel**, Fransa.
- COHEN Daniel – WYPLOSZ Charles (1989) "The European Monetary Union: An Agnostic Evaluation," **CEPR Discussion Papers**, No.306.
- COHEN Benjamin (2000) “Beyond EMU: The Problem of Sustainability”, **The Political Economy of European Monetary Unification**, ed. B. Eichengreen and J. Frieden, Westview Press, Boulder, pp.179-204.
- COOPER Russell- Hubert KEMPF (2000), “Designing Stabilization Policy in A Monetary Union”, **Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper**, No. 00-01.
- COTTARELLI Carlo (2009), “The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis”, **IMF Working Paper**, No.09/31.
- CORDEN W. Max (1972), "Monetary Integration, Essays in International Finance," **International Finance Section** No. 93, Princeton University, Department of Economics.
- COUR-THIMANN Philippine- WINKLER Bernhard (2013) "The ECB’s Non-Standard Monetary Policy Measures: The Role of Institutional Factors and Financial Structure," **ECB Working Paper Series**, No.1528.
- CREEL Jerome- Paul HUBERT- Francesco SARACENO (2012), “The European Fiscal Compact: A Counterfactual Assessment”, **Journal of Economic Integration**, Vol.27 No.4, pp. 537-563.
- CROCKETT Andrew (2000), “Marrying the Micro- and Macro-prudential Dimensions of Financial Stability,” **Eleventh International Conference of Banking**

- Supervisors**, Basel, 20-21 Eylül 2000, <http://www.bis.org/review/rr000921b.pdf>, Erişim Tarihi: 2 Ocak 2012.
- CROCKETT Andrew (1996), “The Theory and Practice of Financial Stability”, **De Economist**, Vol.144, No.4, pp.531-568.
- CUICKERMANN, Alex (2012), “Monetary Policy and Institutions Before, During, and after the Global Financial Crisis” **Paolo Baffi Centre Research Papers**, No. 2012-115.
- CURDIA Vasco (2007), “Monetary Policy Under Sudden Stops”, **Federal Reserve Bank of New York Staff Reports**, No. 278.
- D’AMICO Stefania - Thomas B. KING (2010), “Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases”, **Finance and Economics Discussion Series Working Papers**, No.52.
- DAS Udaibir S. -Michael G. PAPAIOUNNAU- Christoph TREBESCH (2013), “Sovereign Debt Restructurings 1950–2010:Literature Survey, Data, and Stylized Facts”, **Financial Crisis: Causes, Consequences and Policy Responses**, ed. S. Claessens, M.A. Köse, L. Laeven, F. Valencia, IMF Publication Services, Washington DC.
- DAVIS E. Philip (2003), “Towards a Typology for Systemic Financial Instability”, **Economics and Finance Working papers, Brunel University**, November 2003.
- DEBRANDET Oliver - Philip HARTMAN (2000), “Systemic Risk: A Survey” **ECB Working Paper**, No.35.
- DECRESSIN, Jörg- Antonio FATAS (1994), “Regional Labour Market Dynamics”, **INSEAD Working Paper Series**, No:94/61
- DE GRAUWE Paul (2006), “What Have We Learnt About Monetary Integration since the Maastricht Treaty?”, **Journal of Common Market Studies**, Vol.44, No.4, pp.711-30.
- DE GRAUWE Paule (2007), **Economics of Monetary Union** , Oxford University Press Inc., New York.

- DE GRAUWE Paul (2008), "The Banking Crisis: Causes, Consequences and Remedies", **CEPS Policy Brief**, No. 178.
- DE GRAUWE Paul (2010), "Greece: The start of a systemic crisis of the Eurozone?", <http://www.voxeu.org/article/greece-start-systemic-crisis-eurozone>, Erişim Tarihi:15 Eylül 2011.
- DE GRAUWE Paul (2011), "The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets", **CESifo Working Paper**, No. 3569.
- DE GRAUWE Paul- Francesco P. MONGELLI (2005), "Endogeneities Of Optimum Currency Areas What Brings Countries Sharing A Single Currency Closer Together?" **ECB Working Paper**, No.468
- DELONG Bradford J. - Lawrence H. SUMMERS (2012), "Fiscal Policy in a Depressed Economy", **Brookings Paper**, Bahar 2012.
- DELLAS Harris – George S. TAVLAS (2009), "An Optimum-Currency-Area Odyssey", **Journal of International Money and Finance**, No.28.
- DE LA TORRE Augusto- Eduardo LEVY YEYATI - Sergio L. SCHMUKLER, (2003) "Living and Dying With Hard Pegs: The Rise and Fall of Argentina's Currency Board," **Policy Research Working Paper Series**, No. 2980, The World Bank.
- DEMİRĞÜÇ Aşlı Kunt - Enrica DETRAGIACHE (1998), "The Determinants of Banking Crisis in Developing and Developed Countries", **IMF Staff Papers**, Vol.45, No.1.
- DETRAGIACHE Enrica- Antonio SPILIMBERGO (2001), "Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation", **IMF Working Papers**, No. 01-2.
- DETRAGIACHE Enrica- Giang Ho (2010), "Responding to Banking Crises: Lessons from Cross-Country Evidence", **IMF Working Papers**, No. 10-18.
- DIAMOND Douglas W. - Philip H. DYBVIK, (1983), "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", **The Journal of Political Economy**, Vol. 91, No. 3, pp. 401-419.
- DOOLEY Michael P. -Jeffrey A.FRANKEL (2003), **Managing Currency Crises in Emerging Markets**, University of Chicago Press, Ocak 2003.

- DRAGHI, Mario (2013), "Introductory Statement To The Press Conference", <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is130704.en.html>, Erişim Tarihi: 5 Temmuz 2013.
- DRAZEN Allen (2003), "Interest Rate Defense Against Speculative Attack As a Signal: A Primer", **Managing Currency Crises in Emerging Markets**, ed. Michael P. Dooley and Jeffrey A. Frankel, University of Chicago Press.
- DUSTMANN Christian-Bernd FITZENBERGER-Uta SCHONBERG-Alexandra S. OENER (2014), "From Sick Man of Europe to Economic Superstar: Germany's Resurgent Economy", **Journal of Economic Perspectives**, Vol.28, No.1.
- EGGERTSON – Michael G. WOODFRD (2003), "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy", **Brookings Papers on Economic Activity**, Vol.34, No.1.
- EICHENGREEN Barry (2010), "Breakup of the Euro Area", **Europe and The Euro**, ed. Albertino Alesina ve Francesco Giavazzi, The University of Chicago Press, Chicago, pp.11-51.
- EICHENGREEN Barry – Michael D. BORDO (2002), "Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization" **NBER Working Paper**, No.8716.
- EICHENGREEN Barry- Andrew K. ROSE (2003), "Does It Pay to Defend a Speculative Attack" **Managing Currency Crises in Emerging Markets**, ed. Michael P. Dooley and Jeffrey A. Frankel, University of Chicago Press.
- EICHENGREEN Barry- Ricardo HAUSSMANN- Ugo PANIZZA (2003), "Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters", **NBER Working Papers**, No.10036.
- EICHENGREEN Barry- Charles WYPLOSZ (1993), "The Unstable EMS", **Brooking Papers on Economic Activity**, No.1, pp.51-143.
- ELMER Heidi- Gabriela GUIBOURG – David KJELLBERG -Marianne NESSEN (2012), "The Riksbank's Monetary Policy Measures During The Financial Crisis – Evaluation and Lessons Learnt", **Sveriges Riksbank Economic Review**, No.2012:3, pp.8-28.

- EMERSON, Michael- Daniel GROSS- Alexander ITALIANER- Jean PISANY-FERRY - Horst REICHENBACH (1992), **One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union**, Oxford; New York; Toronto and Melbourne Oxford University Press.
- ENDERS Walter (1994), **Applied Econometric Time Series**, 2. Edition, John Willey and Sons, New Jersey.
- ENGEL, Charles – Andrew K. ROSE (2002), “Currency Unions and International Integration”, **Journal of Money, Credit, and Banking**, Vol. 34, No. 3, pp.804-826.
- ENOCH Charles- Peter STELLA- May KHAMIS (1997), “Transparency and Ambiguity in Central Bank Safety Net Operations”, **IMF Working Papers**, No.97/138.
- ERASLAN Tarık, M. (2011), **Ekonomik ve Parasal Birliğin Teknik Yapısı ve Türkiye'nin Sisteme Dahil Olması**, DPT Uzmanlık Tezi, No:2823, Mayıs 2011
- ERTÜRK Emin (1992), **Ekonomik Entegrasyon Teorisi ve Türkiye'nin İçinde Bulunduğu Entegrasyonlar**, Ezgi Kitapevi, Bursa 1992.
- ERTÜRK Emin (2009), **Uluslararası İktisat**, Alfa Yayınevi, 3. Baskı, Bursa.
- ERTÜRK Emin- Görkem BAHTİYAR (2012), “Finansal Piyasaların Niteliği ve Kriz Üretme Potansiyeli” **Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Cilt:49, No: 569, pp.5-18.
- ERTÜRK Emin- Bahar BAYSAL- Görkem BAHTİYAR- Hasan BAKIR (2013), “Piyasacılar ve Müdahaleciler Bağlamında Global Finansal Kriz”, **Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Cilt:50, No: 583, pp.7-26.
- ERTÜRK Emin- Meryem FİLİZ BAŞTÜRK (2013), “Finansal Krizde Sıradışı Para Politikaları: Teori ve FED Uygulaması” **Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Cilt:50, No:582, pp.15-28.
- ERTÜRK Emin- Derya YILMAZ (2014), “The Latin American Debt Crisis and Lessons for Europe”, **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 14, No:1, pp.159-174.

ERTÜRK Emin – Derya YILMAZ – Işın Çetin (2014) “The Macro-Effectiveness of Unconventional Monetary Policy: Comparing FED, ECB, BoE and BoJ” **2nd International Interdisciplinary Business-Economics Advancement Conference (IIBA 2014)**, July 16-19, 2014, Istanbul, Turkey.

EU (2007), **Council Conclusions on enhancing the arrangements for financial stability in the EU**, http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ecofin/96351.pdf, Erişim Tarihi: 10 Ocak 2012.

EUROGROUP (2012), **Eurogroup Statement on Greece**, 27 November 2012, http://www.eurozone.europa.eu/media/367646/eurogroup_statement_greece_27_november_2012.pdf, Erişim Tarihi: 13 Aralık 2013.

EUROPEAN COMMISSION (2004), “Securities Markets: Commission Seeks Views on How The Lamfalussy Process is Working” **EC Basın Duyurusu**, No. IP/04/1384.

EUROPEAN COMMISSION (2009a), **Public Finances in EMU**, Avrupa Komisyonu, 5/2009.

EUROPEAN COMMISSION (2009b), **Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses, European Economy**, 2009. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_summary15885_en.htm.

EUROPEAN COMMISSION (2010), “The Economic Adjustment Programme for Greece”, **European Economy Occasional Paper**, No.61.

EUROPEAN COMMISSION (2011a), “The Economic Adjustment Programme for Ireland”, **European Economy Occasional Paper**, No.76.

EUROPEAN COMMISSION (2011b), “The Economic Adjustment Programme for Portugal”, **European Economy Occasional Paper**, No.79.

EUROPEAN COMMISSION (2012a), “The Financial Sector Adjustment Programme for Spain”, **European Economy Occasional Paper**, No.118.

EUROPEAN COMMISSION (2012b), **Eurostat Supplementary Table for The Financial Crisis**, Ekim 2013.

- EUROPEAN COMMISSION (2014a), "Post-Programme Surveillance for Ireland: Spring 2014 Report", **European Economy Occasional Paper**, No.195.
- EUROPEAN COMMISSION (2014b), Statement by Vice President Kallas on Portugal, Statement/14/162.
- EUROPEAN COMMUNITY (1957), The Treaty of Rome, http://www.epg.acp.int/fileadmin/user_upload/rometreaty2.pdf, (Erişim Tarihi: 1 Şubat 2011).
- EUROPEAN COMMUNITY (1987), **Treaties Establishing the European Communities, Single European Act**, http://europa.eu/eu-law/decision-making/treaties/pdf/treaties_establishing_the_european_communities_single_european_act/treaties_establishing_the_european_communities_single_european_act_en.pdf, (Erişim Tarihi: 10 Ocak 2012).
- EUROPEAN COUNCIL (2012), **Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union**, http://www.european-council.europa.eu/media/639235/st00tscg26_en12.pdf , (Erişim Tarihi: 10 Ocak 2013)
- EUROPEAN PARLIAMENT (2012), "Unconventional Monetary Policy Measures: A Comparison of the ECB, FED and BoE", **Policy Department A: Economic and Scientific Policy**, No. PE 475.116.
- EUROPEAN UNION (1992), **Treaty on European Union**, http://europa.eu/eu-law/decisionmaking/treaties/pdf/treaty_on_european_union/treaty_on_european_union_en.pdf (Erişim Tarihi: 10 Ocak 2012).
- FARHI Emmanuel -Jean TRIOLE (2009) "Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch and Systemic Bailouts," **NBER Working Papers**, No.15138.
- FATAS Antonio- Iian MIHOV (2003), "The Case For Restricting Fiscal Policy Discretion", **The Quarterly Journal of Economics**, MIT Press, Vol. 118(4), pp. 1419-1447.
- FEATHERSTONE, Kevin (2011), "The Greek Sovereign Debt Crisis and EMU: A Falling State in a Skewed Regime", **Journal of Common Market Studies**, Vol.49, No.2, pp.193-217.

- FELDSTEIN, Martin (1997), “The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability”, **Journal of Economic Perspectives**, Vol.11, No.4, pp.23-42.
- FELDSTEIN, Martin (1999), “Self-Protection for Emerging Market Economies”, **NBER Working Paper Series**, No. 6907.
- FELDSTEIN, Martin (2009), “Rethinking the Role of Fiscal Policy”, **American Economic Association**, Cambridge.
- FELTON Andrew- Carmen M. REINHART (2008), **The First Global Financial Crisis of the 21st Century**, A VoxEU.org Publication, CEPR, London.
- FERGUSON Roger, W. (2002), “Should Financial Stability be an Explicit Central Bank Objective?” **Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems Konferansı**, 16-17 Eylül 2002, Washington, D.C.
- FILARDO Andrew -Boris HOFFMANN (2014), “Forward Guidance at the Zero Lower Bound”, **BIS Quarterly Review**, Mart 2014.
- FISHER Stanley (2001), “Financial Sector Crisis Management”, IMF Conference on Deposit Insurance, <https://www.imf.org/external/np/speeches/1998/091098.htm>.
- FLEMING Marcus (1971), “On Exchange Rate Unification”, **The Economic Journal**, Vo.81, No.323, pp.467-488.
- FLOOD Robert, P.- Peter M. GARBER (1984), “Collapsing Exchange Rate Regimes”, **Journal of International Economics**, No.17, pp.1-15.
- FLOOD Robert, P.- Olivier JEANNE (2005) “An Interest Rate Defense of a Fixed Exchange Rate?”, **Journal of International Economics**, Vol. 66, No.2, pp. 471-484.
- FRANKEL Jeffrey A – Andrew K. ROSE (1997) “Is EMU More Justifiable Expost Than Ex Ante”, **European Economic Review**, No.41, pp. 753-760.
- FRANKEL Jeffrey A – Andrew K. ROSE (1998), “The Endogeneity of Optimum Currency Area Criteria” **The Economic Journal**, Vol.108, No.449, pp.1009-1025.

- FRATIANNI Michele – VON HAGEN, Juergen (1990) "The European Monetary System Ten Years After," **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, Vol. 32, No.1, pp.173-241.
- FREIXAS, Xavier (2001), "Crisis Management in Europe", **Financial Supervision in Europe**, ed. J.Kremers, D. Schoenmaker and P. Wierds, Edward Elgar, Cheltenham.
- FRIDMUC Jarko (2001). "The Endogeneity of Optimum Currency Area Criteria, Intra-Industry Trade and EMU Enlargement", **Bank of Austria**, June, 2001.
- FRIEDMAN Milton (1953), **Essays in Positive Economics**, TheUniversity of Chicago Press, Chicago.
- FRIEDMAN Milton (1968), "The Role of Monetary Policy", **The American Economic Review**, Vol.58, No.1. pp.1-17.
- FRYDALL Edward (1999), 'The Length and Cost of Banking Crises', **IMF Working Papers**, No. 99-30.
- GADANEK Blaise- Kaushik JAYARAM (2008), "Measures of Financial Stability- A Review", **Measuring Financial Innovation and Its Impact Konferansı**, Basel, 26-27 Ağustos 2008, vol. 31, pp 365-380 from Bank for International Settlements.
- GAGNON Joseph- Matthew RaASKIN, Julie REMACHE- Brian SACK (2010) "LargeScale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?" **Federal Reserve Bank of New York Staff Report**, No. 441.
- GAMBACORTA Leonardo- Boris HOFMANN- Gert PEERSMAN (2013), 'The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at The Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis', **BIS Working Papers**, No. 384.
- GARTNER Manfred - Björn GREISBACH- Florian JUNG (2011) "PIGS or Lambs? The European Sovereign Debt Crisis and the Role of Rating Agencies," **International Advances in Economic Research**, Vol. 17 No.3, pp.288-299.
- GERLACH Stefan-Alberto GIOVANNINI- Cédric TILLE- José VINALS (2010), "Are the Golden Years of Central Banking Over?", **Geneva Reports on the World Economy**, No. 10.

- GERLACH S- Alexander SCHULZ- Guntram B WOLFF (2010), “Banking and Sovereign Risk in the Eurozone”, **CEPR Discussion Papers**, No. 7833.
- GIAVAZZI, Francesco- Marco PAGANO (1988), “The Advantage of Tying One’s Hand: EMS Discipline nad Central Bank Credibility”, **European Economic Review**, No.32, pp.303-330.
- GIONNOE Domenico- Michele LENZA- Huw PILL- Lucrezia REICHLIN (2011) “NonStandard Monetary Policy Measures and Monetary Developments.”, **ECB Working Paper Series**, No.1290.
- GIL PAJERA Salvador – LLORCA VIVERO, Rafael & MARTINEZ SERRANO, José Antonio, (2008) "Trade effects of monetary agreements: Evidence for OECD countries," **European Economic Review**, Vol. 52 No.4, pp. 733-755.
- GIROUARD Nathalie Giro- Christophe ANDRE (2005), “Measuring Cyclically-adjusted Budget Balances for OECD Countries”, **OECD Economics Department Working Papers**, No. 434.
- GLICK Reuven- Andrew ROSE (2002) “Does a Currency Union Affect Trade? The Time Series Evidence”, **European Economic Review**, Vol.46, pp.1125–51.
- GOLDSTEIN Itay- Assaf RAZIN (2013), “Three Branches of Theories of Financial Crises”, **Nber Working Paper Series**, No. 18670.
- GOODHART Charles, A.E. (1988), **The Evolution of Central Banks**, The MIT Press, Massachusetts.
- GOODHART Charles, A.E. (2010), “The Changing Role of Central Banks”, **BIS Working Papers**, No.326.
- GOODHART Charles, A.E. (2013), “Lessons for Monetary Policy from the Euro-Area Crisis”, **Special Conference Paper, The Crisis in the Euro Area**, Bank of Greece, 23-24 May 2013.
- GOODHART Charles, A.E. -Dirk SCHOENMAKER (1995), “Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision be Separated”, **Oxford Economic Papers**, Vol. 47 No.4.

- GOODHART Charles, A.E. - Haizhou HUANG (1999), “A Model of The Lender of Last Resort”, **IMF Working Papers**, No. 99-39.
- GOLDSMITH Raymond W. (1969) **Financial Structure and Development**, Yale University Press, New Heaven, Conn.
- GREENWOOD Robin- Dimitri VAYANOS (2010), “Bond Supply and Excess Bond Return.” **London School of Economics**.
- GROSS Daniel – Niels THYGESEN (1998), **European Monetary Integration**, AddisonWesleyLongman, New York.
- GROSS Daniel (2012), “Banking Union: Ireland vs. Nevada, an Illustration of the Importance of an Integrated Banking System” **CEPS Commentaries**, 18 Ekim 2012.
- GUJARATI Damodar N.- Dawn C. PORTER (2009), **Basic Econometrics**, McGraw-Hill Irwin
- HABERLER Gottfried, (1970), “The International Monetary System: Some recent Developments and Discussions”, in **Approaches to Greater Flexibility in Exchange Rates**, ed. George Halm, Princeton University Press, pp. 115-23.
- HADJIMICHAEL Michael- Michel A. GALY, (1997), “The CFA Franc Zone and the EMU”, **IMF Working Paper**, No. 97/156.
- HAGAN Sean- Siddharth TIWARI- Jose VINALS (2013), “Sovereign Debt Restructuring- Recent Developments and Implications for the Fund’s Legal And Policy Framework”, **IMF Working Paper**, Vol.13, No.61.
- HALL, Peter (2012), “The Economics and Politics of the Euro Crisis” **German Politics**, Vol.21, No.4, pp.355-371.
- HAMILTON, James D.- Jing WU (2010) “The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment.” **Working paper, University of California**, San Diego.
- HENNING Randall C. – Martin KESSLER (2012), “Fiscal Federalism: US History for Architects of Europe's Fiscal Union”, **Bruegel Essay and Lecture Series**, Jan. 2012.

- HOELSCHER David S.- Marc QUINTYN (2003), “Managing Systemic Banking Crises”, **IMF Occasional Paper**, No.224.
- HONOHAN Patrick- Daniela KLINGEBIEL (2000), ‘Controlling Fiscal Costs of Banking Crises’ **Policy Research Paper**, No.2441.
- HONOHAN Patrick- Daniela KLINGEBIEL (2003), “The Fiscal Cost Implications of an Accommodating Approach to Banking Crises”, **Journal of Banking and Finance**, Vol.27, pp. 1539–1560.
- HONOHAN Patrick- - Luc LAEVEN (2005), **Systemic Financial Crises**, Cambridge University Press, New York.
- HOUBEN Aerd G. F- Jan KAKES- Garry J. SCHINASI (2004), “Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability”, **IMF Working Paper**, No.04/101.
- IMF (1998), **Toward a Framework for Financial Stability**, World Economic and Financial Surveys, Washington DC.
- IMF (2006), **Financial Soundness Indicators: Compilation Guide**, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fsi/guide/2006/>, Erişim Tarihi: 10 Mayıs 2012.
- IMF (2008), “Policies to Resolve Financial System Stress and Restore Sound Financial Intermediation”, **World Economic Outlook, October 2008**, pp.151-154.
- IMF (2010), “Greece: Staff Report on Request for Stand-By Arrangement”, **IMF Country Report**, No. 10/110.
- IMF (2013a), “Unconventional Monetary Policies—Recent Experience and Prospects”, International Monetary Fund,
- IMF (2013b), “Progress With Bank Restructuring and Resolution in Europe”, **IMF Country Report**, No.13/67.
- IMF (2013c), “Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement”, **IMF Country Report**, No. 13/156.
- ISHIYAMA, Yoshihide (1975), “The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey”, **IMF Staff Papers**, Vol.22, No.2, pp.349-359.
- JOHNSON, Harry G. (1969), “The Case for Flexible Exchange Rates, 1969” **Federal Reserve Bank of St. Louis**, June 1969

- JOYCE Michael- David MILES- Andrew SCOTT -Dimitri VAYANOS (2012), “Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – an Introduction”, *The Economic Journal*, Vol.122, No.564, pp.571-588.
- INGRAM, James (1962), **Regional Payments Mechanisms: The Case of Puerto Rico**, University of North Carolina Press.
- ISSING Otmar (2008), **The Birth of The Euro**, Cambridge University Press, Cambridge.
- KALEMLİ-ÖZCAN, Sebnem- Bent. E SORENSEN- Oved YOSHA, 2003, “Risk Sharing and Industrial Specialization: Regional and International Evidence,” **American-EconomicReview**, Vol.93, No. 3, pp. 903-18.
- KAMINSKY Graciela L- Carmen M. REINHART (1998) "Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now," **American Economic Review**, vol. 88 No.2, pp. 444-48.
- KANE Edward J.- Daniela KLINGEBIEL (2002), “Alternatives to Blanket Guarantees for Containing a Systemic Crisis”, **Journal of Financial Stability**, Vol.1, No.1.
- KANSU Aydan (2011), **Konut Balonundan Finansal Krize: ABD Mortgage Krizi**, Scala Yayıncılık, İstanbul.
- KARLUK, Rıdvan (1996), **Avrupa Birliği: Kuruluşu, Gelişmesi, Genişlemesi ve Kurumları**, Beta Basım Yayın, İstanbul.
- KAWAI Masahiro (1992), “Optimum Currency Areas”, **The New Palgrave Dictionary of Money and Finance** No.3, ed. Peter Newman, Murray Milgate ve John Eatwell, NewYork, pp.78-81.
- KENEN Peter, B. (1969), “The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View” in R. Mundell and A. Swoboda eds, **Monetary Problems of the International Economy**, The University of Chicago Press, Chicago, 1969. Pp. 41-60.
- KENEN Peter, B. (1995), **Economic and Monetary Union in Europe: Moving Beyond Maastricht**, Cambridge UniversityPress, New York.
- KENEN, Peter B. and Ellen E. MEADE (2008), **Regional monetary integration**, Cambridge University Press, Cambridge and New York.

- KİBRİTÇİOĞLU Aykut (2001), “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001”, **Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı**, Cilt 1, Yıl 7, Sayı 41, s. 174-182.
- KINDLEBERGER Charles P. (1994), **A Financial History of Western Europe**, George Allen and Unwin, London.
- KINDLEBERGER Charles P. (2000), **Manias, Panics, and Crashes**, John Wiley and Sons Inc., Canada.
- KINDLEBERGER Charles P.- Jean P. LAFFARGUE (1982), **Financial Crises: Theory, History and Policy**, Cambridge University Press, New York.
- KIRCHGÄSSNER Gebhard -Jürgen WOLTERS (2007) **Introduction to Modern Time Series Analysis**, Springer Berlin Heidelberg, New York.
- KLINGEBIEL Daniela- Luc LEAVEN (2002), “Managing the Real and Fiscal Effects of Banking Crises”, **World Bank Discussion Paper** No. 428.
- KLINGEBIEL Daniela (2000), ‘The Use of Asset Management Companies in the Resolution of Banking Crises Cross-Country Experiences’, **World Bank Policy Research Working Paper**, Şubat 2000.
- KLEIN Michael, (2002) “Dollarization and Trade.” **NBER Working Paper** No. 8879, April 2002.
- KRISHNAMURTHY Arvind -Annette Vissing JORGENSEN (2011), “The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates”, **NBER Working Paper** No. 17555.
- KRUGMAN Paul R. (1979), “A Model of Balance-of-Payments Crisis”, **Journal of Money Credit and Banking**, Vol.11, No.3, pp.311-325.
- KRUGMAN Paul R. (1987) “Is Free Trade Passe?” **Journal of Economic Perspectives**, Vol.1, No.2, pp.131-144.
- KRUGMAN Paul R (1993), “Lessons of Massachusetts for EMU”, **Adjustment and Growth in the European Monetary Union**, ed. Torres F. and Giavazzi F.,Cambridge University Press, pp.241-261.
- KRUGMAN Paul R (2001), ““Crises: The Next Generation?”, Tel Aviv University, 2001.

- KRUGMAN Paul R (2009), **The Return of Depression Economics**, W.W. Norton and Company, New York.
- KRUGMAN Paul R (2012), ‘Revenge of the Optimum Currency Area’, **NBER Macroeconomics Annual**, Vol. 27.
- KYDLAND Finn, E.- Edward C. PRESCOTT (1977), “Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”, **The Journal of Political Economy**, Vol.85, No.3, pp.473-492.
- LABONTE Marc (2010), “Financial Turmoil: Federal Reserve Policy Responses”, **Congressional Research Service**, Temmuz 2010.
- LABONTE Marc (2013), “Federal Reserve: Unconventional Monetary Policy Options”, **Congressional Research Service**, Kasım 2013.
- LAMFALUSSY REPORT (2001), **Final Report of Comitee of Wise Man on The Regulation of European Securities Market**, http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wisemen_en.pdf, (Erişim Tarihi: 10 Ocak 2013).
- LANE Phillipe (2012), “The European Sovereign Debt Crisis”, **Journal of Economic Perspectives**, Vol.26, No.3, pp.49-68.
- LAROSIÈRE GROUP (2009), The High- Level Group of Financial Supervision in the EU, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf, (Erişim Tarihi: 10 Ocak 2013).
- LEAVEN Luc- Fabian VALENCIA (2008a) “ Systemic Banking Crisis: A New Database” **IMF Working Paper**, No: WP/08/224.
- LEAVEN Luc- Fabian VALENCIA (2008b), “The Use of Blanket Guarantees in Banking Crises”, **IMF Working Paper**, No. 08/250.
- LEAVEN Luc- Fabian VALENCIA (2010), “Resolution of Banking Crises: The Good, The Bad, and The Ugly”, **IMF Working Papers**, No. 10-146.
- LEAVEN Luc- Fabian VALENCIA (2011), “The Real Effects of Financial Sector Interventions During Crises”, **IMF Working Paper**, No. 11-45.

- LEAVEN Luc- Fabian VALENCIA (2012a), “Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly”, **IMF Working Paper**, Vol.10, No.146.
- LEAVEN Luc- Fabian VALENCIA (2012b), “Systemic Banking Crises Database: An Update”, **IMF Working Paper**, Vol.12, No.163.
- LEVY Yeyati E. (2003), “On the Impact of Common Currency on Bilateral Trade”, **Economic Letters**, Vol.79, No.1, pp. 125-09.
- LENZ Ranier (2011), “Crisis in the Eurozone Financial Management without a Financial Policy”, Frederich Ebert Stiftung, Perspective, June 2011, <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/08169.pdf>, Erişim Tarihi: 10 Ocak 2012.
- LENZA Michele - Huw PILL-Lucrezia REICHLIN (2010). “Monetary Policy in Exceptional Times,” **Economic Policy**, No.62, pp. 295-339.
- LJUNDBERG, Jonas (2004), “Introduction.” , **The Price of the Euro**, ed. Jonas Ljungberg, Palgrave MacMillan, New York, pp. 1–28.
- MANASSE Paolo- Nouriel ROUBINI- Axel SCHIMMELPFENNIG (2003), “Predicting Sovereign Debt Crises”, **IMF Working Papers**, No. 03-221.
- MANASSE Paolo- Nouriel ROUBINI (2005), “Rules of Thumb” for Sovereign Debt Crises”, **IMF Working Papers**, No. 05-42.
- MANKIW Gregory, N. (2003), **Macroeconomics**, 5. Baskı, Worth Publishing.
- MASERA Ranier (2010) “Reforming financial systems after the crisis: a comparison of EU and USA”, **PSL Quarterly Review**, Vol.63, No.255, pp.299-362.
- MCANDREWS James - Asani SARKAR- Zhenyu WANG (2008), “The Effect of the Term Auction Facility on the LondonInter-Bank Offered Rate”, **FRB of New York Staff Report**, No. 335.
- MCKINNON Ronald I. (1963), “Optimum Currency Areas”, **American Economic Review**, Vol.53, No.4, pp.717-725.
- MCKINNON Ronald I. (2004), “Optimum Currency Areas and Key Currencies: Mundell I versus Mundel II”, **Journal of Common Market Studies**, Vol.42, No.4, pp. 689-715.

- MCKINNON Ronald I (2010), "Mundell Changed His Mind", **Econ Journal Watch**, Vol. 7, No.1, pp.76-77.
- MEADE, James, E. (1957) "The Balance of Payments Problems of a Free Trade Area," **The Economic Journal**, Sept. 1957, Vol. 67, No.267, pp.379-96.
- MINSKY Hymann P. (1977) "The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to 'Standard' Theory" **Nebraska Journal of Economics and Business** Vol.16, No.1 pp. 5–16.
- MINSKY Hymann P. 1982d. "The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and The Behavior of The Economy". **Financial Crises: Theory, History and Policy**, ed. Kindleberger, C.P., Laffargue, J.-P, Cambridge University Press, pp. 13–38.
- MISHKIN Frederic S. (1990), "What Does The Term Structure Tell us about Future Inflation", **Journal of Monetary Economics**, Vol.25, No.1, pp.77-96.
- MISHKIN Frederic S. (1991), "Anatomy of A Financial Crisis", **NBER Working Paper Series**, No. 3934.
- MISHKIN Frederic S. (1996), "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", **NBER Working Paper Series**, No. 5600.
- MISHKIN Frederic S. (1999), "Global Financial Instability: Framework, Events, Issues", **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 13, No. 4, pp. 3-20.
- MISHKIN Frederic S. (2001), "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries," **NBER Working Papers**, No. 8087.
- MISHKIN Frederic S. (2009), "Is Monetary Policy Effective During Financial Crisis?", **NBER Working Papers**, No.14678.
- MISHKIN Frederic S. (2010), "Over the Cliff: From Subprime to Global Financial Crisis", **NBER Working Papers**, No.16609.
- MISHKIN Frederic S. (2011), "Monetary Policy Strategy: Lessons from The Crisis" **NBER Working Papers**, No.16755.
- MODIGLIANI Franco- Richard SUTCH (1966), "Innovations in Interest Rate Policy, **American Economic Review**, No.56, pp.178-197.

- MONGELLI Francesco Paolo (2002), “ ”New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling US?”, **European Central Bank**.
- MONGELLI Francesco Paolo (2010), “The Transformational Impact of EMU and the Global Financial Crisis.” **CEPS Policy Brief**, No. 228/December 2010.
- MUNDELL Robert (1961), “Theory of Optimum Currency Areas”, **American Economic Review**, Vol.51, No.4, pp.657-665.
- MUNDELL, Robert (1973), “Uncommon Arguments for Common Currencies” **The Economics of Common Currencies: Proceedings**, ed. Harry G. Johnson and Alexander K. Swoboda. Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.
- MUNDELL Robert (2012), **The Case for a World Currency**, Columbia University, New York.
- NAKAMURA Emi-Jon STEINSSON (2014), “Fiscal Stimulus in a Monetary Union: Evidence from U.S. Regions”, **American Economic Review**, Vol.104 No.3.
- NELSON Rebecca M.-Paul BELKIN- Derek E. MIX (2010), “Greece’s Debt Crisis: Overview, Policy Responses and Implications” **CRS Report for Congress**, <http://www.cfr.org/greece/crs-greeces-debt-crisis-overview-policy-responses-implications/p22175>, Erişim Tarihi: 11 Eylül 2011.
- NEUMANN Manfred (2010) “ECB’s Monetary Policy”, **The Euro: the First Decade**, ed. Marco Buti et al, Cambridge: Cambridge University Press.
- NGAI Victor (2012), “Stability and Growth Pact and Fiscal Discipline in the Eurozone”, **Wharton Financial Institutions Center Working Paper** No.12-10, University of Pennsylvania.
- NIETO Maria J. - Garry J. SCHINASI (2007), “EU Framework for Safeguarding Financial Stability: Towards an Analytical Benchmark for Assessing its Effectiveness”, **IMF Working Papers**, No. 07/260.
- NITSCH Volker (2002), “Honey I Shrunk the Currency Union Effect on Trade” **World economy**, Vol.25, pp.457–74.
- OBSTFELD, Maurice (1994), “The Logic of Currency Crises”, **NBER Working Papers**, No.4640.

- OECD (2006), **Live Longer, Work Longer: A synthesis Report**, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2009a), **The Effectiveness and Scope of Fiscal Stimulus**, OECD Economic Outlook- Interim Report, Vol.2008/2, pp.105-150.
- OECD (2009b), **Economic Survey and Country Surveillance: Austria**, OECD Publishing.
- OECD (2009c), **Economic Survey and Country Surveillance: Belgium**, OECD Publishing.
- OECD (2009d), **Economic Survey and Country Surveillance: France**, OECD Publishing.
- OECD (2009e), **Economic Survey and Country Surveillance: Greece**, OECD Publishing.
- OECD (2009f), **Economic Survey and Country Surveillance: Ireland**, OECD Publishing.
- OECD (2009g), **Economic Survey and Country Surveillance: Italy**, OECD Publishing.
- OECD (2009h), **Economic Survey and Country Surveillance: Slovenia**, OECD Publishing.
- OECD (2009i), **Economic Survey and Country Surveillance: United Kingdom**, OECD Publishing.
- OECD (2010a), **Economic Survey and Country Surveillance: Germany**, OECD Publishing.
- OECD (2010b), **Economic Survey and Country Surveillance: Luxemburg**, OECD Publishing.
- OECD (2010c), **Economic Survey and Country Surveillance: Netherlands**, OECD Publishing.
- OECD (2010d), **Economic Survey and Country Surveillance: Portugal**, OECD Publishing.
- OECD (2010e), **Economic Survey and Country Surveillance: Spain**, OECD Publishing.

OECD (2011a), **Economic Survey and Country Surveillance: Austria**, OECD Publishing.

OECD (2011b), **Economic Survey and Country Surveillance: Belgium**, OECD Publishing.

OECD (2011c), **Economic Survey and Country Surveillance: France**, OECD Publishing.

OECD (2011d), **Economic Survey and Country Surveillance: Greece**, OECD Publishing.

OECD (2011e), **Economic Survey and Country Surveillance: Ireland**, OECD Publishing.

OECD (2011f), **Economic Survey and Country Surveillance: Slovenia**, OECD Publishing.

OECD (2011g), **Economic Survey and Country Surveillance: Sweden**, OECD Publishing.

OECD (2011h), **Limiting Long-Term Unemployment and Non-Participation in Sweden**, **Economics Department Working Papers**, No.842, Şubat 2011.

OECD (2012a), **Economic Survey and Country Surveillance: Germany**, OECD Publishing.

OECD (2012b), **Economic Survey and Country Surveillance: Luxemburg**, OECD Publishing.

OECD (2012c), **Economic Survey and Country Surveillance: Portugal**, OECD Publishing.

OECD (2012d), **Economic Survey and Country Surveillance: Sweden**, OECD Publishing.

ORTIZ Alberto- Pablo OTTONELLO – Frederico STURZENEGGER- Ernesto TALVI (2009), “Monetary and Fiscal Policies in a Sudden Stop: Is Tighter Brighter?”, **Harvard University, John F. Kennedy School of Government Working Papers**, No. rwp07-057.

- ÖZATAY Fatih (2009), **Finansal Krizler ve Türkiye**, Doğan Kitabevi, İstanbul.
- PADOA-SCHIOPPA Thomas (1988), “The EMS: a long-term view” **The European Monetary System** ed. Giavazzi F., Micossi S. ve M. Miller, Cambridge.
- PADOA-SCHIOPPA Thomas (2003), “Central Banks and Financial Stability: Exploring the Land in between”, **The Transformation of the European Financial System**, ed. V. Gaspar, P. Hartmann ve O. Sleijpen, Second ECB Central Bank Conference.
- PANETTA Fabio- Thomas FAEH-Giuseppe GRANDE- Corrinne HO-Michael KING-Avram LEVY- Federico M SIGNORETTI-Marco TABOGA- Andrea ZAGHINI (2009), “An assessment of financial sector rescue programmes” **BIS Papers**, No.48.
- PATTEILOHY Christiaan -Jan Willem van den END-Mostafa TABBAE- Jon FROST - Jakob de HAAN, “Unconventional Monetary Policy of the ECB during the Financial Crisis: An Assessment and New Evidence”, **De Nederlandche Bank Working Papers**, No.381.
- PERSSON Torsten (2001) “Currency union and trade: How large is the treatment effect?” **Economic Policy**, Vol.16, pp.433–62
- PISSANI –FERRY, Jean (2012), “The Euro Crisis and The New Impossible Trinity”, *Moneda y Credito*, No. 234/2012.
- PISSANI –FERRY, Jean -André SAPIR (2009), “Banking Crisis Management in the EU: An Interim Assessment” **Bruegel Working Paper**, No. 2009/07.
- PISSANI –FERRY, Jean -André SAPIR - Guntram WOLFF (2013), “EU-IMF Assistance to Euro-Area Countries: an Early Assessment”, **Bruegel Working Paper**, No.19.
- PEERSMAN Gert (2011) "Macroeconomic Effects of Unconventional Monetary Policy in the Euro Area," **CEPR Discussion Papers**, No.8348.
- POPOV Alexander- Neeltje VAN HOREN (2012), “The Impact of Sovereign Debt Exposure on Bank Lending: Evidence from The European Debt Crisis”, **DNB Working Paper**, No.382.

- PRATI Alessandro -Garry J. SCHINASI (1999), "Financial Stability in European Economic and Monetary Union", **Princeton Studies in International Finance**, No.86.
- RADELET Steven, and Jeffrey SACHS (1998), "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects," **Brookings Papers on Economic Activity**, Vol. 1, pp. 1-74.
- REINHART Carmen M. -Kenneth S. ROGOFF (2009), **Varieties of Crises and Their Dates**, Princeton University Press, No. 8973-1.
- REINHART Carmen M. -Kenneth S. ROGOFF (2010), "Growth in A Time of Debt", **NBER Working Paper Series**, No. 15639.
- REINHART Carmen M. -Kenneth S. ROGOFF (2011), **This Time is Different**, Princeton University Press, Arizona.
- REISS Ricardo (2013), "The Portuguese Slump and Crash and the Euro Crisis", **Brookings Papers on Economic Activity**- Spring 2013, pp.143-210.
- ROCKOFF, Hugh (2000), "How Long Did It Take the United States to Become an Optimal Currency Area?", **NBER Working Paper**, No.124.
- RODRIK Dani (2013), "The Euro Crisis, Portugal and Europe'e Future", <https://www.sss.ias.edu/files/pdfs/Rodrik/Presentations/The-Euro-Crisis-Portugal-and-the-Future-of-Europe.pdf>, Erişim Tarihi: 10 Haziran 2014.
- ROSE, Andrew K. (2000), "One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade", **Economic Policy**, Vol. 30, pp. 9-45.
- SAMUR Cengiz (2008), "Finansal Krizler ve Kriz Yönetme Politikaları: 1980 Sonrası Türkiye Örneği", Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Bursa.
- SAVAŞ Vural F.(1999), **Çağımızın Deneyi Euro**, Siyasal Kitabevi, Ankara.
- SCHICH Sebastian (2009), "Expanded Guarantees for Banks: Benefits, Costs and Exit Issues", **OECD Journal**, Vol.2009/2.
- SCHINASI Garry J. (2004), "Defining Financial Stability" **IMF Working Paper**, No.04/187.

- SCHINASI Garry J. (2006), **Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice**, IMF Books, Washington DC.
- SCHINASI Garry J. (2009), "Defining Financial Stability and a Framework for Safeguarding It" **Central Bank of Chile Working Papers**, No.550.
- SCITOVSKY, Tibor (1958), **Economic Theory and Western European Integration**, Stanford, 1958.
- SEVİM Cüneyt (2012), **Öncü Göstergeler Yaklaşımına Göre Finansal Krizler Ve Türkiye Örneği**, BDDK Uzmanlık Tezi No.11, Ankara.
- SEVÜKTEKİN Mustafa- Mehmet ÇINAR (2014), **Ekonometrik Zaman Serileri Analizi**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.
- SCHENKELBERG Heike - Sebastian WATZKA (2011) , "Real Effects of Quantitative Easing at the Zero-Lower Bound: Structural VAR-based Evidence from Japan," **CESifo Working Paper Series**, No. 3486.
- SCHUKNECHT Ludger- Philippe MOUTOT- Philipp ROTHERAND- Jürgen STARK (2011), "Stability and Growth Pact: Crisis and Reform" **ECB Occasional Paper Series**, No.129.
- SCHOENMAKER, Dirk (2013), "An Integrated Financial Framework for the Banking Union: Don't Forget Macro-Prudential Supervision", **European Commission Economic Papers**, No.495.
- SIMS, Christopher A, 1980. "Macroeconomics and Reality," **Econometrica**, Econometric Society, Vol. 48, No.1, pp. 1-48.
- SINGH Dalvinder - John Ra. LaBROSSE (2011), "Developing a Framework for Effective Financial Crisis Management", **OECD Journal: Financial Market Trends**, Vol.2011, No.2.
- SILVA Joao S. - Silvana TENREYRO (2010) "Currency Unions in Prospect and Retrospect," **Annual Review of Economics, Annual Reviews**, Annual Reviews, vol. 2 No.1,pp. 51-74.
- SHILLER Robert, J. (1996) "Why Do People Dislike Inflation", **NBER Working Paper**, No.5539.

- SNOWDAN Brian- Howard VANE (2005), **Modern Macroeconomics: It's Orgins, Development and Current State**, Edward-Elgar Publishing, Northampton.
- SPIILIMBERGO Antonio- Steve SYMANSKY-Olivier BLANCHARD-Carlo COTTARELLI (2008), 'Fiscal Policy for the Crisis', **IMF Staff Position Note**, No.8/1.
- STIGLITZ Joseph E. (2002), **Globalization and Its Discontents**, W. W. Norton & Company, New York.
- STIGLITZ Joseph E. (2010), **Free Fall-America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy**, W.W. Norton &Company Inc., New York.
- STOCK James H. – Mark W. WATSON (2001), "Vector Autoregressions", **The Journal of Economic Perspectives**, Vol.15, No.4, pp.101-115.
- STOLZ Stéphanie Marie -Michael WEDOW (2010), "Extraordinary Measures in Extraordinary Times – Public Measures in Support of The Financial Sector in The EU and The United States", **Deutsche Bundesbank**, No.13.
- STONE Mark - Kenji FUJITA- Kotaro ISHI (2011), "Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far", **IMF Working Paper**, No.11/145.
- STURZENENEGGER Federico – Jeromin ZETTELMEYER (2006), **Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises**, MIT Press, Massachusetts.
- STUBBART Charles I. (1987), "Improving the Quality of Crisis Thinking" **The Columbia Journal Of World Business**, Vol. 22, No.1, pp. 89-99.
- SUMMERS Lawrence H. (2000), "International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures", **American Economic Review**, Vol.90 No.2.
- SWANSON Eric (2011) "Let's Twist Again: A High-Frequency Event-Study Analysis of Operation Twist and Its Implications for QE2." **BPEA(Spring)**, pp. 151–88.
- SZCZERBOWICZ Urszula (2012), "The ECB's Unconventional Monetary Policies: Have they lowered market borrowing costs for banks and governments?", **European Summer Symposium In International Macroeconomics (ESSIM)**, TCMB, 21-24 Mayıs, İzmir.

- TARI Recep (2010), **Ekonometri**, Umuttepe Yayınları, Kocaeli.
- TAVLAS George S. (1993), “The ‘New’ Theory of Optimum Currency Areas”, **The World Economy**, Vol.16, pp. 663-685.
- TAVLAS George S.(1994), “The Theory of Monetary Ingeration”, **Open Economies Review 5**, pp. 211-230
- TAVLAS George S.(2009), “Optimum Currency Area Paradoxes”, **Review of International Economics**, Vol. 17, No.3, pp. 536–551.
- TAYLOR, John, B. (2008), “The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong”, **Festschrift in Honor of David Dodge’s Contributions to Canadian Public Policy**, Bank of Canada, Nov., pp. 1–18.
- TAYLOR John, B. - John C. WILLIAMS (2008), “A Black Swan In The Money Market”, **NBER Working Paper Series**, No. 13943.
- THORNTON Daniel L.(2011), “The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy: The Term Auction Facility”, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, Vol.93 No.6, pp. 439-53.
- TOWER, Edward and Thomas WILLET (1976), “The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange Rate Flexibility”, **International Finance Section**, No. 11, Princeton University.
- TRICHET Jean-Claude (2013), “Unconventional Monetary Policy Measures: Principles—Conditions—Raison d’etre “ **International Journal of Central Banking**, Vol.9, No.1, pp.229-250.
- UGAI Hiroshi (2007), “Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses”, **Monetary and Economic Studies**, Vol.25, No.1, pp. 1–48.
- VALDES P. Rodrigo (2007), “Policy Responses To Sudden Stops in Capital Flows: The Case of Chile in 1998”, **Central Bank of Chile Working Papers**, No.430.
- VERON, Nicolas (2012), “Europe's Single Supervisory Mechanism and The Long Journey Towards Banking Union”, **Bruegel Policy Contribution**, No.2012/16.

- VINOGRADOV Dmitri (2010), “Destructive Effects of Constructive Ambiguity in Risky Times” **Monetary policy and financial stability - what role for central bank communication Conference**, Amsterdam, 15-16 Kasım 2010.
- VON HAGEN, Jürgen (2007), “Fiscal Policies and the Sustainability of Public Finances in the European Union”, **Macroeconomics Policies for EU Accession**, ed. E. Başçı, S. Togan, J. von Hagen, Edward Elgar Publishing, Massachussetes.
- WEBER Sebastian - Charles WYPLOSZ (2009), “Exchange Rates during the Crisis” **World Bank Policy Research Working Paper**, No.5059.
- WEBER A. Axel (2011), “Challenges for Monetary Policy in The European Monetary Union”, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, No. 93(4), pp. 235-42.
- WEISS Martin A.(2013), “The Paris Club and International Debt Relief”, **Congressional Research Service**, No.7-5700.
- WERNER Pierre (1970), Report to the Council and Commission on the Realisation by Stages of Economic and Monetary Union in the Community, http://aei.pitt.edu/1002/1/monetary_werner_final.pdf, Erişim Tarihi: 10 Mayıs 2011.
- WHELAN Karl (2013), “Ireland’s Economic Crisis - The Good, The Bad and The Ugly”, **UCD Centre for Economic Research Working Paper Series**, No.WP13/06
- WOODFORD, Michael, G. (2012), “Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound”, **Columbia University**, Eylül 16, 2012.
- WILLET Thomas D. (1999), “The OCA Approach to Exchange Rate Regimes: A Perspective on Recent Developments”, **Claremont Colleges Working Paper**, 2001-04.
- WORLD ECONOMIC OUTLOOK (2008), **Financial Stress, Downturns, and Recoveries**, Ekim 2008, International Monetary Fund.
- WU Tao (2010) "The Term Auction Facility’s Effectiveness in the Financial Crisis of 2007–09," **Economic Letter**, Federal Reserve Bank of Dallas, vol. 5
- WYPLOSZ, Charles (2009), “The Euro’s Finest Hour”, **Finance and Development**, June 2009, pp.22-24.

YAVUZARSLAN Nursel (2011), “Finansal İstikrar ve Zorunlu Karşılıklar” **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**, Uzmanlık Yeterlilik Tezi.

YIFU LIN Justin- Volker TRIECHEL (2012), “The Crisis in the Euro Zone Did the Euro Contribute to the Evolution of the Crisis?” **World Bank Policy Research Paper**, No.6127.

YILMAZ Derya (2012), “Yunanistan Krizi ve Euro’dan Çıkış Tartışmaları”, **Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Cilt:49, No:564, pp. 37-46.

ZETTELMAYER Jeromin - Christoph TREBESH - Mitu GULATI (2013) ."The Greek Debt Restructuring: An Autopsy," **CESifo Working Paper Series**, No. 4333,

EK.1 VAR GECİKME UZUNLUĞU SEÇME KRİTERLERİ

Tablo A.1. Almanya İçin Kurulan Modelde Gecikme Uzunluğu Seçim Kriterleri

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SIC	HQ
0	303.4844	NA	1.01e-09	-9.358888	-9.223958	-9.305733
1	371.7673	125.8966*	1.98e-10*	-10.99273	-10.31808*	-10.72695*
2	381.5340	16.78645	2.42e-10	-10.79794	-9.583566	-10.31954
3	395.3577	22.03157	2.63e-10	-10.72993	-8.975836	-10.03890
4	409.3713	20.58242	2.88e-10	-10.66785	-8.374039	-9.764204
5	421.0446	15.68606	3.46e-10	-10.53264	-7.699111	-9.416373
6	435.4634	17.57287	3.92e-10	-10.48323	-7.109976	-9.154336
7	452.2798	18.39292	4.26e-10	-10.50874	-6.595768	-8.967224
8	472.4951	19.58362	4.36e-10	-10.64047	-6.187777	-8.886331
9	502.2646	25.11802	3.51e-10	-11.07077	-6.078353	-9.104005
10	525.9533	17.02623	3.71e-10	-11.31104	-5.778903	-9.131652
11	549.4943	13.97747	4.44e-10	-11.54670	-5.474838	-9.154685
12	603.2656	25.20529	2.46e-10	-12.72705*	-6.115470	-10.12241

Gecikme uzunluğu FPE, LR, SC ve HQ kriterlerine göre 1 olarak tespit edilmiştir. AIC kriterine göre ise gecikme uzunluğu 12 olarak tespit edilmiştir. SIC kriteri baz alınarak gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir.

Tablo A.2 Avusturya İçin Kurulan Modelde Gecikme Uzunluğu Seçim Kriterleri

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SIC	HQ
0	166.9493	NA	7.22e-08	-5.092164	-4.957234	-5.039008
1	366.3990	367.7355	2.34e-10*	-10.82497	-10.15032*	-10.55919*
2	381.9229	26.68164	2.39e-10	-10.81009	-9.595718	-10.33169
3	394.8704	20.63510	2.67e-10	-10.71470	-8.960607	-10.02367
4	408.1025	19.43471	3.00e-10	-10.62820	-8.334391	-9.724556
5	432.5653	32.87184*	2.42e-10	-10.89267	-8.059132	-9.776394
6	450.4456	21.79159	2.46e-10	-10.95142	-7.578170	-9.622529
7	464.4274	15.29258	2.92e-10	-10.88836	-6.975380	-9.346837
8	483.7802	18.74807	3.06e-10	-10.99313	-6.540436	-9.238990
9	503.5079	16.64526	3.38e-10	-11.10962	-6.117206	-9.142858
10	528.3822	17.87836	3.44e-10	-11.38694	-5.854805	-9.207555
11	558.8090	18.06594	3.32e-10	-11.83778	-5.765923	-9.445770
12	588.1839	13.76947	3.94e-10	-12.25575*	-5.644167	-9.651111

Gecikme uzunluğu FPE, SIC ve HQ kriterlerine göre 1 olarak tespit edilmiştir. Modelde gecikme uzunluğu 1 olarak seçilmiştir.

Tablo A.3 Belçika İçin Kurulan Modelde Gecikme Uzunluğu Seçim Kriterleri

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SIC	HQ
0	323.8368	NA	5.36e-10	-9.994900	-9.859970	-9.941745
1	381.4441	106.2135	1.46e-10	-11.29513	-10.62048*	-11.02935*
2	403.4505	37.82341	1.22e-10	-11.48283	-10.26846	-11.00443
3	419.1403	25.00559	1.25e-10	-11.47313	-9.719041	-10.78211
4	439.4801	29.87417	1.13e-10	-11.60875	-9.314941	-10.70511
5	459.6052	27.04307*	1.04e-10*	-11.73766	-8.904128	-10.62139
6	468.9666	11.40919	1.38e-10	-11.53021	-8.156951	-10.20131
7	483.6868	16.10025	1.60e-10	-11.49021	-7.577237	-9.948694
8	502.8667	18.58049	1.69e-10	-11.58958	-7.136887	-9.835442
9	533.5993	25.93067	1.32e-10	-12.04998	-7.057562	-10.08321
10	545.9022	8.842660	1.99e-10	-11.93444	-6.402304	-9.755054
11	568.8065	13.59946	2.43e-10	-12.15020	-6.078345	-9.758192
12	604.0068	16.50013	2.40e-10	-12.75021*	-6.138633	-10.14558

Gecikme uzunluğu LR ve FPE kriterlerine göre 5, SIC ve HQ kriterlerine göre 1, AIC kriterine göre ise 12'dir. SIC kriteri baz alınarak gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir.

Tablo A.4 Fransa İçin Kurulan Modelde Gecikme Uzunluğu Seçim Kriterleri

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SIC	HQ
0	158.9943	NA	9.26e-08	-4.843573	-4.708643	-4.790418
1	407.6304	458.4227	6.45e-11*	-12.11345	-11.43880*	-11.84767*
2	423.1060	26.59879	6.60e-11	-12.09706	-10.88269	-11.61866
4	444.1280	8.190240	9.73e-11	-11.75400	-9.460187	-10.85035
5	455.2545	14.95124	1.19e-10	-11.60170	-8.768169	-10.48543
6	481.1489	31.55883*	9.41e-11	-11.91090	-8.537649	-10.58201
7	492.0951	11.97239	1.23e-10	-11.75297	-7.839997	-10.21145
8	512.3365	19.60887	1.25e-10	-11.88552	-7.432820	-10.13137
9	529.7069	14.65622	1.49e-10	-11.92834	-6.935922	-9.961574
10	550.2259	14.74805	1.74e-10	-12.06956	-6.537421	-9.890171
11	574.3026	14.29554	2.04e-10	-12.32196	-6.250098	-9.929944
12	616.9441	19.98821	1.60e-10	-13.15450*	-6.542924	-10.54987

FPE, SIC ve HQ kriterlerine göre gecikme uzunluğu 1, LR kriterine göre 6, AIC kriterine göre ise 12 olarak gösterilmiştir. Bu doğrultuda gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir.

Tablo A.5 Hollanda İçin Kurulan Modelde Gecikme Uzunluğu Seçim Kriterleri

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	232.3228	NA	9.36e-09	-7.135087	-7.000157	-7.081931
1	317.8048	157.6075	1.07e-09	-9.306400	-8.631749*	-9.040621*
2	331.2775	23.15627	1.16e-09	-9.227423	-8.013052	-8.749021
3	352.9217	34.49537*	9.91e-10*	-9.403803	-7.649711	-8.712777
4	363.7005	15.83129	1.20e-09	-9.240639	-6.946826	-8.336990
5	373.6279	13.33999	1.52e-09	-9.050871	-6.217337	-7.934599
6	392.0252	22.42168	1.52e-09	-9.125786	-5.752531	-7.796891
7	409.3592	18.95910	1.63e-09	-9.167475	-5.254499	-7.625956
8	424.7840	14.94274	1.94e-09	-9.149499	-4.696802	-7.395357
9	440.7403	13.46312	2.40e-09	-9.148133	-4.155716	-7.181368
10	462.2047	15.42753	2.72e-09	-9.318895	-3.786757	-7.139507
11	485.5723	13.87453	3.27e-09	-9.549134	-3.477275	-7.157122
12	524.1260	18.07207	2.92e-09	-10.25394*	-3.642359	-7.649303

LR ve FPE kriterleri gecikme uzunluğunu 3, SC ve HQ kriterleri 1, AIC kriteri ise 12 olarak göstermektedir. SIC kriteri baz alınarak gecikme uzunluğu 1 olarak seçilmiştir.

Tablo A.6 İrlanda İçin Kurulan Modelde Gecikme Uzunluğu Seçim Kriterleri

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SIC	HQ
0	-98.19212	NA	0.000286	3.193504	3.328434	3.246660
1	-29.44689	126.7490	5.52e-05*	1.545215*	2.219866*	1.810994*
2	-13.67806	27.10268*	5.59e-05	1.552439	2.766811	2.030842
3	-8.890900	7.629536	8.06e-05	1.902841	3.656933	2.593866
4	0.312583	13.51762	0.000103	2.115232	4.409045	3.018881
5	5.818856	7.399055	0.000150	2.443161	5.276695	3.559433
6	14.16494	10.17179	0.000205	2.682346	6.055600	4.011241
7	22.68270	9.316292	0.000288	2.916166	6.829141	4.457684
8	46.06782	22.65434	0.000267	2.685381	7.138077	4.439523
9	63.79974	14.96131	0.000313	2.631258	7.623675	4.598023
10	97.24479	24.03863	0.000244	2.086100	7.618238	4.265489
11	116.6500	11.52182	0.000332	1.979689	8.051547	4.371701
12	139.2853	10.61031	0.000487	1.772335	8.383914	4.376970

FPE, AIC, SIC, HQ kriterleri gecikme uzunluğunun 1 olduğuna işaret etmektedir. LR kriteri ise gecikme uzunluğunu 2 olarak işaret etmektedir. LR dışındaki dört kriterde 1 gecikme uzunluğuna işaret ettiğinden modelde gecikme uzunluğu 1 olarak seçilmiştir.

Tablo A.7 İspanya İçin Kurulan Modelde Gecikme Uzunluğu Seçim Kriterleri

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SIC	HQ
0	136.6386	NA	1.86e-07	-4.144957	-4.010027	-4.091801
1	360.1800	412.1544	2.84e-10	-10.63062	-9.955973*	-10.36485*
3	388.9842	21.63366	3.21e-10	-10.53075	-8.776662	-9.839729
4	418.0500	42.69040*	2.20e-10*	-10.93906	-8.645248	-10.03541
5	431.1646	17.62273	2.53e-10	-10.84889	-8.015358	-9.732620
6	441.9920	13.19599	3.20e-10	-10.68725	-7.313996	-9.358356
7	463.4251	23.44246	3.01e-10	-10.85704	-6.944060	-9.315517
8	471.2163	7.547701	4.53e-10	-10.60051	-6.147813	-8.846368
9	499.5282	23.88818	3.82e-10	-10.98526	-5.992840	-9.018492
10	517.7415	13.09080	4.80e-10	-11.05442	-5.522285	-8.875034
11	537.6212	11.80357	6.43e-10	-11.17566	-5.103805	-8.783651
12	564.3564	12.53211	8.29e-10	-11.51114*	-4.899558	-8.906502

Gecikme uzunluğu LR ve FPE kriterlerine göre 4, SIC ve HQ kriterlerine göre 1 ve AIC kriterine göre 12'dir. SIC baz alınmış ve gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir.

Tablo A.8 İtalya İçin Kurulan Modelde Gecikme Uzunluğu Seçim Kriterleri

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SIC	HQ
0	340.2578	NA	3.21e-10	-10.50806	-10.37313	-10.45490
1	397.9476	106.3657	8.74e-11*	-11.81086	-11.13621*	-11.54508*
2	413.8403	27.31550*	8.82e-11	-11.80751	-10.59314	-11.32911
3	421.1488	11.64799	1.18e-10	-11.53590	-9.781809	-10.84488
4	437.3666	23.81989	1.20e-10	-11.54271	-9.248894	-10.63906
5	446.8099	12.68932	1.55e-10	-11.33781	-8.504274	-10.22154
6	463.2408	20.02516	1.65e-10	-11.35127	-7.978019	-10.02238
7	486.1390	25.04498	1.48e-10	-11.56684	-7.653869	-10.02533
8	496.2988	9.842310	2.07e-10	-11.38434	-6.931642	-9.630196
9	523.0941	22.60849	1.83e-10	-11.72169	-6.729273	-9.754925
10	541.0834	12.92986	2.31e-10	-11.78386	-6.251720	-9.604469
11	574.3460	19.74963	2.04e-10	-12.32331	-6.251454	-9.931300
12	598.3719	11.26214	2.87e-10	-12.57412*	-5.962542	-9.969487

Gecikme uzunluğu FPE, SIC ve HQ kriterlerine göre 1 olarak tespit edilmiştir. LR kriteri gecikme uzunluğunu 2, AIC ise 12 vermektedir.

Tablo A.9 Lüksemburg İçin Kurulan Modelde Gecikme Uzunluğu Seçim Kriterleri

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SIC	HQ
0	105.4433	NA	4.94e-07	-3.170102	-3.035171	-3.116946
1	264.7242	293.6742	5.61e-09	-7.647631	-6.972980*	-7.381851*
2	284.2137	33.49768	5.07e-09	-7.756679	-6.542308	-7.278277
3	297.5393	21.23756	5.59e-09	-7.673102	-5.919009	-6.982076
4	306.7562	13.53739	7.12e-09	-7.461131	-5.167318	-6.557483
5	330.3742	31.73673	5.89e-09	-7.699195	-4.865661	-6.582923
6	359.4600	35.44822	4.22e-09	-8.108124	-4.734869	-6.779228
7	390.9585	34.45153*	2.90e-09*	-8.592453	-4.679478	-7.050934
8	408.0638	16.57079	3.26e-09	-8.626995	-4.174298	-6.872853
9	422.5211	12.19834	4.24e-09	-8.578785	-3.586368	-6.612020
10	441.0621	13.32633	5.27e-09	-8.658191	-3.126053	-6.478802
11	465.9752	14.79215	6.04e-09	-8.936725*	-2.864866	-6.544713

LR, FPE kriterlerine göre gecikme uzunluğu 7, SIC ve HQ kriterlerine göre 1, AIC kriterine göre ise 12 olarak gösterilmektedir. SIC kriteri baz alındığından bu modelde gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir.

Tablo A.10 Portekiz İçin Kurulan Modelde Gecikme Uzunluğu Seçim Kriterleri

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SIC	HQ
0	139.2581	NA	1.72e-07	-4.226817	-4.091887	-4.173661
1	334.4901	359.9590*	6.35e-10*	-9.827816	-9.153165*	-9.562037*
2	345.0799	18.20113	7.56e-10	-9.658746	-8.444374	-9.180344
3	357.5587	19.88810	8.57e-10	-9.548709	-7.794616	-8.857683
4	370.9239	19.63018	9.58e-10	-9.466372	-7.172559	-8.562723
5	383.7578	17.24559	1.11e-09	-9.367432	-6.533898	-8.251160
6	398.2347	17.64368	1.26e-09	-9.319834	-5.946580	-7.990939
7	414.9022	18.23007	1.37e-09	-9.340693	-5.427718	-7.799175
8	434.7739	19.25076	1.42e-09	-9.461686	-5.008989	-7.707543
9	454.2608	16.44208	1.57e-09	-9.570651	-4.578234	-7.603886
10	480.6624	18.97613	1.53e-09	-9.895701	-4.363563	-7.716312
11	514.0779	19.84044	1.34e-09	-10.43993*	-4.368076	-8.047923
12	527.8736	6.466742	2.59e-09	-10.37105	-3.759471	-7.766415

LR, FPE, SIC ve HQ kriterlerine göre gecikme uzunluğu 1'dir. AIC ise gecikme uzunluğunu 12 vermektedir. SIC'yi takip ederek gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir.

Tablo A.11 Slovenya İçin Kurulan Modelde Gecikme Uzunluğu Seçim Kriterleri

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SIC	HQ
0	228.1440	NA	1.07e-08	-7.004499	-6.869569	-6.951343
1	296.5790	126.1770	2.07e-09	-8.643093	-7.968442*	-8.377314*
2	313.3265	28.78485*	2.04e-09*	-8.666454	-7.452082	-8.188051
3	328.2957	23.85706	2.14e-09	-8.634239	-6.880147	-7.943213
4	341.2882	19.08273	2.42e-09	-8.540255	-6.246441	-7.636606
5	354.1244	17.24874	2.80e-09	-8.441388	-5.607854	-7.325116
6	369.0512	18.19196	3.12e-09	-8.407849	-5.034594	-7.078953
7	384.7311	17.14995	3.52e-09	-8.397847	-4.484872	-6.856329
8	407.2907	21.85460	3.34e-09	-8.602834	-4.150138	-6.848692
9	434.5918	23.03530	2.91e-09	-8.955994	-3.963576	-6.989228
10	456.7211	15.90542	3.23e-09	-9.147534	-3.615396	-6.968145
11	475.6790	11.25626	4.46e-09	-9.239968	-3.168110	-6.847957
12	526.0063	23.59094	2.75e-09	-10.31270*	-3.701118	-7.708062

LR, FPE gecikme uzunluğunu 2, SIC ve HQ gecikme uzunluğunu 1, AIC ise 12 vermektedir. Modelde gecikme uzunluğu SIC'yi takiben 1 olarak belirlenmiştir.

Tablo A.12 Yunanistan İçin Kurulan Modelde Gecikme Uzunluğu Seçim Kriterleri

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SIC	HQ
0	128.1695	NA	2.43e-07	-3.880298	-3.745368	-3.827142
1	242.6954	211.1570	1.12e-08	-6.959231	-6.284580	-6.693452
2	279.2079	62.75589	5.92e-09	-7.600247	-6.385875*	-7.121845
3	293.4143	22.64141	6.36e-09	-7.544196	-5.790104	-6.853171
4	316.5031	33.91168	5.25e-09	-7.765721	-5.471908	-6.862072
5	331.2718	19.84552	5.73e-09	-7.727245	-4.893711	-6.610973
6	380.7705	60.32648*	2.17e-09*	-8.774078	-5.400823	-7.445182*
7	392.0351	12.32064	2.80e-09	-8.626096	-4.713121	-7.084577
8	402.9133	10.53828	3.83e-09	-8.466041	-4.013344	-6.711899
9	427.2524	20.53608	3.66e-09	-8.726636	-3.734219	-6.759871
10	447.8090	14.77508	4.27e-09	-8.869031	-3.336893	-6.689643
11	475.4365	16.40381	4.49e-09	-9.232390	-3.160531	-6.840378
12	512.1284	17.19934	4.24e-09	-9.879012*	-3.267433	-7.274377

LR, FPE, HQ gecikme uzunluğunu 6, SIC 2 ve AIC 12 olarak vermiştir. SIC'yi takiben gecikme uzunluğu 2 seçilmiştir.

Tablo A.13 İngiltere İçin Kurulan Modelde Gecikme Uzunluğu Seçim Kriterleri

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SIC	HQ
0	318.4171	NA	6.35e-10	-9.825535	-9.690605	-9.772379
1	377.2855	108.5385	1.67e-10*	-11.16517	-10.49052*	-10.89939*
2	386.2634	15.43090	2.09e-10	-10.94573	-9.731361	-10.46733
3	395.3758	14.52287	2.63e-10	-10.73049	-8.976402	-10.03947
4	409.6507	20.96620	2.86e-10	-10.67658	-8.382771	-9.772935
5	430.4827	27.99298	2.58e-10	-10.82758	-7.994049	-9.711311
6	456.8845	32.17725*	2.01e-10	-11.15264	-7.779386	-9.823746
7	469.1070	13.36835	2.52e-10	-11.03459	-7.121619	-9.493075
8	492.8368	22.98819	2.31e-10	-11.27615	-6.823452	-9.522007
9	502.1072	7.821918	3.53e-10	-11.06585	-6.073432	-9.099084
10	530.4265	20.35449	3.23e-10	-11.45083	-5.918689	-9.271439
11	550.6100	11.98399	4.29e-10	-11.58156	-5.509705	-9.189552
12	600.7246	23.49118	2.66e-10	-12.64764*	-6.036063	-10.04301

LR gecikme uzunluğunu 6; FPE, SIC ve HQ 1, AIC ise 12 vermektedir. Modelde ise gecikme uzunluğu 1 olarak seçilmiştir.

Tablo A.14 İsveç İçin Kurulan Modelde Gecikme Uzunluğu Seçim Kriterleri

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SIC	HQ
0	134.8108	NA	1.97e-07	-4.087836	-3.952906	-4.034680
1	261.4840	233.5538	6.21e-09	-7.546375	-6.871724*	-7.280596
2	275.3661	23.85990	6.68e-09	-7.480191	-6.265820	-7.001789
3	314.9771	63.12996*	3.24e-09*	-8.218034*	-6.463941	-7.527008*
4	328.9961	20.59041	3.55e-09	-8.156128	-5.862314	-7.252479
5	336.5818	10.19331	4.85e-09	-7.893181	-5.059647	-6.776909
6	352.1065	18.92072	5.31e-09	-7.878328	-4.505073	-6.549432
7	365.1305	14.24498	6.49e-09	-7.785327	-3.872352	-6.243809
8	369.3978	4.133952	1.09e-08	-7.418681	-2.965984	-5.664539
9	380.2078	9.120965	1.59e-08	-7.256494	-2.264077	-5.289729
10	392.6634	8.952456	2.39e-08	-7.145731	-1.613593	-4.966343
11	413.8663	12.58924	3.08e-08	-7.308323	-1.236464	-4.916311
12	446.3936	15.24716	3.31e-08	-7.824800	-1.213221	-5.220165

LR, FPE AIC ve HQ kriterleri gecikme uzunluğunu 3, SIC kriteri ise 1 olarak vermektedir. SIC kriteri baz alınmış ve gecikme uzunluğu 1 olarak belirlenmiştir.

Tablo A.15 ABD İçin Kurulan Modelde Gecikme Uzunluğu Seçim Kriterleri

Gecikme	LogL	LR	FPE	AIC	SIC	HQ
0	150.9625	NA	1.19e-07	-4.592578	-4.457648	-4.539422
1	428.1020	510.9760	3.40e-11	-12.75319	-12.07854	-12.48741
2	462.7211	59.50147	1.91e-11	-13.33503	-12.12066*	-12.85663
3	482.8275	32.04469	1.71e-11	-13.46336	-11.70927	-12.77234
4	495.9614	19.29034	1.93e-11	-13.37379	-11.07998	-12.47014
5	517.3934	28.79932	1.71e-11	-13.54355	-10.71001	-12.42727
6	543.1745	31.42062	1.35e-11	-13.84920	-10.47595	-12.52031
7	558.7965	17.08663	1.53e-11	-13.83739	-9.924416	-12.29587
8	572.1940	12.97878	1.93e-11	-13.75606	-9.303366	-12.00192
9	593.7326	18.17319	2.01e-11	-13.92914	-8.936726	-11.96238
10	614.8829	15.20176	2.31e-11	-14.09009	-8.557951	-11.91070
11	641.5813	15.85221	2.50e-11	-14.42442	-8.352557	-12.03240
12	698.8407	26.84033*	1.24e-11*	-15.71377*	-9.102192	-13.10914*

LR, FPE AIC ve HQ kriterleri gecikme uzunluğunu 12, SIC kriteri ise 3 olarak vermektedir. SIC kriteri baz alınmış ve gecikme uzunluğu 3 olarak belirlenmiştir.

ÖZGEÇMİŞ

Adı, Soyadı	Derya		YILMAZ
Doğum Yeri ve Yılı	Bursa		1983
Bildiği Yabancı Diller ve Düzeyi	İngilizce		
Eğitim Durumu	Başlama - Bitirme Yılı		Kurum Adı
Lise	1998	2001	BURSA ANADOLU LİSESİ
Lisans	2001	2004	YEDİTEPE ÜNİVERSİTESİ -İŞLETME YEDİTEPE ÜNİVERSİTESİ- İKTİSAT (ÇİFT ANADAL)
Yüksek Lisans	2005	2008	ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ- İKTİSAT
Doktora			
Çalıştığı Kurum (lar)	Başlama - Ayrılma Yılı		Çalışılan Kurumun Adı
1.	2009	-	Araş. Gör.- ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
Üye Olduğu Bilimsel ve Mesleki Kuruluşlar			
Katıldığı Proje ve Toplantılar	<p>Yılmaz, D. ve Gayğusuz, F. (2009). 2008 Krizinin Yeni Global Ekonomik Yapı Üzerine Etkileri. Uluslararası Davraz Kongresi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Isparta, 24-27 Eylül.</p> <p>Yılmaz,D. (2012). Greek Debt Crisis and Exiting The Euro Argument. CES Annual International Conference on European Debt Crisis,Kırklareli, 17-18 May 2012.</p> <p>Ertürk, E. ve Yılmaz, D. (2012). Latin American Debt Crisis and Lessons for Europe. International Interdisciplinary Social Inquiry Conference, Bursa, 17-21 Haziran 2012.</p> <p>Yılmaz, D. ve Çetin I. (2013). Monetary Policy Effectiveness in an Economic and Monetary Union (EMU). Business and Social Science Research Conference: Dubrovnik , Croatia, June 27-28, 2013.</p> <p>Ertürk, E. , Yılmaz, D. ve Çetin, I.(2014) .The Macro-Effectiveness of Unconventional Monetary Policy: Comparing FED, ECB, BoE and BoJ . 2nd International Interdisciplinary Business-Economics Advancement Conference (IIBA 2014), July 16-19,</p>		

	2014, Istanbul, Turkey.
Yayımlar:	<p>Hekim, D. (2008) “Para İkamesi Histerisi: Türkiye Örneği” Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt:3 Say: 2, ss. 27-43.</p> <p>Yılmaz, D. (2012)“Yunanistan Krizi ve Euro’dan Çıkış Tartışmaları” Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar. Cilt.49 sayı:562: ss. 37-47.</p> <p>Ertürk, E. ve Yılmaz D. (2014) “Latin American Debt Crisis and Lessons for Europe”. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi. Cilt:14 Sayı:1, ss. 159-174.</p> <p>Yılmaz, D. ve Murat, D. (2015). “Fiscal Costs of Banking Interventions in the Eurozone” . Business and Economics Research Journal. Cilt:6, Sayı:2 –<i>Yayımlanmak üzere kabul yazısı alınmıştır.</i></p>
Diğer:	
İletişim (e-posta):	deryay@uludag.edu.tr
	<p style="text-align: right;">Tarih İmza Adı Soyadı</p>

ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ

TEZ ÇOĞALTMA VE ELEKTRONİK YAYIMLAMA İZİN FORMU

Yazar Adı Soyadı	Derya YILMAZ
Tez Adı	Para Birliği ve Finansal Kriz Yönetimi: AB Açısından Bir Analiz
Enstitü	Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı	İktisat
Tez Türü	Doktora
Tez Danışman(lar)ı	Prof. Dr. Emin ERTÜRK
Çoğaltma (Fotokopi Çekim) izni	<input type="checkbox"/> Tezimden fotokopi çekilmesine izin veriyorum <input type="checkbox"/> Tezimin sadece içindekiler, özet, kaynakça ve içeriğinin % 10 bölümünün fotokopi çekilmesine izin veriyorum <input checked="" type="checkbox"/> Tezimden fotokopi çekilmesine izin vermiyorum
Yayımlama izni	<input checked="" type="checkbox"/> Tezimin elektronik ortamda yayımlanmasına izin Veriyorum

Hazırlamış olduğum tezimin belirttiğim hususlar dikkate alınarak, fikri mülkiyet haklarım saklı kalmak üzere Uludağ Üniversitesi Kütüphane ve Dokümantasyon Daire Başkanlığı tarafından hizmete sunulmasına izin verdiğimi beyan ederim.

Tarih : 3/12/2014

İmza :

