T.C

YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI
İKTİSAT YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

AVRUPA BORÇ KRİZİ VE TEK TAHVİL PİYASASI ÖNERİLERİ

BURÇİN CENDERE
11710028

TEZ DANIŞMANI
PROF. DR. GÜLSÜN GÜRKAN YAY

İSTANBUL
2014

TC

YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

İKTİSAT YÜKSEK LİSAN PROGRAMI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

AVRUPA ' DA BORÇ KRİZİ VE TEK TAHVİL PİYASASI ÖNERİLERİ

Burçin CENDERE

11710028

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih: 25 ARALIK 2014

Tezin Savunmaya Verildiği Tarih: 13 MART 2015

Tez Oy birliği/ ~~Oy çokluğu~~ ile başarılı bulunmuştur.

	Unvan Ad Soyadı	İmza
Tez Danışmanı :	Prof.Dr. GÜLSÜN YAY	
Jüri Üyeleri:	Prof Dr. Hüseyin TAŞTAN	
	Yard.Doç.Dr. Zahide Ayyıldız ONARAN	

İSTANBUL

ARALIK /2014

ÖZ

AVRUPA'DA BORÇ KRİZİ VE TEK TAHVİL PİYASASI ÖNERİLERİ

Burçin Cendere

Aralık, 2014

Bu çalışma üç bölümden oluşmakta olup ilk bölümde Avrupa Borç Krizi'nin nedenleri derinlemesine incelenirken, ikinci bölümde ise Avrupa Ekonomileri ve Avrupa Merkez Bankası'nın aldığı kriz sonrası genel önlemler, son bölümde ise AB ekonomilerinin, güncel çözüm önerilerinden biri olan ortak tahvil piyasası önerileri üzerinde durulmuştur.

Anahtar Kelime: 2008 ABD Mortgage, Avrupa Borç Krizi Nedenleri, Çıkış Yolları, Tek Tahvil Piyasası Önerileri.

ABSTRACT

EUROPEAN DEBT CRISIS AND THE NEW EUROPEAN BOND MARKET SUGGESTIONS

Burçin Cendere

December, 2014

This study consist of three part. In the first part, I deeeply determined the resaons of European Debt Crisis. In the second part, I studied general measures which was taken by European Economies and European Centrel Bank. In the final part, I examined the one of the solution recomendations of European Debt Crisis: Single European Bond Market.

Key Words: Mortgage Crisis, European Soveign Debt Crisis, Causes and Consequences, Single Bond Market, Blue and Red Bond, ESBies, German Expense, Eurobill, Stability Bond.

ÖNSÖZ

Bu tez çalışmasının planlanmasında, araştırılmasında, yürütülmesinde ve oluşumunda ilgi ve desteğini esirgemeyen, engin bilgi ve tecrübelerinden yararlandığım, yönlendirme ve bilgilendirmeleriyle çalışmamı bilimsel temeller ışığında şekillendiren sayın hocam Prof. Dr. Gülsün Gürkan Yay'a, yurtdışındaki çalışmalarımın yönetilmesinde yardımlarını esirgemeyen, Université Lille 1 Sciences et Technologies öğretim üyeleri Prof. Dr. Florence Huart ve Prof. Dr. Deniz Akgül'e, yüksek lisansımın her aşamasında beni destekleyen Orkun Yılmaz'a ve aileme sonsuz teşekkür ederim.

İstanbul; Aralık, 2014 Burçin CENDERE

İÇİNDEKİLER

ÖZ ..... **iii**
ABSTRACT ..... **iv**
ÖNSÖZ ..... **v**
İÇİNDEKİLER ..... **v**
TABLO LİSTESİ ..... **viii**
ŞEKİL LİSTESİ ..... **ix**
KISALTMALAR ..... **x**
1. GİRİŞ **1**
2. AVRUPA BORÇ KRİZİ VE NEDENLERİ **7**
2.1 Konjoktürel Nedenler: ABD Mortgage Krizi 10
2.1.1 İç Talep 12
2.1.2 Dış Ticaret 14
2.1.3 Avrupa Finans Sektörünün Etkilenmesi 17
2.1.4 Bankacılık Sektörüne Etkisi 17
2.1.5 Sermaye Akımları 19
2.1.6 Tahvil Piyasası 23
2.2 Yapısal Nedenler 24
2.2.1 Büyüme 24
2.2.2 Emek Piyasasının Yapısı 27
2.2.3 Mali – Para Politikalarındaki Uyumsuzluk 37
3. AVRUPA BORÇ KRİZİ'NE KARŞI ALINAN TEDBİRLER **41**
3.1 ABD Krizi Sonrası Önlemler 41
3.2 Avrupa Krizi Sonrası Önlemler 45
3.2.1 Avrupa Merkez Bankası'nın Aldığı Önlemler 46
3.2.2 Ekonomi Yönetimine İlişkin Yapılan Reformlar 47
3.2.3 Finansal Denetimi Artırmaya Yönelik Reformlar 49
3.2.4 Büyümeyi Artırmaya Yönelik Reformlar 51

3.2.5 AB'de Oluşturulan Mali Yardım Mekanizmaları 57
3.2.6 Finansal İstikrarı Sağlayacak Diğer Öneriler 62
4. AVRUPA'DA ORTAK TAHVİL PİYASASI ÖNERİLERİ 64
4.1 Avrupa Ortak Tahvil Fikri 66
4.1.1 Mavi ve Kırmızı Tahviller (Blue and Red Bonds) 67
4.1.2 Avrupa Güven Tahvilleri (European Safe Bond – ESBies) 69
4.1.3 Alman Uzmanların İtfa Anlaşması (German Experts Redemption Pact) 77
4.1.4 Avrupa Bonoları (Eurobills) 89
4.1.5 İstikrar Tahvilleri (Stability Bond) 92
5. SONUÇ 107
KAYNAKÇA 112
ÖZGEÇMİŞ 118

TABLO LİSTESİ

Tablo 2.1: Ülkelere Göre Dış Ticaret Payları 14

Tablo 2.2: Avrupa Nüfusunun Yaşlara ve Yıllara Göre Değişimi 35

Tablo 2.3: Bazı AB Ülkelerine Ait Kamu Borçlarının GSYİH'ya Oranı 38

Tablo 2.4: AB Üye Ülkelere Ait Faiz Oranları 38

Tablo 2.5: Avrupa Birliğine Üye Bazı Ülkeler İçin Enflasyon Oranları 39

Tablo 2.6: Avrupa Birliğine Üye Bazı Ülkeler İçin Bütçe Açığı Oranı 39

Tablo 3.1: Euro Alanı Ülkelerinin Avrupa Finansal İstikrar Fonuna Sağladıkları Katkı Miktarı 60

Tablo 3.2: Ülkelerin ESM Yapısına Sağlayacakları Katkı Oranları 61

Tablo 3.3: Euro Alanı Ülkelerinin Avrupa Finansal İstikrar Fonuna Sağladıkları Katkı Miktarı 62

Tablo 4.1: Borcun Döndürülmesi Süresi İçinde, Avrupa İtfa Fonu Yoluyla Hükümetlerin Finansmanı 81

Tablo 4.2: Katılımcı Ülkeler İçin Temel Rakamlar 86

Tablo 4.3: Borcun Yeniden Yapılandırılması Gereklilikleri ve Avrupa İtfa Anlaşması 87

Tablo 4.4: İstikrar Tahvilleri Karşılaştırma Tablosu 103

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 2.1: Avrupa Krizi'nin Yarattığı Kısır Döngü 8
Şekil 2.2: ABD Krizi'nin Avrupa'yı Etkileme Mekanizması 12
Şekil 2.3: Tüketici Endeksi 13
Şekil 2.4: Üretici Endeksi 13
Şekil 2.5: AB İhracat – İthalat Ortakları 15
Şekil 2.6: AB İhracat ve İthalat Rakamları 16
Şekil 2.7: Doğrudan Yabancı Sermaye Giriş – Çıkış 20
Şekil 2.8: Yabancı Fon Giriş – Çıkışı 20
Şekil 2.9: GIIPS Ülkeleri Tahvil Faizleri Değişimi 23
Şekil 2.10: Avrupa Birliği Üye Ülkelere Ait Yıllık Büyüme Oranları 25
Şekil 2.11: AB Üye Ülkelere Ait Uzun Dönem İşsizlik Oranları 29
Şekil 2.12: AB Üye Bazı Ülkelerine Ait Genç Nüfus İşsizlik Oranları 29
Şekil 2.13: AB ve Euro Alanı Toplam Doğurganlık Oranları 35
Şekil 3.1: Dış Ticareti Kısıtlayan Önlemlerin Sayısı 44
Şekil 3.2: Euro / Dolar Paritesi 45
Şekil 4.1: Avrupa Birliği Tahvil Faiz Oranları 65
Şekil 4.2: Avrupa Sahası Borç Oranları 2011 79
Şekil 4.3: Avrupa İtfa Fonu'na Geçiş Sonrası Borç Durumu (Milyar Euro) 88

KISALTMALAR

AB	**:**Avrupa Birliği
ABD	**:**Amerika Bileşik Devletleri
AIS	**:**Avrupa İstihdam Stratejisinin
AR-GE	**:**Araştırma – Geliştirme
BRICS	**:**Brazil, Russia, India, China, South Africa –(Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika)
CAP	**:**Corrective Action Plan - Düzeltici Eylem Planı
CBPP	**:**Covered Bond Purchase Programme - İpotekli Tahvil Alım Programı
CDO	**:**Collateralized Debt Obligation - Teminatlı Borç Seneti
CDS	**:**Credit Default Swap
CEBS	**:**Avrupa Merkez Bankası ve Avrupa Bankacılık Denetim Otoriteleri Komitesi
DMA	**:**Debt Manager Agency- Borç Yönetim Ofisi
DMO	**:**Debt Management Office - Borç Yönetim Ofislerinin
EBA	**:**European Banking Authority - Avrupa Bankacılık Otoritesi
ECB	**:**European Central Bank – Avrupa Merkez Bankası
EDA	**:**European Debt Agency - Avrupa Borç Birimi
EIB	**:**European Investment Bank- Avrupa Yatırım Bankası
EIOPA	**:**European Insurance and Occupational Pensions Authority – Avrupa Sigorta ve Mesleki Emeklilik Otoritesi
EFSF	**:**The European Financial Stability Facility - Avrupa Finansal İstikrar Olanakları
EMF	**:**European Monetary Fund – Avrupa Para Fonu
ERF	**:**European Redemption Fund- Avrupa İtfa Fonu
ESBies	**:**European Safe Bond- Avrupa Güven Tahvilleri
ESFS	**:**European System of Financial Supervision - Avrupa Finansal Denetim Sistemi

EFSM	**:**European Financial Stability Mechanism- Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması
ESM	**:**European Stability Mechanism - Avrupa İstikrar Mekanizması
ESRB	**:**European Systemic Risk Board - Avrupa Sistematik Risk Kurumu
FED	**:**Federal Reserve Bank
GIIPS	**:**Greek Ireland, Italy, Portugal, Spain - Yunanistan, İrlanda, İtalya, Portekiz ve İspanya
GSMH	**:**Gayri Sayfi Milli Hâsıla
GSYİH	**:**Gayri Sayfi Yurt İçi Hâsıla
IMF	**:** International Monetary Fund - Uluslararası Para Fonu
KOBİ	**:**Küçük ve Orta Bütçeli İşletmeler
LTRO	**:**Longer Term Refinancing Operations
OECD	**:**Organisation for Economy Co - Operation and Development
OLAF	**:**European Anti- Fraud Office - Avrupa Yolsuzlukla Mücadele Ofisi
SGP	**:**Stability Gowth Pact - Büyüme ve İstikrar Paktı
SMP	**:**Securities Market Programme - Tahvil Piyasaları Programı
SSM	**:**Single Supervisory Mechanism - Tek Denetim Mekanizmasının
S&P	**:**Standard &Poor's
TFEU	**:**The Treaties of the European Union – Avrupa Birliği Anlaşması
UNCTAD	**:**United Nations Conference on Trade and Development

1. GİRİŞ

Bu çalışma, üç bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde, Avrupa Borç Krizi'nin nedenleri derinlemesine incelenirken, ikinci bölümde kriz sonrası alınan genel önlemler üzerinde durulmuş ve son bölümde AB ekonomilerinin güncel çözüm önerilerinden biri olan ortak tahvil piyasası çalışmaları ele alınmıştır.

2002 yılında, Euro'nun Avrupa Birliği'nin tek ve resmi para birimi olması ile Avrupa'da parasal birliktelik sağlanmıştır. Bu birliktelik, ortak iktisat politikaları uygulanması gerekliliğini doğurmuştur. Bu gerekliliğin en önemli şartları ortak para ve maliye politikaları uygulanmasıdır. Ortak iktisat politikası için Avrupa'da ortak para politikası olmasına karşın ortak bir maliye politikası bulunmamaktadır. Avrupa, maliye politikalarında tam bir bütünleşmeye gitmek yerine uyumlaştırma politikaları uygulamaktadır. Bu uyumlaştırma politikaları ile sıkı, tutarlı ve güçlü maliye politikalarına sahip olmak hedeflenmiştir. Ancak uyumlaştırma politikaları, ülkelerin kendi çıkarları doğrultusunda esnetilmiş ve amacından sapmıştır. Avrupa Krizi de bu uyumlaştırma politikalarının başarısız olduğunun bir göstergesidir.

Avrupa Krizi, 2010 yılının ilk çeyreğinde Yunanistan'da patlak vermiştir. Kriz incelendiğinde, AB genelinde kamu borcu ve bütçe açıklarının GSYİH' a (Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla- GDP) oranla hızla artma eğilimine girmesi, piyasaların bu durumu sürdürememesi krizin patlak vermesi ile sonuçlanmıştır. Kriz, ilk bakışta, sadece tahvil piyasalarını etkiliyor gibi gözükse de aslında hem reel piyasaları hem de finans piyasalarını etkileyen güçlü bir yapıya sahiptir.

Gerek ABD Mortgage Krizi'nin gerekse Avrupa Birliği Krizi'nin etki alanlarının bu kadar geniş olmasında şüphesiz küreselleşmenin ve küreselleşme ile birlikte gelen yüksek entegrasyonun rolü büyüktür. Bundan dolayı, küreselleşen ve birbirine sıkı

sıkıya entegre olmuş dünya ekonomilerinde yaşanan krizlerin, sadece o ülke sınırları içinde kalması pek de mümkün olmamaktadır.

Avrupa Krizi'nin nedenlerini incelediğimizde, küreselleşme ile birlikte gelen ABD Mortagage Krizi'nin konjonktürel etkileri ve Avrupa'nın yapısal sorunları olduğu söylenebilir. ABD Mortagage Krizi, Avrupa'nın hem reel piyasaları hem de finans piyasalarını olumsuz etkilemiştir. Reel piyasalardaki olumsuz etki, iç talep ve dış ticaret hadlerindeki daralma olarak kendini göstermiştir. Hadlerdeki daralmanın şiddetinin yüksek olmasının en önemli nedeni küreselleşme ile birlikte gelen mal ve hizmet hareketlerinin serbestleşmesi ve küresel üretim değer zincirinin değişmesidir. Bu yeni üretim değer zinciri sisteminde, mal ve hizmet üretimi aşamalara bölünüp, her aşama üretim maliyetinin en düşük olduğu yerde gerçekleşmektedir.

Finans piyasasındaki olumsuz etki ise kendini tahvil piyasalarında, bankacılık sektöründe ve sermaye akımlarında göstermiştir. Bu olumsuz etkiler tahvil piyasaları için yanlış fiyatlandırma ve tahvillerin toksitleşmesi; bankacılık sektörü için konjoktürün getirdiği sermaye kayıpları ve var olan yapısal sorunların sürdürülebilirliğini kaybetmesi; sermaye akımları için ise derecelendirme kuruluşlarının verdiği olumsuz notlar ve konjoktürel dalgalanmadan kaynaklanan azalmalar olarak özetlenebilir.

AB'nin ortak paraya geçişiyle birlikte yapısal ekonomik sorunlar ortaya çıkmıştır. Çalışmamızda, bu sorunlar, büyüme, işgücü piyasası, para ve maliye politikaları uyumsuzlukları olmak üzere üç başlık altında değerlendirilmiştir.

Büyüme, Avrupa'nın en önemli yapısal sorunlarındandır. Avrupa'nın büyüyememesinin önündeki en önemli engeller; verimlilik, yüksek kaldıraç oranları (leverage), bankacılık sektörü sorunları, fiyat oynaklıkları ve sermayenin yanlış tahsisidir. Büyüme için hem kriz öncesi hem de sonrası bir dizi önlemler alınmıştır. Kriz öncesi alınan önlemler başlarda başarılı gibi görünseler de, krizlerin patlak vermesiyle işe yaramadıkları ortaya çıkmıştır. Bu durum alınan önlemlerin, yapısal sorunları çözmede yeterli olmadığının da bir kanıtıdır.

Avrupa'nın diğer önemli yapısal sorunu da işgücü piyasalarındadır. Günümüzde ekonomik bozulma denilince akla ilk gelen finans piyasalarındaki bozulmalardır. Oysaki krizler işgücü piyasalarını da derinden etkiler. Ayrıca işgücü piyasalarının tekrar toparlanması uzun zaman alır. İşgücü piyasalarının sağlıklı işleyişi, etkin

kaynak kullanımı, refah düzeyinin artması, gelir adaletinin sağlanması için olmazsa olmazdır. Avrupa işgücü piyasasını birlik öncesi ve birlik sonrası olmak üzere iki dönemde incelemek daha doğru olacaktır. Birlik öncesinde işgücü piyasalarında zayıf büyüme, rekabet edememe, plansız ve uyumsuz istihdam koşullarını gibi sorunları görmekteyiz. Birlik sonrasında ise, iş gücü piyasasının katılığı, güçlü sendikal yapı, işgücü serbestliğinin az olması, işgücünden alınan vergi oranının yüksekliği, sosyal yardımların fazlalığı ve nüfusun yaşlılığı gibi sorunları görmekteyiz. Bu sorunlar için, Avrupa'da birçok reform yapılmıştır; fakat yapılan reformlar yapısal sorunları çözmekten çok sorunları sürdürülebilir bir hale getirmiştir. Bu durumda küresel kriz ile birlikte son bulmuştur.

Avrupa'da ortak para politikası uygulamasına rağmen ortak bir maliye politikasının olmaması para ve maliye politikalarında uyumsuzluklara neden olmuştur. Avrupa'da üye ülkeler para piyasasının yönetimini AMB' ye (Avrupa Merkez Bankası) devrederken, maliye politikalarında yetkilerini hiçbir kurum ile paylaşmak istememişlerdir. Ülkelerin maliye politikalarında yetkilerini paylaşmak istememeleri ekonomik nedenlerden çok siyasi nedenlere dayanmaktadır. Bunun yanı sıra ülkeler maliye politikaları için getirilen uyumlaştırma politikalarına da uygulamamışlardır.

İkinci bölümde, Avrupa'nın krize karşı geliştirdiği önlemler üzerinde durulmuştur. Bu önlemleri; ABD Mortgage Krizi sonrası ve Avrupa Borç Krizi sonrası alınan önlemler olmak üzere iki dönemde incelemek mümkündür.

ABD Krizi sonrası alınan önlemleri incelediğimizde, başlangıçta FED'den farklı politikalar izleyen Avrupa, krizin derinleşmesi ile FED benzeri politikalar izlemiştir. Avrupa'da finans sektörü ağırlıklı olarak bankacılık sektöründen oluşmaktadır. Avrupa'da sağlıklı işleyen reel ekonomi için güçlü bankacılık sistemi şarttır. Bu sebepten dolayı, alınan önlemler bankacılık sektörü ağırlıklıdır. Bu önlemler faiz oranlarını düşürmek, piyasaya likidite sağlamak, kredi şartlarını hafifletmektir. Ancak Avrupa'da alınan önlemlerin bankacılık sektöründe istenilen cevabı vermemesinden dolayı reel ekonomi için ekstra önlemler almayı zorunlu kılmıştır. Bu önlemlerin bazıları; KOBİ'lere özel kredilerin verilmesi, alt yapı çalışmalarının artırılması, vergi indirimi, ihracatın teşvik edilmesi, ithalatın kısıtlanması ve sosyal yardımların artırılmasıdır.

Avrupa Krizi, dönemindeki önlemlere baktığımızda, Avrupa'nın bu önlemleri almada çok geç kaldığını ve özellikle güçlü devletlerin bu duruma sessiz kalmasının bedelini bütün birlik üyesi ülkelerin ödediğini görebiliriz. Alınan önlemleri, AMB' nin aldığı önlemler, ekonomi yönetimine ilişkin yapılan reformlar, finansal denetimi artırmaya yönelik önlemler, büyümeyi artıracak önlemler, AB'de oluşturulan yardım mekanizmaları ve finansal istikrarı destekleyecek önlemler olmak üzere altı başlık altında inceleyebiliriz. Alınan önlemler incelendiğinde hem geleneksel hem de geleneksel olmayan politika araçlarının kullanıldığı görülmektedir. Bütün bu araçların amacı, krizin etkisini azaltmak ve yeni krizlerin oluşmasını engellemektir.

Üçüncü bölümde ise, finansal istikrar için kamu tahvil piyasasında yapılmak istenen yenilikler anlatılmıştır. Avrupa'da ortak maliye politikası eksikliğinin krizle birlikte daha da belirgin hale gelmesi Avrupa'yı bu konuda çözüm üretmeye mecbur kılmıştır. Ancak bilindiği üzere, Avrupa'nın ortak bir maliye politikası uygulamak gibi bir planı yoktur. Bu sebepten maliye politikasının önemli bir bacağı olan kamu tahvil piyasası üzerinde durulmaktadır. Ayrıca kamu tahvil piyasası hem para hem de maliye politikalarını etkilemesi sebebiyle finansal istikrarın sağlanmasında önemli bir konuma sahiptir.

Ortak tahvil piyasası önerisi, Avrupa'daki ekonomistler tarafından güncel olarak tartışılan bir konu olmasına karşın aslında bu fikir çok eskilere dayanmaktadır. Ortak paraya geçiş ile birlikte çeşitli öneriler sunulmuş olsa da o dönemlerde pek ilgi görmemiş, ancak Avrupa Borç Krizi ile birlikte tekrar gündeme gelmiştir.

Literatürde Avrupa Borç Krizi'nden sonra beş farklı görüşün önerilerinden bahsetmek mümkündür. Bu önerilerin hiçbiri krizden çıkış anahtarı olarak sunulmamaktadır. Ancak krizin etkisinin azaltılması ve gelecekte oluşabilecek krizleri önleme anlamında literatüre yeni öneriler sunmaktadır. Bu yeni öneriler şöyledir; Mavi ve Kırmızı Tahviller (Blue and Red Bond), Avrupa Güven Tahvilleri (ESBies), Avrupa Tahvilleri (Eurobills), İtfa Anlaşması (Redemption Pact) ve İstikrar Tahvilleridir (Stability Bond).

Bu tahvillerin ortak amaçlarının başında şüphesiz yaşanan krizler ile birlikte değişen yeni finansal enstrümanlar yaratma fikri yatmaktadır. Bu yeni dönemde artık yatırımcılar likidite oranı yüksek, sağlam ve güvenilir yatırım araçlarına ihtiyaç duymaktadırlar. Ortak tahvil piyasası yaratma fikri de bu temeller üzerine

kurulmuştur. Yaratılan yeni kamu tahvilleriyle, dış yatırımcıların Avrupa piyasalarına çekilmesi, Euro'nun uluslararası piyasalarda konumunun güçlenmesi ve Euro'nun rezerv para yapılması hedeflenmektedir. Böylece Euro, uluslararası piyasada rezerv para olmanın verdiği avantajları kullanacaktır. Rezerv para olma özelliği Avrupa'da ekonomik büyümenin, verimliliğin ve rekabet gücünün artışını sağlayacaktır. Ayrıca bütün bu avantajları sağlarken hiçbir ülke vatandaşına da ekstra vergi yükü oluşturmayacaktır. Bu yeni varlık, özellikle AMB ve bankacılık sektörünün operasyonları için uygun bir varlık olacaktır. Böylece para transmisyon mekanizmasının sağlıklı işleyişi sağlanacaktır. Bu yeni varlıkla, piyasada risk analizi de doğru yapılacak böylece piyasalarda meydana gelen olumsuz bir durumda yatırımcıların güvenli liman arayışlarının önüne geçilecek ve bu arayışın neden olduğu ani sermaye çıkışları olmayacaktır. Son olarak, ortak tahvil piyasası önerisi ile politikacıların politik çıkarları doğrultusunda ekonomiye yön vermelerinin önüne geçilmesi hedeflenmektedir. Bu sebepten ötürü ortak tahvil piyasası önerilerinin özellikle siyasi boyutu üzerinde durulmuş ve etkilerini azaltmak amaçlı çeşitli ön koşullar sunulmuştur. Bu ön koşullar ile birlikte ülkelerin birlikte hareket etmeleri ve politikacıların politik çıkarlarını korumak için ekonomiye müdahale etmelerinin önüne geçilmesi amaçlanmıştır. Böylece, ortak tahvil önerisi hem para ve maliye politikası uygulamalarında etkinliği artıracak hem de finans piyasalarında istikrarı sağlayacaktır.

Ortak tahvil önerilerinin avantajlarının ekonomik, mali, finansal, siyasi, kurumsal ve hukuki yapılarda etkilerinin olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Ancak bu yeni sisteme geçişte bazı dezavantajlar ve fikir birliği sağlanamayan konular da vardır. Dezavantajlarını incelediğimizde, en önemli sorun ahlaki risk meselesidir. Bu yeni tahvil piyasası önerisi getirdiği geniş garanti kapsamı ile ahlaki risk doğurmaktadır. Tam garantinin olduğu piyasalarda ahlaki risk artarken garantinin kapsamının azalması ile ahlaki risk azalmaktadır. Ancak istenilen etkinliğin sağlanabilmesi için garanti şartlarının tam olması büyük önem taşımaktadır.

Fikir birliği olmayan konulardan bahsetmek gerekirse; bu tahvillere büyük ve güçlü ülkelerin destek verip vermeyecekleri, garanti kapsamının ne olacağı, piyasada hem istikrar tahvili hem de ulusal tahvil mi olması gerektiği şayet iki çeşit tahvil olacak ise bu tahvillerin oranlarının nasıl olması gerektiği, bu tahvilleri sunacak otoritenin ne olacağı, ülkelerin ne kadar tahvil ihraç etmesi gerektiği, ihraç edilen bu tahvillerin

piyasaya hangi sıklıkla sürüleceği, vadesinin ne olacağı, bu yeni durumun Avrupa Antlaşması'nda değişikliğe gidilip gidilmeyeceği ve anlatılan bütün bu avantajların gerçekleşmesi için ne kadar süreye ihtiyaç duyulacağı gibi konularda çeşitli öneriler çalışmamızda sunulmuş olsa da hala fikir birliği sağlanamayan konulardandır.

Bu çalışmanın amacı, Avrupa Borç Krizi'ni anlamak ve spesifik bir çözüm önerisi olan ortak tahvil piyasası oluşumunun, Avrupa ekonomilerini nasıl etkileyeceğini olumlu ve olumsuz boyutlarıyla incelemektedir.

2. AVRUPA BORÇ KRİZİ VE NEDENLERİ

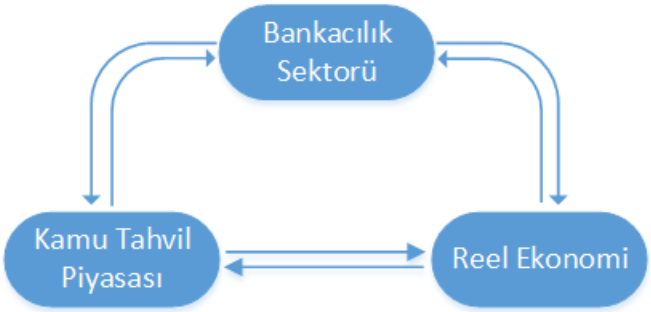
Tek Avrupa fikri ile yola çıkan Avrupalı devletler, 2002 yılında Euro'ya geçiş ile parasal birlikteliklerini sağlamışlardır. Parasal birlik ile bu ülkelerde mal, hizmet ve faktör hareketleri serbestleşmiştir. Bu serbestleşme ortak iktisat politikaları uygulanması gerekliliğini doğurmuştur.

Avrupa Birliği'ne üye ülkelerde bilindiği üzere ortak bir para politikası uygulanırken ortak bir maliye politikası söz konusu değildir (Kouretas - Vlmais, 2010:396). Ortak bir maliye politikasının olmaması, her ülkeyi kendi maliye politikasını uygulamada özgür kılmamıştır. Bunun için maliye politikalarında Maastricht Kriterleri olarak bilinen uyumlaştırma politikaları uygulanmıştır. Bu uyumlaştırma politikalarına göre:

- Her üye devletin yıllık ortalama enflasyon oranı, fiyat artışı en düşük üç üye devletin yıllık enflasyon oranı ortalamasını en fazla 1,5 puan geçebilecektir.
- Üye devletlerin planlanan ya da fiili kamu açıklarının GSYİH oranı % 3'ü aşmamalıdır.
- Üye devletlerin planlanan ya da fiili kamu borç stoklarının, GSYİH' ya oranı % 60'ı geçmemelidir.
- Herhangi bir üye ülkede uygulanan uzun vadeli faiz oranları 12 aylık dönem itibariyle, fiyat istikrarı alanında en iyi performans gösteren 3 ülkenin faiz oranını 2 puandan fazla aşmamalıdır.
- Üye devletlerin ulusal paraları, Avrupa Döviz Kuru Mekanizması' nın izin verdiği "normal" dalgalanma marjı içinde olmalıdır.

Bu uyumlaştırma politikaları, uzun vadede sıkı ve tutarlı maliye politikaları öngörmektedir. Böylece üye ülkeler güçlü mali pozisyonlara sahip olacak ve ortak para politikalarında istikrar sağlanacaktır (Köse – Karabacak, 2011: 293). Ancak Avrupa Birliği'ne üye ülkeler bu politikaları, kendi ulusal çıkarları doğrultusunda esnetmişlerdir. Çıkarlar doğrultusunda esnetilen politikalar Avrupa Birliği'ne üye ülkelerin mali disiplinden uzaklaşmalarına neden olmuştur. Bütçe açıkları ve artan borç yükleri başlarda kendini hissettirmese de ABD Mortgage Krizi ile birlikte hissettirmeye başlamıştır. Bu durum göstermiştir ki Avrupa Birliği organları, üye ülkelerin hükümetlerini ve uyguladıkları politikaları yeterince denetleyememişlerdir. Bu dönemde hükümetler ise ekonomik durumlarını gizlemişlerdir (Welfens, 2010:5). Bu duruma, küresel trendin kötüye gitmesi ve Avrupa'nın yapısal sorunları da eklenince, Avrupa Birliği'nde kriz kaçınılmaz olmuştur.

Kriz 2010 yılının ikinci çeyreğinde Yunanistan'da patlak vermiştir. Yunanistan'da başlayan bu kriz, birliğin reel ve finans sektörlerindeki yüksek entegrasyon ile diğer birlik ülkelerine de kısa sürede yayılmıştır. Sadece üye ülkelere yayılmakla da kalmamış, aynı zamanda bu ülkeler ile ticari ilişkileri olan diğer ülkelere de sıçramıştır. Avrupa Borç Krizi'ni incelediğimizde ilk aşamanın 2008 ABD krizi ile gelen durgunluk, daha sonra ise Avrupa'nın yapısal sorunlarının uzun vadeli (10 yıl) tahvil piyasalarında kendini göstermesi şeklinde kısaca özetleyebiliriz (Yurtsever, 2011: 688). Mortgage krizinde çoğunluğu ev kredilerinden oluşan finansal enstrümanların toksitleşmesi söz konusu iken Avrupa Borç Krizi'nde ise devlet tahvillerinin toksitleşmesi söz konusudur. Bu krizin üç önemli sektörel etkisi bulunmaktadır. Bunlar; bankacılık sektörü, tahvil piyasaları ve reel sektör üzerinedir. Bunlar sürekli birbirini etkileyen kısır bir döngü oluşturmaktadırlar.



Şekil 2.1: Avrupa Krizi'nin Yarattığı Kısır Döngü

Kaynak: (Brunnemeier ve diğ., 2011: 1-2).

Yukarıdaki tablo, bu kısır döngüyü göstermektedir. Bu kısır döngüye göre: Bankacılık sektörünün zayıf yapısı borç vermeyi yavaşlatmış, yavaşlayan mekanizma da büyümenin yavaşlamasına neden olmuştur. Büyümenin yavaşlaması ekonomide vergi gelirlerini düşürmüş ve düşen vergi gelirleri ile yapılan kamu harcamalarının karşılanamaması, bütçe açıklarına neden olmuştur. Bu açıkların kapanması için hükümetler piyasalara tahvil satarak borçlanmışlardır (Shambaugh, 2012). Bankalar da kamuyu finanse etmek üzere yüksek miktarda tahvil satın almışlardır. Fakat mevduat dışı kaynak bulmakta güçlük çektikleri için fonlama maliyetleri yükselmiştir ve büyük ölçüde Merkez Bankası kaynaklarına yönelmek zorunda kalmışlardır. Düşük faiz oranları kâr oranlarını azaltmış ve sermaye kısıttı içindeki bankaların mali yapılarının bozulmasına neden olmuştur. Bankaların kısa vadeli borçlarının yüksek olması ise bankacılık sektörünün kırılganlığını arttıran bir başka faktördür (Dadush ve diğ., 2011:2). Kırılganlığın artması bankaların iflas etmesine neden olmuştur. Bankacılık sektöründeki bu başarısızlıklar reel ekonomide girişimcilerin teşvik edilememesi problemini ve buna bağlı olarak ekonominin büyüyememe sorunlarını doğurmuştur. Bu durum ekonomilerde performans dışı borçlanmayı artırırken bankaların bilançolarını da bozmuştur (Shambaugh, 2012).

Avrupa Borç Krizi'nin nedenlerini iki başlık altında değerlendirmek mümkündür. Bunlar konjonktürel ve yapısal nedenlerdir.

Küreselleşen ve birbirlerine sıkı sıkıya entegre olmuş dünya ekonomilerinde yaşanan krizlerin tek bir ülkeye ait olması veya sadece o ülke sınırları içinde kalması pek de mümkün olmamaktadır. Bu yüzdendir ki Yunanistan'da patlak veren bu kriz kısa sürede tüm Avrupa'ya yayılmıştır. Avrupa Borç Krizi öncesinde konjonktüre baktığımızda, yaşanan bu krizin aslında ABD Mortgage Krizi'nin bir birikintisi olduğunu söylemek çok da yanlış olmayacaktır. Bu yüzden Avrupa Borç Krizi'nin konjonktürel etkileri incelenirken ABD Mortgage Krizi'ne de bakılmalıdır.

ABD Mortgage Krizi, Avrupa'yı reel ve finansal olmak üzere iki kanal üzerinden etkilemiştir. Reel kanal mekanizması iç talepte yaşanan daralma ve dış ticarette kendini gösterirken, finans kanalında ise, doğrudan, dolaylı ve bankacılık sektörü üzerinde yaptığı etki ile kendini göstermiştir. Bütün bu gelişmeler, Avrupa'nın mevcut olan yapısal meselelerini daha da belirginleştirmiştir (Bakar – Tokatlıoğlu,2012). Bu yüzden ilk önce ABD Mortgage Krizi'ne bakmakta fayda vardır.

2.1 Konjoktürel Nedenler: ABD Mortgage Krizi

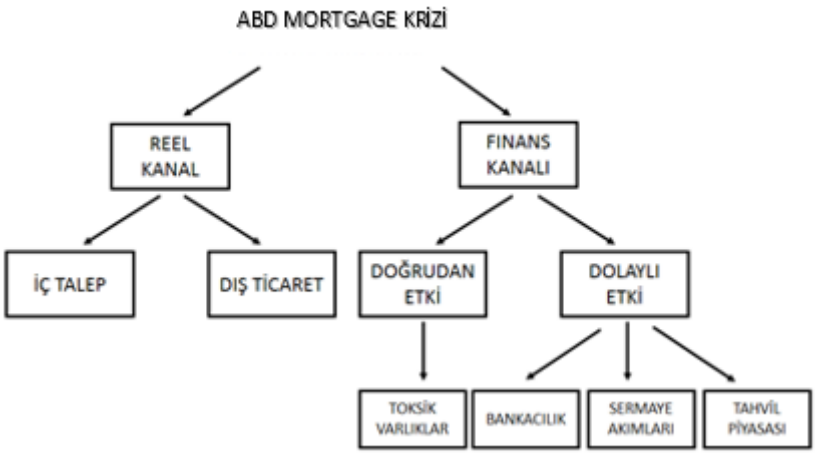
ABD Mortgage Krizi, 2006 - 2007 yıllarında ABD konut piyasasında gelişen, 2008 yılında en büyük yatırım bankalarından Lehman Brother 'in iflası ile tüm dünyaya yayılan, ABD ekonomi tarihinin en derin ikinci krizidir. Ağustos 2007'den itibaren başlayan, başlangıçta ABD finansal sisteminin küçük bir segmentinde (Eşik – altı konut kredileri / sub- prime Morgage) ortaya çıkan problemler finansal piyasalarda bozulmaya neden olmuştur. 2007 – 2008 yıllarında finans krizi olarak değerlendirilen bu kriz ne kadar süreceği ve nasıl sonuçlanacağı belli olmadığı için küresel resesyona dönüşmüştür (Mishkin, 2011: 49 – 50).

ABD'nin krizini yükseliş / çöküş analizi ile açıklamak mümkündür. Buna göre üç dönem vardır. Birinci dönem 2002 -2006 yükseliş dönemidir. Bu dönem pozitif şokların olduğu bir dönemdir. Bu dönemde mal ve petrol gelirleriyle dış ticaret fazlası veren ülkeler, tasarruflarını kendi finansal sistemleri fazla gelişmediği ve finans piyasalarındaki güven eksikliği sebebiyle ABD finans piyasalarına aktarmışlardır. ABD aktiflerinin talebinin artışı aktif fiyatlarını artırırken, faiz oranlarını da düşürmüştür. Böylece ABD piyasalarında hem yabancı mal talebi hem de konut talebi artmıştır. Bu dönem dünya konjoktürü de benzer şekildedir. Buna göre; aktif ve emtia fiyatlarında balonlar oluşmuştur. İlk dönem sıkı ve yüksek fiyatlı mal piyasası hâkim iken, para piyasalarında düşük faiz oranları ve gevşek politikalar vardır. İkinci dönemde ise ABD borç enstrümanlarına olan yabancı talebinin artması ve bu talebin karşılanması için yaratılan çoğunluğu ipotekli konut kredilerine dayanan yeni enstrümanların oluşması söz konusudur. Bu durum ABD finans piyasasında denge kaldıraç oranlarını artırmıştır. Üçüncü dönem ise kötü şok dönemidir. Bu dönemde, FED 'in faiz oranlarını artırdığı, konut fiyatlarının düştüğü ve ipotekli konut kredilerine bağlı menkul kıymetlerin değerlerinde ise ani düşüşlerin olduğu dönemdir (Yay, 2012:454 -456).

Krizin nedenlerini makro ve mikro düzeyde ele alırsak, makro düzeydeki nedenler küresel dengesizlikler, bunun sonucunda ABD'de meydana gelen makroekonomik göstergelerdeki bozulmalar ve ABD ekonomisinin yanlış para ve regülasyon politikaları uygulamalarıdır. Mikro nedenler ise, aşırı borçlanma, aşırı menkul kıymetleştirme, bunun sonucunda oluşan karmaşık finansal yapı, bankacılık sektörünün sorunları ve aşırı risk üstlenmeleridir (Yay, 2012: 457).

Kriz, piyasalarda şu şekilde patlak vermiştir. Likidite bolluğu ve faiz oranlarındaki düşüş âdeta tüketiciyi kredi almaya sevk etmiştir. Bu dönemde düşük faiz oranları sebebiyle bankaların kâr marjları düşmüştür. Bankalarda kâr marjlarını arttırmak için daha fazla risk alarak, kredi alması mümkün olmayan kişilere kredi verme yarışına girmişlerdir. Bu süreçte ev fiyatlarındaki büyük artışlar, bir yandan ev sahiplerinin zenginliklerini artırırken diğer yandan da daha fazla kredi kullanma isteği yaratmıştır. Bankalar da bu durumdan daha fazla kâr elde etmek için eksik ve yanlış bilgiler ile daha fazla kredi vermişlerdir (Özcan, 2009: 223 -240). Piyasalarda "likidite balonu" ve "konut balonu" bankalar ve yatırımcılar tarafından fark edilmiştir; Ancak kimse müdahale etmek istememiştir. 2006 ortalarında FED 'in faiz oranlarını artırmak zorunda kalmasıyla kredilerin ödenmesinde sorunlar ortaya çıkmıştır. Ödeme sorunları artıkça üç büyük derecelendirme kurumu bu menkul kıymetlerin kredi derecesini düşürmüştür. Bu da piyasalardaki konut – kredisi ile ilgili finansal ürünlerin fiyatlarında bozulmaya, kredi piyasasında güvenin kaybedilmesine, konut satışlarının azalmasına ve konut fiyatlarının düşmesine neden olmuştur. Bu olaylar sonucunda FED 'in almış olduğu geleneksel ve geleneksel olmayan önlemlerin yetersiz kalması, likiditenin daralması ve kredi piyasalarının çökmesi ile Mortgage krizi finansal krize dönüşmüştür (Yay, 2012:469- 470).

ABD Krizi'nin diğer krizlerden en önemli farklılığı küreselleşme ile birlikte gelen finansal hareketlilik ve banka – dışı finansal kesimin çok büyümüş olmasıdır. Banka - dışı finansal kesim, merkez bankasının regülasyonlarına tabi olmayan, ticari bankalara göre sermaye yeterlilik oranları düşük yatırım kurumlarıdır (Yay, 2012: 457). Ayrıca finansal yapının karmaşık ve fazla miktarda türev ürünlerin olması ile bu ürünlerin yarattığı riskin finans piyasaları aracılıyla hızla yayılmış olmasıdır (Bocutoğlu – Ekinci, 2009: 67). İkinci fark ise yeni enstürümanların hem miktarının çok fazla olması hem de yapısal olarak karmaşık olmasıdır. Bütün bu farklar, yayılma ve sirayet etkisiyle uluslararası bankalar ve para standartlarıyla dünyanın diğer bölge ve ülkelerini etkilemiştir (Yay, 2012: 457). Aşağıdaki şekilde, ABD Mortgage Krizi'nin AB ekonomilerini etkileme kanaları gösterilmiştir. Sözü edilen bu kanalları tek tek açıklayacağız.



Şekil 2.2: ABD Krizi'nin Avrupa'yı Etkileme Mekanizması

2.1.1 İç Talep

ABD Mortgage Krizi, küresel ekonomilerde durgunluğa neden olmuştur. Avrupa piyasaları da bu durgunluktan etkilenmişlerdir (Yiğit, 2012: 151). Bu durgunluk, Avrupa'nın reel ekonomisini hem iç talep hem de dış ticaret vasıtasıyla etkilenmiştir.

ABD Mortgage Krizi öncesi piyasalara baktığımızda, Amerikan piyasalarında likidite bolluğundan ve FED 'in (Federal Reserve Bank) uyguladığı düşük faiz politikalarından söz etmek mümkündür. Avrupa piyasalarına baktığımızda, Avrupa'nın da gerek küresel ekonomideki likidite bolluğu gerekse Euro'ya geçiş ile ekonomilerde görülen bir canlanma söz konusudur. Avrupa Merkez Bankası da bu dönemde FED gibi düşük faiz politikaları izlemiştir. Bu durum hem tüketicilerin hem de üreticilerin daha düşük maliyetle daha fazla kredi kullanmalarını sağlamıştır. Bu durum ise Avrupa'da sürekli genişleyen bir iç talep mekanizmasını doğurmuştur. Artan iç talep ile birlikte GIIPS (Yunanistan, İrlanda, İtalya, Portekiz ve İspanya) ülkelerin cari açıklarında ve özel borçlanmalarında artış olmuştur. Artan iç talep mekanizması, yatırım artışlarını sağlarken bununla birlikte, ücret artışı, özellikle ticaret dışı varlık ve hizmetlerin fiyatları olmak üzere tüm diğer varlıkların fiyatlarının artmasına neden olmuştur (Dadush ve diğ., 2011: 9- 15). Bu durum küresel ekonomideki olumsuz hava ve dış talep koşullarındaki bozulmalara bağlı olarak değişmiştir. Bu değişim tüketici ve üretici şekillerine de yansımıştır.



Şekil 2.3: Tüketici Endeksi

Kaynak: European Commission Services, Mart 2010,
http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/surveys/index_en.htm

Şekil 2.3, 2003 yılından 2014 Mart ayındaki son tüketici anketlerine göre yapılmış olup bir önceki yıla göre tüketimdeki yüzdesel değişmeler gösterilmiştir. Şekildeki sert düşüş 2009 yılında ABD Krizi'nin Avrupa piyasalarına yansımasını göstermektedir. Endeksteki bu değişme bize tüketicilerin gelecek beklentileri, harcamaları ve tasarrufları hakkında bilgi vermektedir. Şekildeki düşüşün nedeni tüketicilerin beklentilerinde olumsuzlukların hâkim olmasından dolayıdır. Beklentilerdeki olumsuzluk tüketici harcamalarını da olumsuz etkilemiştir.



Şekil 2.4: Üretici Endeksi

Kaynak: European Commission Services, Mart 2010,
http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/surveys/method_guides/index_en.htm

Şekil 2.4'de, 1992 yılından 2014 Mart ayındaki son üretici ve sanayi anketlerine göre yapılmış olup bir önceki yıla göre üretimdeki yüzdesel değişmeler gösterilmiştir. Şekilde, 2009 yılında sert bir düşüş yaşanmıştır. Bu düşüşün nedeni kriz ile birlikte üretim kısmındaki aktörlerinde beklentilerinin negatif olmasından kaynaklanmaktadır.

Yukarıdaki şekiller incelendiğinde üretici hareketlerindeki değişmenin, tüketici hareketine göre daha keskin olduğu söylenebilir. Çünkü sanayiciler bu dönemde küçülme politikası izlemişlerdir. Bu politika gereğince hem üretimlerini hem de emek taleplerini daraltmışlardır. Emek talebindeki azalma Avrupa hane halkı gelirlerini düşürmüştür. Bu duruma bankacılık sektöründe yaşanan sorunlar da eklenince, hem üreticiye hem de tüketiciye verilen kredi miktarında azalma ve varlık fiyatlarındaki düşüşle birlikte tüketicilerin dayanıklı tüketim mal talebinde ve konut yatırımlarında azalma meydana gelmiştir. Bu da iç talepteki daralmayı kaçınılmaz kılmıştır. Bu duruma dış ticaretteki daralma da eklenince reel ekonomide küçülme meydana gelmiştir (Charefour – Farole, 2012).

2.1.2 Dış Ticaret

ABD Mortgage Krizi'nin Avrupa'yı etkilediği diğer bir kanal ise dış ticaret kanalıdır. OECD (Organisation for Economy Co- Operation and Development) raporuna göre küresel ticaret 2009'da %12,5 oranında daralmıştır (EC, 2012:9).

Tablo 2.1: Ülkelere Göre Dış Ticaret Payları

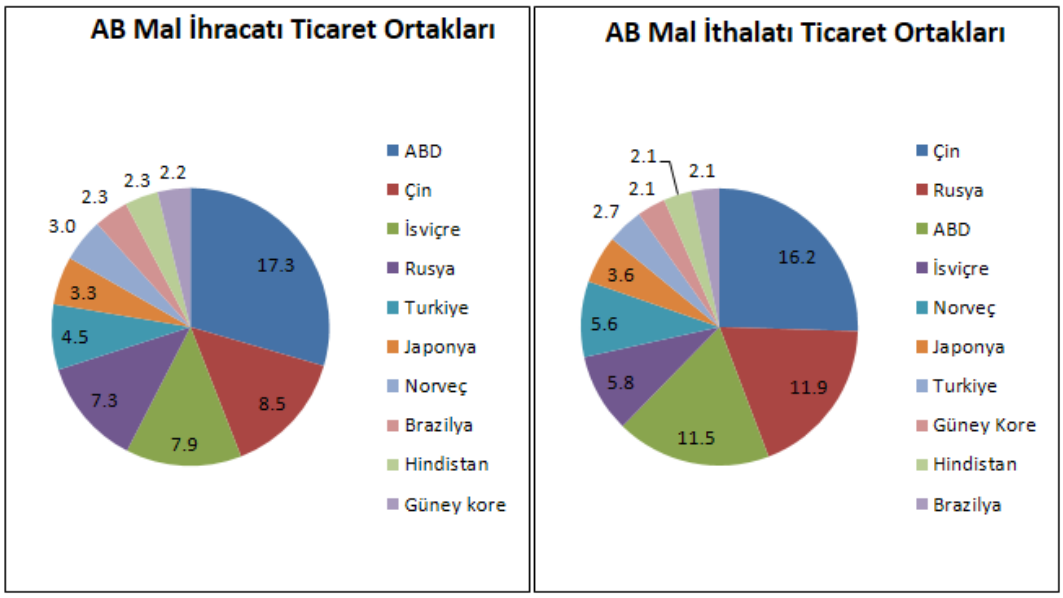
	İhracat		İthalat	
	2007	2011	2007	2011
AB	17,4	15,4	19,3	16,4
Rusya	3,6	3,7	2	2,1
Kanada	4,3	3,2	3,7	3,1
ABD	11,9	10,5	19,7	15,5
Meksika	2,8	2,5	2,8	2,4
Brezilya	1,6	:	1,2	:
Çin	12,4	13,4	9,	11,9
Japonya	7,3	5,8	6,1	5,9
Güney Kore	3,8	:	3,5	:
Hindistan	1,5	2,1	2,1	3,2
Singapur	3,1	2,9	2,6	2,5

Kaynak:http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_introle&lang=en

ABD Mortgage Krizi ile birlikte küresel dış ticarette BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin, Güney Afrika) ülkeleri dışındaki ülkelerin dış ticaretleri daralmıştır.

Bu durum aşağıdaki tabloda da net bir şekilde gözükmektedir. Tablo Eurostat verilerine göre düzenlenmiştir. Dünya ticaretinde en büyük pay AB (Avrupa Birliği) ve ABD'ye aittir. Ayrıca 2007 – 2011 arası ülkelerin dış ticaret payları düşerken BRICS ülkelerinin artmıştır.

AB üye ülkelerin dış ticaret yapısına bakarsak AB'nin dış ticaret ortakları aşağıdaki şekilde verilmiştir. Aşağıdaki şekilde, AB'ye üye ülkelerin ithalat ve ihracat yaptığı ülkeler şekilde verilmiştir. AB'nin en büyük ihracatçısının ABD olduğu yukarıdaki şekilde görülmektedir. Dolayısıyla ABD'de meydana gelen kriz ilk olarak AB üye ülkelerini etkilemektedir. Bu etkiyi standart dış ticaret teorisiyle açıklamak mümkündür.



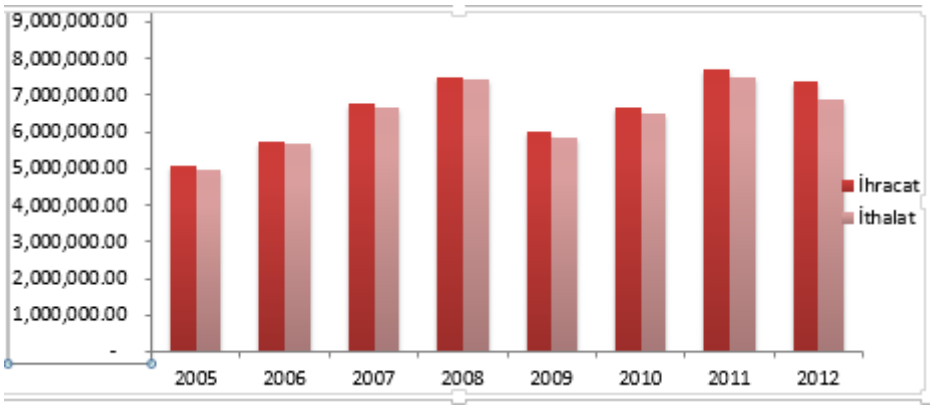
Şekil 2.5: AB İhracat – İthalat Ortakları

Kaynak: http://ec.europa.eu/trade/policy/countries-and-regions/statistics/

Standart dış ticaret teorisine göre, bir ülkenin ithalatındaki daralma o ülkeye ihracat yapan ülke için de gelir kaybı anlamına gelmektedir. Avrupa'nın en büyük ihracat ortağı ABD olduğu göre, ABD'de yaşanan talep şoku Avrupa'ya da yansımıştır (Keppel - Wörz, 2010: 6). En büyük ithalatçı ise Çin'dir. AB'nin en çok kısıtlayıcı politika uyguladığı ülke de Çin'dir.

Aşağıdaki şekilde ise, Avrupa'nın toplam mal ve hizmet ithalat - ihracat rakamları verilmiştir. Aşağıdaki şekille göre Avrupa'nın 2009'da toplam ihracat – ithalat rakamlarının düştüğü görülmektedir. Şekil, UNCTAD (United Nations Conference

on Trade and Development) verileri ile Avrupa Birliği'ne üye 27 ülke için hazırlanan toplam mal ve hizmet ihracat – ithalat rakamlarından oluşmaktadır. ABD Krizi'nin, AB'yi etkilemesinde en önemli nedenleri; küresel değer zinciri ve dış ticaret finansmanıdır.



Şekil 2.6: AB İhracat ve İthalat Rakamları

Kaynak: http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=25116

AB'nin krizden etkilenmesinin en önemli nedeni küresel değer zinciridir. Küresel değer zinciri aslında yeni model bir üretim anlayışıdır. Bu yeni modele göre bir malın ya da hizmetin üretimi, aşamalara bölünmüş ve üretim maliyetin en düşük olduğu yerde gerçekleştirilmiştir. Bu durumda üretimin artık tek bir ülkede yapılması anlayışından ziyade, birçok ülkede aşama aşama yapılmasını gerektirmektedir. Bu yeni durumda, küresel ekonominin uluslararası üretim zincirleriyle bağlantılı olması ülkelerin birbirlerinden etkilenmesini çok fazla arttırmıştır (Yi, 2009: 46- 47). Bu da üretim zincirlerinin parça ve aksam ticareti ağıyla küresel pazarlara entegre olması sonucunu doğurmaktadır (Öz, 2009: 4).

Diğer önemli etkileme nedeni, dış ticaret finansman sorunudur. Dış ticaret finansmanı; üreticiden satıcıya geçene kadarki süreçte maliyetlerde meydana gelen açıkların finanse edilmesidir. Dış ticaretin finanse edilmesi risk ve likidite problemlerini çözecektir. Böylece makroekonomik oynaklıklarda, siyasi otoritenin yarattığı risklerde, asimetrik bilgi veya ahlaki tehlike durumlarında ortaya çıkan risk bertaraf edilecek ya da minimum düzeye çekilecektir (Chauffour – Farole, 2009: 3). Dış ticarette en önemli finansman bankalar ve dış yatırımcılardır. Fakat ABD Krizi'nin bankacılık sektörünü etkilemesi ve otoritelerin dış ticareti yeterince finanse edememesi, Avrupa'nın dış ticaretinde ağır sonuçlar doğurmuştur.

Kriz hem ihracatçıyı hem de ithalatçıyı vurmuştur. Grafiğe tekrar bakarsak, 2009'daki düşüş sonrası ihracat rakamlarında iyileşme, ithalattan daha hızlı olmuştur. İhracatçı en çok kısa vadeli kredilerin hızlı düşüşü ile iç piyasalara gelen sermaye akımlarının durması yüzünden etkilenmiştir. İthalatçı ise ülkelerin krizi ile birlikte ülkelerin uyguladıkları korumacı politikalar yüzünden etkilenmiştir. İthalattaki iyileşmenin ihracata göre daha düşük olmasında şüphesiz en büyük engel, ithalat kısıtlama politikalarıdır.

2.1.3 Avrupa Finans Sektörünün Etkilenmesi

2008 ABD Mortgage Krizi Avrupa finans piyasasını doğrudan ve dolaylı olarak etkilemiştir. Doğrudan etki kanalı ABD finans piyasalarından, Avrupa finans piyasalarına gelen çeşitli ve yüksek riskli karmaşık finansal menkul kıymettir. ABD Mortgage Krizi ile birlikte bu menkul kıymetlerde meydana gelen ani değer kayıpları, bu menkul kıymetleri elinde tutan Avrupa'yı da etkilemiştir. Bu duruma ek olarak bu menkul kıymetlerin hangi finans kurumlarında olduğunun, miktar ve değerinin belirsizliği ile Lehman Brothers gibi batması imkânsız finans kurumlarının teker teker batması bu finans kurumlarının müşterilerinde ciddi bir güven kaybı yaratmıştır. Bu güven kaybı banka hücumlarına ve banka iflaslarına neden olmuştur. Bankacılık sektöründe yaşanan bu kriz reel ekonomiyi de etkilemiş, özel sektörün borçlanamaması sonucunu doğurmuştur. Ayrıca özel sektörün borçlarını ödeyememesi borçların devlet tarafından üstlenilmesine ve bu durum da kamu borç stokunun artmasına neden oluşmuştur (Kouretas ve Vlmais, 2010: 39). Bunun yanı sıra ülkelere olan güvenin azalması ülkelere gelen yabancı sermayeyi de etkilemiştir. Kamu tahvil piyasalarında oluşan bu durum ve ülkelere gelen yabancı sermayedeki bu azalış ABD Mortgage Krizi'nin Avrupa'ya dolaylı etkilerini oluşturmaktadır

2.1.4 Bankacılık Sektörüne Etkisi

2008 Mortgage Krizi ile birlikte gelen konjonktürel dalgalanmalar Avrupa Birliği'nin bankacılık sektöründe yaşanan yapısal sorunlar ile de birleşince Avrupa Birliği bankacılık sektöründe kriz patlak vermiştir. Kriz Avrupa finans sektöründe en çok bankacılık sektörünü olumsuz etkilemiştir. Bankacılık sektörünün özellikle vurgulanmasının en önemli nedeni; hem girişimcilerin hem de hane halkının finanse edilmesinde bankacılık sektörünün payının yüksek olması yatmaktadır. Avrupa'daki hane halkı ve girişimcilerin finanse edilmesinde bankacılık sektörüne bağlılığı

ABD'ye oranla daha fazladır. Bu durum Avrupa Birliği'nde bankacılık sektörünün önemini göstermektedir (Shambough, 2012: 4).

AB bankacılık sektörünün son on yılını incelediğimizde Euro ile birlikte gelen tek bir finansal piyasanın oluşumu söz konusudur (Asimakopoulos - Athanasoglou, 2009: 39).Bunun yanı sıra teknolojik gelişmeler ve yeniklerle ortaya çıkan karmaşık yapıdaki finansal enstrümanlar ve bunların oluşturdukları yüksek kaldıraç oranlarını görmek mümkündür. Bu dönemde küresel ekonomide likidite bolluğu, bunun ile birlikte mal fiyatlarındaki artış, deregülasyon politikalarından ve küreselleşen finans piyasalarının varlığından söz etmek mümkündür (Eken ve diğ., 2012: 19).

2006 – 2010 yılları arasındaki bankacılık sektörü rakamları incelendiğinde ABD Krizi'nin Avrupa bankacılık sektörünün bilanço yapısını, karlılık oranlarını, sermaye yeterlilik oranlarını, borç yapısını ve likidite yapını olumsuz etkilediği görülmektedir (Eken ve diğ., 2012: 37). Bu durumda Avrupa bankacılık sektöründe üç probleme neden olmaktadır. Bunlar; sermaye yetersizliği (leveraging), iflas ve sermaye çıkışlarıdır (Noeth – Sengupta, 2012: 457).

Bütün bu sorunlar, Avrupa bankacılık sisteminde likidite krizine dönüşmüştür. Bu durumda Avrupa bankalarının batma tehlikeleri, mevduatta garanti vermeme durumları ve sermaye yetersizliği gibi sorunlar ortaya çıkmıştır (Shambough, 2012: 6-7). Bu sorunlar bankacılık sisteminin kırılganlığı sorununu doğurmuştur.

Kriz döneminde bankacılık sektörünün kırılganlığını tetikleyen diğer bir faktör ise kısa vadeli borçlanmanın yüksek olmasıdır (Dadush ve diğ., 2010: 2). Bu kırılgan yapı bankacılık sektöründe banka hücumları ve iflasları olarak sonuçlanırken reel ekonomide ise finanse edilemeyen girişimci ve ekonomide büyüyememe sorunu olarak sonuçlanmıştır(Shambough, 2012).

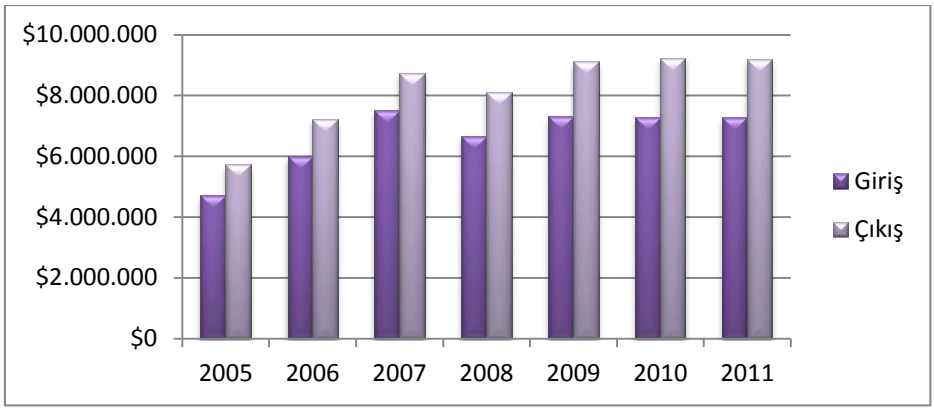
Kriz döneminde bankacılık sektörünü olumsuz etkileyen diğer bir konu da kamu borç senetledir. Kamu tahvillerinin, Euro'ya geçiş ile birlikte risk profilleri değişmiştir. Bu değişim ile birlikte daha güçlü ve kredibil olmuştur. Bu da bankaların bu senetleri alması konusunda teşvik etmiştir. Bankalara, bu tahviller geniş garanti kapsamında satılmıştır. Bu yüzden bankalar hükümetlere ait bu tahvilleri almaya devam etmişlerdir. Eğer Avrupa'da finansal istikrar isteniyorsa bu tahvillerin satılmasına limit getirilmesi gerekmektedir (Arnold, 2012: 12).

Avrupa Merkez Bankası, ABD Krizi'nin yarattığı sorunları çözmek için ilk başta diğer büyük merkez bankaları gibi hareket etmese de Lehmans Brother 'in batması ile Avrupa Merkez Bankası da faiz indirme kararı alarak FED benzeri politika izlemiştir. Daha sonra ise Avrupa bankalarının bilançolarında bulunan toksit kâğıtları satın alarak, bankacılık sektörünü finanse etmiştir. Avrupa Merkez Bankası varlıkları dolar üzerinden satın almıştır. Bu durum Avrupa'da dolar fonuna duyulan ihtiyacı artırmıştır. Bu durumda FED devreye girmiş ve piyasalara dolar enjekte etmiştir. Zamanında alınmayan ve yetersiz önlemler de göstermiştir ki, Avrupa bankacılık sistemi; işbirliği, koordinasyon, tutarlılık ve şeffaflık konusunda sınıfta kalmıştır. Bu durum Avrupa bankalarının kredibilitesini düşürüp sermaye kaçışlarına neden olmuştur (Noeth – Sengupta, 2012: 472).

2.1.5 Sermaye Akımları

ABD Krizi'nin Avrupa finans sektörüne diğer etkisi de sermaye akımlarına yaptığı olumsuz etkidir. Küreselleşen dünyada ülkeye gelen yabancı sermaye üretim potansiyelini yükselterek ekonomik büyümeye katkı sağlarken, sermaye çıkışları ülkelerin döviz rezervleri, parasal büyüklükleri ve enflasyon gibi makroekonomik rakamları üzerinde olumsuz etkilere neden olmaktadır. Sermaye akımları doğrudan ve dolaylı olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

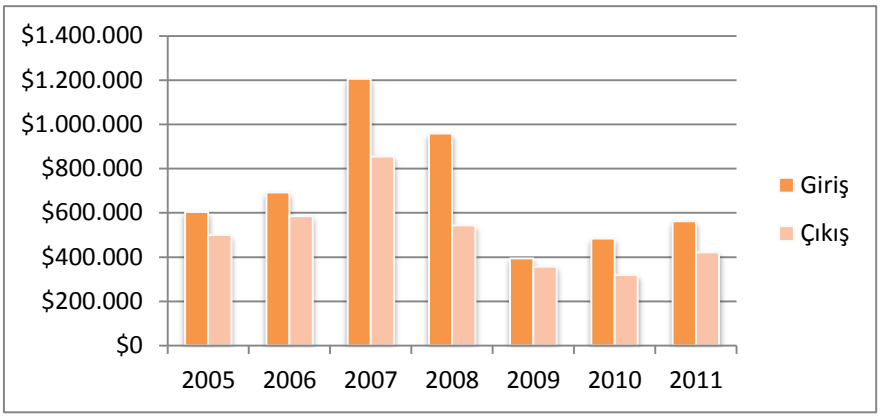
Doğrudan yabancı sermaye, ülke ekonomileri için çok önemlidir. Doğrudan yabancı sermaye ile bir şirketin üretimini, kurulu bulunduğu ülkenin sınırlarının ötesine yaymak üzere ana merkezinin dışındaki ülkelerde üretim tesisi kurması veya mevcut üretim tesislerini satın alması bir doğrudan yabancı yatırım olarak tanımlanmaktadır (Seyidoğlu, 2007:598). Doğrudan yabancı sermayelerin kriz döneminde risk olgusunun tam olarak bilinememesi sebebiyle azalması söz konusudur. Aşağıda Avrupa Birliği üyesi 27 ülkenin doğrudan yabancı sermayesindeki değişim ile ilgili şekil bulunmaktadır.



Şekil 2.7: Doğrudan Yabancı Sermaye Giriş – Çıkış

Kaynak: http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=89

Yukarıdaki şekil, UNCTAD 'dan alınan verilere göre hazırlanmıştır. Değişimler bir önceki yıl baz alınarak, dolar cinsinden ifade edilmiştir. Şekilde de görüldüğü gibi sermaye giriş çıkışı arasındaki fark kriz döneminde ve sonrasında artmıştır. Bunun en önemli sebebi sermaye girişleri azalırken, sermaye çıkışlarının da artmasıdır. Bu durum yatırımcının bu bölgeye duyduğu güvensizlikten ve kriz dönemlerinde yatırım yapmak istememesinden kaynaklanmaktadır.



Şekil 2.8: Yabancı Fon Giriş – Çıkışı

Kaynak: http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=88

Yukarıdaki şekil ise dolaylı yatırımların giriş çıkışına aittir. Şekil, UNCTAD verilerine göre hazırlanmıştır. Değişimler bir önceki yıl baz alınarak, dolar cinsinden ifade edilmektedir. Dolaylı yatırımlar daha çok menkul kıymet piyasasındaki sermaye girişlerini göstermektedir. Bu hareketler sıcak para olarak da adlandırılmaktadır. Sıcak paranın giriş yapacağı ülke için makroekonomik veriler çok önemlidir. Çünkü bu yatırımı yapan yatırımcının en ufak olumsuzluğa

tahammülü yoktur. Ülke içine giren sıcak para ülke ekonomisinin gelişmesini ve özellikle ihracatını artırarak dış ticaretini olumlu etkilerken, çıkışı da kurlara yaptığı baskı ve bunun dış ticarete olumsuz yansımasıyla ülke ekonomisine zarar vermektedir.

2008 krizi ile birlikte UNCTAD raporuna göre özellikle gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları durmuştur. Bu durum yatırımcının güven eksikliğinden kaynaklanmaktadır. Günümüz dünyasında yatırımcıların güvenlerini, en çok kredi derecelendirme kurumları etkilemektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları verdikleri notlarla, o ülkelere yapılacak olan sermaye giriş- çıkışlarını etkilemektedir. Bu yüzden sermaye akımlarındaki değişmeler incelenirken kredi derecelendirme kurumlarına kısaca bakmak yararlı olacaktır.

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları, yüz elli yılı aşkın süredir dünya piyasalarına yön vermektedir. Özellikle son on yıldır yaşanan şirket çöküşlerinde ve ekonomik krizlerde fonksiyonlarını efektif şekilde yerine getirememeleri ve hatta istikrar bozucu kararlarından dolayı eleştiri konusu olmuşlardır (Yazıcı, 2012: 1-2). Önce ABD'de başlayan ve tüm dünyayı etkisi altına alan krizin tahmin edilememesi, daha sonra ise AB piyasalarında patlak veren krizde verdiği notlar ile piyasada spekülatif hareketlere neden olması sebebiyle, felaket tellallığı yapmakla suçlanmışlardır. Kriz dönemlerinde aldıkları kararlar ile krizin derinleşmesine neden olmaları, bu kurumların şeffaflık ve güvenirliğinin sorgulanmasına neden olmuştur.

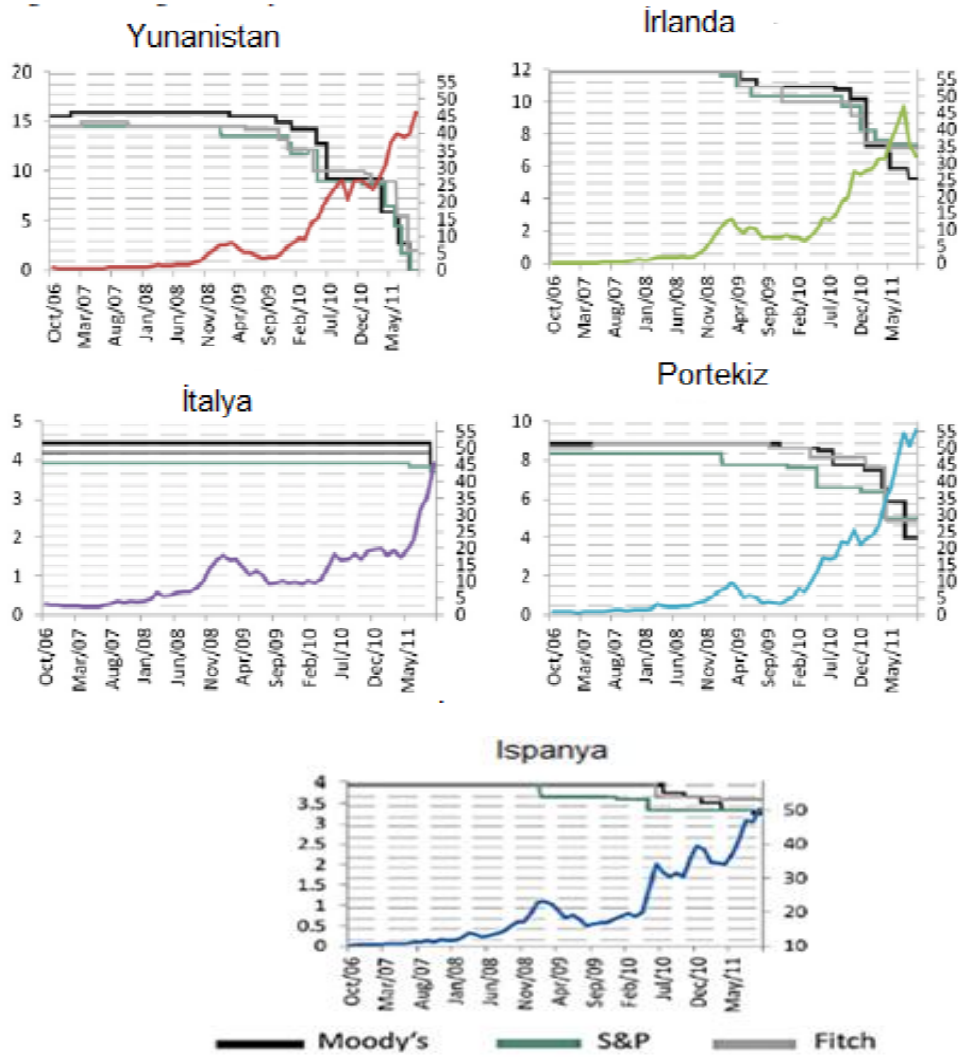
Derecelendirmenin genel olarak tanımına baktığımızda; borçlunun kredibilitesi, borçlunun zamanında ve düzenli ödeme kapasitesini ölçerek para ve sermaye piyasalarındaki rollerini değerlendiren ve bunu da standart ve objektif bir şekilde sunan görüştür (Yazıcı, 2012: 2-3). Bu görüşler piyasalarda önemli bir etki gücüne sahiptir. Özellikle uluslararası piyasalarda üç büyük olarak adlandırılan derecelendirme kurumlarının piyasa üzerinde etkisi çok büyüktür. Bu kurumlar S&P (Standard &Poor's), Moodys ve Fitch'dir (Sylvester - Eıjffıinger, 2012: 914). Bu kurumların en küçük negatif haberleri ülkelerin tahvil değerlerinin ve öz sermayelerin düşmesine neden olmaktadır (Alsakka -Gwilym,2011). Verdikleri düşük notlar ile ülkenin güvenirliğini olumsuz etkiledikleri gibi aynı zamanda bu ülkelerin borçlanma maliyetlerinin artmasına neden olmuşlardır(Dadush ve diğ., 2010:1).

Bu kadar önemli olan bu kurumların özellikle son 10 yılda aldıkları kararlar, piyasalarda büyük yankı uyandırmaktadır. Son 10 yıla kısaca göz attığımızda 2001'de Enron, 2002'de Worldcom, 2003'de Parmalat gibi dünyanın en büyük şirketlerinin çöküşü ve bu çöküşlerin kısa bir süre öncesinde verilen yüksek derecelendirme notları bu kurumların üzerine dikkatlerin yoğunlaşmasına neden olmuştur (Yazıcı, 2012:7). Financial Times'a göre bu kurumların, ABD'de başlayan ve tüm dünyayı etkisi altına alan finansal krizin derinleşmesinde önemli rolleri vardır.

2004 -2007 yılları arasında başta ABD olmak üzere birçok ülkede yüksek getiri elde edilmesi nedeniyle tercih edilen CDO'lar (Collateralized Debt Obligation: Teminatlı Borç Senetleri) derecelendirme kurumları tarafından onaylanmışlardır. Bu görüşler her ne kadar tavsiye niteliğinde olsa da; borsa ve sermaye piyasalarında beklentilerin alındığı, gerçeklerin satıldığı da bilinen bir gerçektir. Bu finansal enstrümanlara verilen notlar AAA ve BB arasında değişmektedir. Bu notlar düşük risk anlamına gelir. Bu durum getirisi yüksek bu tahvillerin yatırımcıların iştahını kabartmasına neden olmuştur. Bu kurumlar, 2008 yılında verdikleri notları aniden düşürüp piyasalarda spekülatif hareketlerin ortaya çıkmasına neden olmuşlardır. Bu sebepten ötürü piyasalarda büyük zararlara, devlerin batışlarına ve krizin derinleşmesine neden olmuşlardır (Yazici, 2012: 8-9).

ABD Krizi'ndeki tutumlarından dolayı eleştiriler bitmeden AB'de patlak veren krizdeki tutumları tartışma konusu olmuştur. Avrupa Borç Krizinde, özellikle Yunanistan, İrlanda, İtalya, Portekiz ve İspanya'nın notlarının aniden düşürülmesi piyasalarda panik havasına neden olmuştur.Bu durum, ülke ekonomilerini savunmasız hale getirmiş ve krizin olumsuz etkilerini daha da arttırmıştır.

Aşağıdaki şekil, Avrupa ülkeleri ile ilgili kredi derecelerindeki düşmelerin 10 yıllık tahvil faizlerinde nasıl artış yaptığı görülmektedir. Burada 10 yıllık tahviller veri olarak alınmıştır (Eijffinger, 2012: 917).



Şekil 2.9: GIIPS Ülkeleri Tahvil Faizleri Değişimi

Kaynak: Alsakka ve Gwilym, 2011

Piyasalardaki bu hızlı düşüşün sonucunda, Yunanistan Portekiz ve İrlanda'da kamu açıkları ve borçlanmaları artmıştır (Alsakka - Gwilym, 2011). Artan kamu açığı ve borçlanma, bu ülkeleri uluslararası piyasada spekülatif ataklara açık hale getirmiştir. Kriz çığlıkları Avrupa Birliği ülkelerinde hükümetlerin bankacılık sektöründe garantilerini genişletmelerine neden olmuştur (Sgherri, 2009: 8). Bu durumun bankacılık sektörünü olumsuz etkileyen diğer bir sorun olmuştur.

2.1.6 Tahvil Piyasası

Avrupa'nın diğer önemli sorunu tahvil piyasalarıdır. Avrupa Krizi bu piyasalarda patlak vermiştir. Bunun en önemli nedeni 1999 yılında kaydi para kullanılmasına başlanmasıyla birlikte ülkeler arasında 10 yıllık tahvil faiz oranlarının birbirine

yakınsaması yatmaktadır. Bu süreç ABD Krizi'ne kadar böyle devam etmiştir. Global kriz ile birlikte küçük sapmalar başlamış; Fakat 2010 sonrası yani Avrupa Krizi'nin başlamasıyla faiz farkları gözle görünür oranda artmıştır. Özellikle krizin şiddetli yaşandığı ülkelerde faiz oranlarında ciddi sıçramalar meydana gelirken, Avrupa'nın güçlü ülkelerinde faiz oranları istikrarlı Euro döneminin bile altına düşmüştür. Bunun sebebi kriz öncesi ülkelere özgü riskler fiyatlandırılmazken, kriz sonrası bu risklerin fiyatlandırılmaya başlanmasıdır. Bunun sonucunda kriz sonrası Avrupa bölgesinde tahvillerin getiri farkları giderek artmıştır (Özen, 2010: 6 - 7). Bu konu detaylıca ileriki bölümde ele alınacaktır.

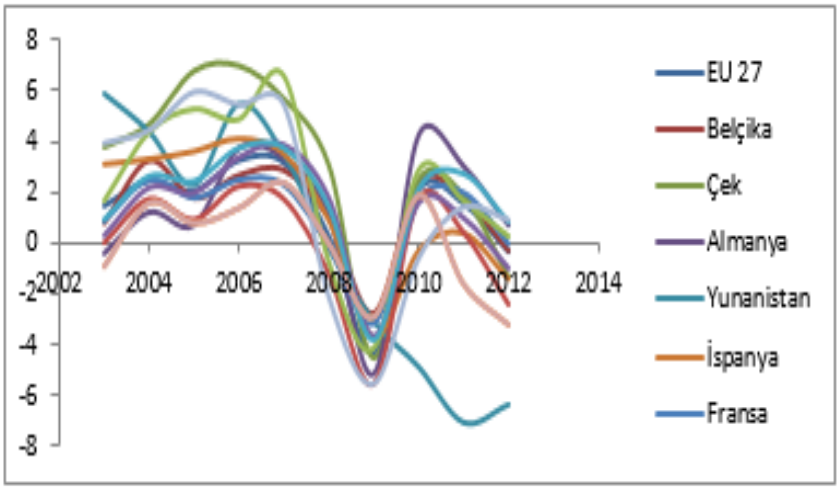
2.2 Yapısal Nedenler

AB'nin ortak paraya geçişiyle birlikte yapısal ekonomik sorunları ortaya çıkmıştır. Bunlar büyüme, işgücü piyasası, para piyasası ve maliye piyasalarında kendini göstermektedir. Alınan önlemler ve uyumlaştırma çabaları ile bu sorunlarda kısa süreli iyileşmeler olsa bile kriz ile birlikte bu sorunlar tekrar su yüzüne çıkmıştır.

AB bugün 27 ülkeden oluşan dünyanın en büyük ekonomilerinden biridir. Ancak bu büyük ekonomik yapı, yıllardır birikmiş olan ve son küresel finansal krizle beraber belirgin bir biçimde ortaya çıkan ağır sorunlarla karşı karşıyadır. İçinde bulunduğumuz dönemde küresel toparlanmayı geciktiren ve dünya ekonomik görünümünü tehdit eden en temel problem Avrupa'nın yapısal sorunlarıdır.

2.2.1 Büyüme

AB'nin hem konjonktürel nedenlerden hem de yapısal nedenlerden dolayı büyüyememe sorunu vardır. Konjoktürel nedenler yukarıda anlatılmıştır. Bunun büyümeye yansıması şu şekilde olmuştur. Kriz başlayınca bankacılık sektörü öncellikle birbirlerine daha sonra ise reel sektör ve tüketicilere kredi vermeyi kesmişlerdir. Ekonomideki kötü gidiş tüketim harcamalarının azalmasına neden olmuştur. Bu durum üretim ve yatırımların azalmasıyla sonuçlanmıştır. Üretimin ve yatırımların azalması da işten çıkarmalara neden olmuştur. İşten çıkartmalar ise ücretle çalışan sayısını azaltmış aynı zamanda tüketimi yani talebi de azaltmıştır. Talep azaldıkça üretim ve yatırım, üretim ve yatırım azaldıkça istihdam, istihdam azaldıkça talep azalmıştır. Yani tam anlamıyla bir kısır döngü içine girilmiş gibi görünmektedir (Eğilmez, 2008).



Şekil 2.10: Avrupa Birliği Üye Ülkelere Ait Yıllık Büyüme Oranları

Kaynak:http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00115

Şekilde de görüldüğü gibi Avrupa'nın uzun dönemde büyüme stratejisi başarısız olmuştur (Darvasve diğ., 2013:7). Özellikle 2009 yılında Avrupa ülkelerinde kırılma meydana gelmiştir. Bu dünya konjonktürüne bağlı bir gelişmedir. 2010 yılında küçük çapta bir toparlanma söz konusu olsa bile 2011 yılında Avrupa'nın borçlanma krizi ile birlikte düşüş devam etmiştir.

Avrupa'nın uzun dönemde büyüyememe problemi vardır. Bu zayıf büyüme özel ve kamu borçlanmalarına, banka kırılganlıklarına, yüksek işsizliğe, emeğin yanlış yerde istihdam edilmesine, işten çıkartmalara, neden olmaktadır. Büyüme önündeki yapısal sorunların çözümü için cesur adımlara ihtiyaç duyulmaktadır. Büyümenin önündeki engeller;

- Verimlilik
- Yüksek kaldıraç oranları (leverage)
- Bankacılık sektörünün yapısı
- Fiyatlarda oynaklık ve sermayenin yanlış tahsisidir (Darvas ve diğ, 2013: 3-7)

Büyüme önündeki engellerin başında verimlilik eksikliği yatmaktadır. Verimliği etkileyen unsurların başında üretim zincirinin küresel entegrasyonu sıkı sıkıya bağlanmasını görmekteyiz. Küreselleşen dünya ile birlikte üretim ve organizasyon yapısı da değişmiştir. Artık dünya ticareti, dünya çıktısından daha fazla büyümektedir. Dünya ticareti nihai malı tek bir ülkede üretmekten vazgeçip, birçok

ülkede parçalı üretim modeline geçmiştir. Bu üretim modeli küresel değer zincirinin oluşmasına neden olmuştur. Küresel değer zinciri ile birlikte gelişmekte olan ülkeler uluslararası piyasalara girme şansı elde etmiştir. Bu değer zinciri ile üretim; sermaye yoğunluğu, emeğin vasıflı vasıfsız oluşu gibi bölümlere ayrılmış ve her aşama en düşük maliyetle nerede üretilecekse oraya kaydırılmıştır. (Yi, 2009: 45-46). Küresel değer zincirinin gelişmesinde; ulaştırma, bilişim ve iletişimde yaşanan teknolojik gelişmeler, tarifelerin indirilmesi, hizmet ticaretin serbestleşmesi, yeni finansal hesaplamalar ve siyasi reformların önemli katkıları bulunmaktadır (OECD, 2007:13). Bütün bu gelişmelerin sonunda gelişmiş ülkelerdeki büyüme oranı düşerken, gelişmekte olan ülkelerdeki büyüme oranları ise artırmıştır. Avrupa Birliği küresel ekonomideki bu yeni gelişmelere entegrasyon konusunda çok da başarılı olamamıştır.

Büyüme önündeki diğer bir engel ise teknolojinin sürekli değişip gelişmesi ve Avrupa Birliği'nin bu yeniliğe ayak uyduracak yapısının olmamasıdır. Bunun en önemli nedeni Avrupa ekonomisinin yenilik değil, taklit ekonomisi olmasıdır (Darvasve diğ., 2013:2). Teknolojik geliştirmedeki başarısızlıkları Ar-Ge (Araştırma ve Geliştirme) çalışmalarının finanse edilememesinden kaynaklanmaktadır.

Büyümede diğer mesele ise emek piyasasıdır. ABD ve Avrupa'yı karşılaştıran akademik bir çalışmanın sonucunda ABD ve Avrupa'nın verimliliklerinin kabaca aynı seviyede olduğu görülmüştür. Fakat ABD'de insanlar birden fazla işte çalışarak daha yüksek gelir elde etmekte, buna karşılık Avrupa'da ise insanlar daha az çalışma saatlerini ve daha fazla dinlenmeyi tercih etmektedirler. Buna ilaveten, Avrupa'daki cömert refah devleti uygulamaları da eklenince insanlar çalışmamayı tercih etmişlerdir. Bu durum uzun dönem işsizlik rakamlarının yüksek olmasına neden olurken ekonomideki verimliliği etkileyerek büyüme önündeki önemli engellerden biri olmuştur. Bu konu emek piyasasında daha derin incelenecektir. Bunun dışında emek piyasasına baktığımızda Avrupa ekonomisinin verimliliğini beşeri sermayenin yani emeğin yeterince eğitilememesi sorunu olarak da görüyoruz. Bunun yanında emeğin firmalar ve sektörler arasındaki geçişinin engellenmesi, yeteneklerin doğru eşleştirilememesi de verimliliği etkileyen önemli etkenlerdir.

Avrupa'nın aşırı borçlanma durumu (leverage) büyüme önündeki sorunlardan biridir. Bu sorun borçlanan üretim biriminin, gelecekteki üretimini borcu kadar artıramamasından yani maliyetlerini finanse edememesinden kaynaklanmaktadır.

Başta ekonomide canlanma, işsizlikte düşme, büyüme gibi pozitif sonuçlar doğursa da borcu ödeme aşamasında, borcu ödemedeki zorluklar ülke ekonomilerinde krizlere neden olmaktadır. Bunun dışında aşırı borçlanmanın Avrupa'yı bu denli etkilenmesindeki diğer sebepler ise, karlılık oranlarının düşük olması, iflas kanunu ve prosedüründeki değişikliklerdir. Avrupa Birliği bu konuda Maastricht Kriterleri ile disiplini sağlamayı hedeflese de birlik ülkeleri bu kriterlere uymamışlardır. Aslında Avrupa Birliğindeki borçlanma sorunlarının benzerini ABD ve Japonya gibi ülkeler de yaşasa da bu ülkelerde borçlanma sürdürülebilir bir şekilde devam ederken, Avrupa'da kriz ile sonuçlanmıştır. Bunun en önemli nedeni borcun nominal büyüklüğü değil bunun GSYH 'ya oranıdır.

Avrupa'nın büyüme önündeki önemli sorunlarından biri de, bankacılık sektöründeki yapısal sorunlardır. Bu sorunları konjonktürel nedenlerde de ele almıştık. Kısaca tekrar bahsetmek gerekirse Avrupa'da bankacılık sektörü firma ve tüketicileri finanse etmesi sebebiyle büyük önem taşımaktadır. Bu yüzden bu sektörde meydana gelen kriz, kredilerin kesilmesine neden olurken yatırımların ve tüketimin azalmasına da neden olmuştur. Bankacılık sektörü para politikası araçları ile teşvik edilmeli ve para politikası transmisyon mekanizması kredi kanalı ile güçlendirilmelidir (Shambaugh, 2012).

Büyüme üzerindeki son sorun ise fiyatlarda sapma ve sermayenin yanlış tahsisidir. ABD'deki ev fiyatlarındaki hızlı artışın benzeri Avrupa emlak piyasasında da görülmüştür. Bu durum ücret ve fiyat yapısını bozarak sermayenin yanlış tahsisine neden olmuştur. Yanlış tahsis sonucu büyük sermaye kayıpları ekonomilerde resesyon ve büyümenin durması ile sonuçlanmıştır. Fiyatlar üzerindeki sapma ve sermayenin yanlış tahsisi, Birlik içinde farklı yansımıştır. Özellikle Güney Avrupa bu durumdan ciddi etkilenirken, Kuzey Avrupa'da durum sabit kalmıştır. Bu durumda Güney Avrupa'da döviz kuru aşırı değerlenirken, Kuzey Avrupa'da ise eksik değerlenmiştir. Bunun sonucunda fiyat ayarlamasına gitmek isteyen ülkeler için enflasyon, ücret ayarlamasına gitmek isteyen ülkeler için ise emek piyasasındaki rijitlik sorunu meydana çıkmıştır (Darvasve diğ, 2013: 5- 7).

2.2.2 Emek Piyasasının Yapısı

Finansal kriz denildiğinde akla ilk finans piyasalarında meydana gelen bozulmalar gelmektedir. Oysaki krizlerde iş gücü piyasaları da derinden etkilenmektedir.

Finansal krizler atlatılsa bile işgücü piyasalarının kendini toplaması uzun sürmektedir (Çaşkurlu, 2010: 50). Bu yüzden iyi işleyen bir emek piyasası başarılı bir ekonominin olmazsa olmaz koşuludur. Ekonomide etkin kaynak kullanımı, refah düzeyinin düzenli artışı, gelirin adaletli dağılımı, sosyal güvenlik sisteminin etkin olabilmesi gibi bir dizi olgu, ancak ve ancak emek piyasasının sağlıklı işlemesi ile mümkündür. Avrupa'da tek bir emek piyasasının varlığından söz etmek mümkün olmasa da bu alanda uyumlaştırma politikaları uygulanmıştır.

Avrupa emek piyasasına baktığımızda birliğin entegrasyonu ve küresel kriz ile birlikte meydana gelen değişmeler dikkat çekicidir. Bu yüzden Avrupa emek piyasasının bu iki dönemine bakmakta fayda vardır.

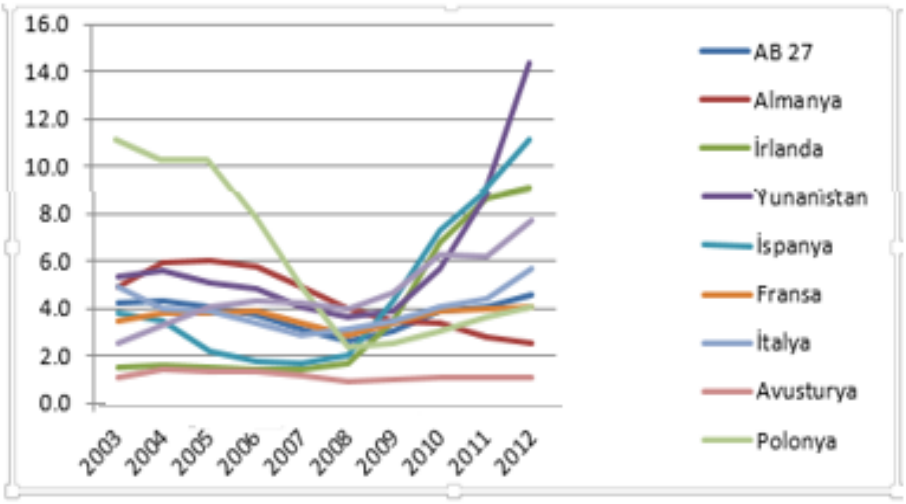
Avrupa emek piyasası 1990'lı yıllarda zayıf büyüme, üçüncü dünya ülkeleri ile rekabet edememe, plansız ve uyumsuz istihdam politikaları gibi yapısal sorunlar ile karşılaşmıştır. Bu sorunları çözmek için çeşitli önlemler geliştirilmiştir.

Avrupa Birliği'ne geçiş ile yeni istihdam politikaları belirlenmiştir. Avrupa Birliği'nin istihdam politikaları Lüksemburg Süreci, Kardif Zirvesi ve Köln zirvesinde oluşmuştur. Avrupa Birliği'nin emek piyasası sorunlarının çözümü için "Büyüme, Rekabet ve İstihdam "adlı beyaz kitap ilk adımdır (Gençler- Şenocak, 2009: 207). Bundan sonra ortaya atılan Essen Stratejisi ile Avrupa İstihdam Stratejisi'nin (AİS) temeli atılmıştır.

Avrupa İstihdam Stratejisi ile Avrupa emek piyasalarında yaşanan olumsuz durumlara çözümler aranmıştır. AİS ile birlikte istihdam edilebilirlik, girişimcinin desteklenmesi, esneklik, eşit fırsatların yaratılması hedeflenmiştir. Bu strateji ile ülkelerin istihdam ve sosyal politikaları tekelleştirilmemiş, bunun yerine belirli hedefler belirlenmiş ve bu hedeflere ulaşmada ülkelerin kullanacağı araçlar serbest bırakılmıştır (Kesici, 2011: 83- 84). AİS ile Avrupa istihdam düzeyinde iyileşme söz konusu olmuştur. Özellikle yaşlı ve kadın nüfusun istihdamında artış yönünde hareketlilik gözlemlenirken, genç nüfusta ise aksi yönde hareketlilik söz konusu olmuştur. AİS Avrupa'nın yapısal istihdam politikalarını çözümlemekten öte problemleri dengeleyerek sürdürülebilirlik kazandırmaya çalışmıştır. Bu yüzdendir ki bu iyileşme küresel kriz ile birlikte son bulmuştur (Kesici,2011: 87).

Kriz döneminde Avrupa emek piyasasına baktığımızda alınan tasarruf önlemlerinin, bütçe kesintilerinin ve kamu maliyesinin iyileştirilmesi politikalarının işgücü

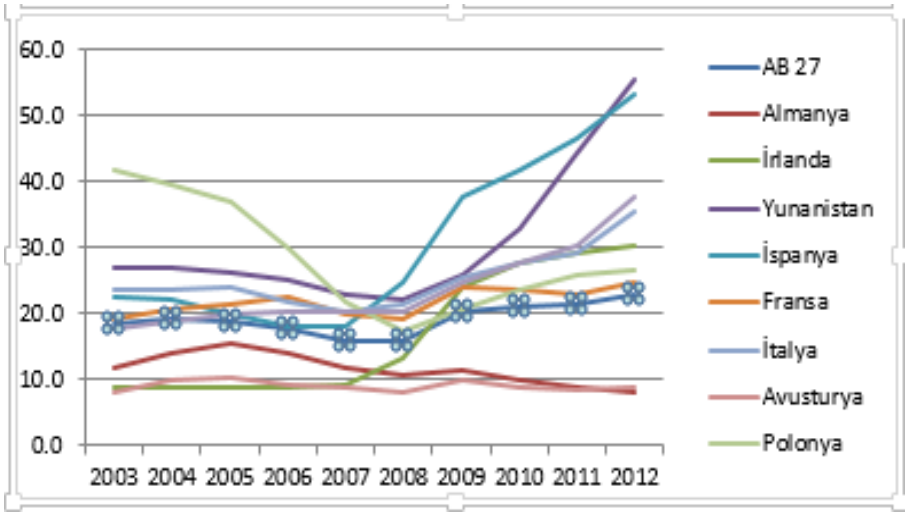
piyasalarını oldukça olumsuz etkilemiştir. Bu dönemde Euro bölgesindeki işsiz sayısı rekor düzeye yükselmiştir. İşgücü piyasasındaki olumsuzlukları uzun dönem işsizlik rakamları ve genç nüfus işsizlik oranları şekillerine bakarak takip etmek mümkündür.



Şekil 2.11: AB Üye Ülkelere Ait Uzun Dönem İşsizlik Oranları

Kaynak: Eurostat, indirilme tarihi: 18.07.2013

Yukarıdaki şekilde, AB üyesi bazı ülkelere ait uzun dönem işsizlik oranları verilmiştir. Mortgage Krizi ile birlikte başlayan işsizlik Avrupa Krizi ile birlikte iyice yükselmiştir. İşsizlik günümüz Avrupa'sının en büyük sorunudur. 2013 Şubat verilerine göre sadece 26,3 milyondan fazla kişi işsiz kalmıştır (ILO, 2013: 1).



Şekil 2.12: AB Üye Bazı Ülkelerine Ait Genç Nüfus İşsizlik Oranları

Kaynak: Eurostat:31.07.13

Diğer önemli istihdam göstergesi ise genç nüfusun istihdama katılımıdır. Yukarıdaki şekilde bu oranlar gösterilmiştir. Genç işsizlerin (16 – 20 yaş arası) işsizlik oranı 2011 sonunda %20'yi aşarken yaşlı işçi oranı artmıştır. Bu durumda emeklilik reformları ve kanunlarının etkisi vardır.

Kriz ile birlikte Avrupa'nın işgücü piyasasındaki yapısal sorunları tekrar gündeme gelmiştir. Avrupa'nın iş gücü piyasasındaki yapısal sorunlarını incelediğimizde;

- İş gücü piyasasının katılığı,
- Güçlü sendika yapısı,
- İşgücünün serbestliğinin düşüklüğü,
- İşgücü üzerine vergilerin yüksekliği,
- Sosyal yardım ve refah devleti anlayışı,
- Nüfusun yaşlılığı gibi sorunlar öne çıkmaktadır.

Avrupa emek piyasaların en önemli sorunu emek piyasasının katılığıdır. Emek piyasasının esnekliği Ulusal istihdam Strateji Belgesi'ne göre "üretim döngüsünde meydana gelen değişiklikler ve dalgalanmalara uyum sağlayabilme, çalışanların hayat süreçlerinde değişen ihtiyaçlarına uygun olarak iş ve yaşantıları arasında denge kurabilme hız ve ölçüsünü" ifade etmektedir. Avrupa'da esnekliğin düşük olması işgücü piyasasının etkinliğini ve istihdamı azaltıcı yönde etki yapmış, aynı zamanda işsizliği özendirmiştir (Kapar,2009:2). Mali politikaların ulusal, para politikalarının ise merkezi olduğu bu durum emek piyasasını esnekleştirmeyi sağlayacak önlemler almayı mecbur kılmıştır (Monastiriotis, Zartalousdis,2010:8-9). Bu yeni sistemde ayarlanma problemi ve katılık ekonomide daha ciddi sorunlar doğurmaktadır. Bu sorunlar hükümetlerin geçmişteki bilgileri kullanılarak tahmin yapmalarını ve ilaveten ulusal hükümetlerin üretim ve ücretlerin etkinsiz olduğu dönemlerde para politikalarını kullanarak istihdam yaratabilmelerini engellemiştir. Yani yüksek enflasyon ile işsizliği azaltabilen "zaman tutarsız" politikalar artık uygulanamamaktadır. Çünkü Avrupa'da para politikalarını yönetme yetkisi uluslar üstü bir kuruma Avrupa Merkez Bankası'na verilmiş ve ulusal hükümetlerin para politikaları vasıtasıyla işgücü piyasalarını etkilemesi engellenmiştir. Bu durum ücretlerdeki esnekliğin olumsuz etkilemesine neden olmaktadır (Monastiriotis,

Zartalousdis,2010: 10). Para ve maliye politikalarındaki uyumsuzluk işgücü piyasasını da olumsuz etkilemektedir.

AB gelişmiş bir sosyal yapıya sahiptir. Özellikle sendikalaşma en çok bu bölgede gelişmiştir. Ancak sendikalaşma ile ilgili ortak politika uygulamaları yoktur. Bu konuda da birlik ülkeleri ulusal düzeyde karar alma mekanizmalarını kullanmışlardır. Ancak bu mekanizmada uyumlaştırma çabaları vardır. Özellikle sendikalar konusunda Uluslararası Çalışma Örgütü normları dikkatte alınmıştır. Dünyada sendikacılığın en çok geliştiği yer Avrupa olmasına rağmen, Avrupa'da bile küreselleşmenin etkisi ile birlikte, sendikalar üye kaybetmeye başlamışlardır. Sendikaların küreselleşme süreciyle birlikte eski güçlerini kaybettikleri ve yeniden sorgulandıkları görülmektedir.

Avrupa'da toplu ücretler sendikalar tarafından belirlenmektedir. Merkezi olarak belirlenemeyişinin en önemli sebebi verimliliğin her ülkede aynı olmamasıdır (Monastiriotis, Zartalousdis: 8 -12). Sendikaların ekonomi üzerindeki orantısız gücü, verimlilikten daha fazla ücret artışı istemeleri, nominal ve reel ücret ayarlamalarını engellemektedir. Sendikalaşma özellikle ücret esnekliğini etkilemektedir. Ancak sendikaların güçlü olduğu bu durumda ücretlerin ekonomik duruma göre ayarlanması pek mümkün olmamaktadır. Bu durum ücret katılığına sebep olmaktadır. Ücret katılığı iş gücü maliyetleri artışına ve rekabet edilebilirliğin azalmasına neden olmaktadır.

AB'nin oluşum sürecinde önemli yeri olan "Roma Sözleşmesi" hükümlerine göre, işgücünün serbest dolaşımının en geç geçiş döneminin sonuna kadar sağlanacağı ve bu dönem içinde, istihdam, ücret ve diğer çalışma koşulları bağlamında, tüm ayırımcı işlemlerin kaldırılacağı öngörülerek, serbest dolaşımın kapsamı (md/48) ve uygulama yöntemleri (md/49) belirlenmiştir. Avrupa Birliği'ne geçiş ile birlikte emeğin birlik içinde hareketliliği serbestleşmesine rağmen Avrupa'da emek piyasasının içsel ve dışsal faktörlerden dolayı hareketliliği düşüktür (Monastiriotis, Zartalousdis,2010: 6-7). Bu durum herhangi bir dışsal şokta emeğin başka Avrupa ülkesine gitmesini engellemektedir. Emeğin serbest dolaşımının önündeki en büyük engel Avrupa'nın tek bir dil kullanmamasıdır. Avrupa'nın tek dil kullanması emek serbestliğini artıracak önemli bir faktördür. Fakat bu durum Avrupa siyasetinde ütopyadan öteye geçememektedir. Diğer engellere bakacak olursak kültürel farklılıklar, ülkelerarası uzmanlaşma ve eğitim farklılıkları, iş bulmada yaşanan

zorluluklar, vergi politikalarında farklılık, emeklilik sistemlerindeki farklılık, bürokratik zorluklar gibi faktörleri görmekteyiz (Geis, 2013: 15 – 22).

AB, yeni üyeliklerle birlikte Avrupa'daki vergi sistemi iyice karışmıştır (Öztürk-Ozansoy, 2011: 200). AB'de alt ve orta gelir düzeyindeki işgücünden alınan vergisi oranları çok yüksektir. Bu oranlarının düşürülmesi için gelir vergisi dilim ve oranlarının düşürülmesi ve vergiden muaf gelirin artırılması için çeşitli çalışmalar yapılmaktadır (DPT, 2007: 5).

Avrupa'nın diğer bir sorunu ise sosyal refah devleti anlayışıdır. Avrupa'nın bugünkü sosyal refah devlet anlayışı üç aşamalı olarak oluşmuştur. İlk aşama sanayi devrimi ile birlikte gelen dönem. İkinci dönem 1929 krizi ile birlikte ortaya çıkan Keynesyen politikaların etkin olduğu dönem. Son dönem ise dünyada öne çıkan neo liberal yapılanma ile gelişen sosyal devlet anlayışıdır.

19. yüzyılın sonları 20. yüzyılın başlarında sanayi devrimi ile hızlı bir kentleşme ve hızlı bir toplumsal dönüşüm yaşanmıştır. Sanayileşme ile birlikte işçi sınıfının nüfusunda ciddi bir artış yaşanmıştır. Bu yeni toplumsal kesim sanayi devrimin başında kötü çalışma şartlarında hayatlarını sürdürmüşlerdir. Klasik liberal anlayışın yansıdığı bu dönemde piyasada ücret ve çalışma şartlarının kötü oluğu bilinmektedir. Bu dönemde, bu durumun düzeltilmesi için hiçbir şey yapılmamıştır. Bu durum 1929 ekonomik buhranına kadar devam etmiştir. Bu dönemde Keynes'in sosyal ve refah devleti politikaları ön plana çıkmıştır. Refah devleti, hem toplumun sosyal faydasını ve çıkarlarını hem de piyasa dinamiklerini önemsemektedir. Refah devletindeki amaç ülke sınırları içinde yaşayan vatandaşlar için, sosyal mal ve hizmet arzını artırmak, ekonominin istikrarını sağlamak, koruyucu önlemler almak, üretim süreçlerinin planlanmasını ve üretimin sosyal maliyetinin ve kazancının göz önünde bulundurulmasını sağlamaktır (Eser ve diğ., 2011: 203). Refah devletlerinde kişilerin barınma, sağlık, eğitim ve istihdam gibi temel yaşam fonksiyonları devletin görevidir. Refah devletinin sosyalist devletten farkı, piyasa mekanizmaları ve özel mülkiyet üzerine kurulmuş bir devlet sistemi olmasıdır Refah devleti aracı, artan oranlı vergileme, işsizlik sigortaları, sosyal güvenlik sistemleri, tarım sektörüne yönelik sübvansiyonlar ve destekleme politikaları, ücretsiz ya da düşük katkılı eğitim, düşük ücretli konut tesisi gibi sosyal yatırımlardan bahsedilebilir(Eser ve diğ., 2011: 203).

1970'li yıllara gelindiğinde ise refah devleti ve sosyal devlet anlayışları sorgulanmıştır. Bu dönemden sonra neoliberal politikalar ön plana çıkmıştır (Eser ve diğ., 2011: 202). Neoliberal politikalarla devletin müdahaleci anlayışı yerini sınırlı ve düzenleyici devlet anlayışına bırakmıştır. Bunun sonucunda kamu hizmeti sadece devlet tarafından üretilmemekte devlet piyasa güçleri tarafından da kamu hizmeti sunulmaktadır. Neo liberal anlayışla birlikte sosyal yardım ön plana çıkmıştır.

Sosyal refah devletine yönelik bütün bu tartışmalara ve değişim isteklerine, Keynesyen iktisat politikalarının terk edilmesine ve neoliberal yaklaşımların 1980'ler sonrası güç kazanmasına rağmen, Avrupa refah devleti anlayışını büyük ölçüde korumuştur. Avrupa ülkelerinde görülen refah devleti modelleri içinde, 1980'lerde pek çok tasarruf önlemleri alınmış olmasına rağmen, toplam sosyal harcamalar hem reel hem de GSMH'nin (Gayri Safi Milli Hâsıla) bir yüzdesi olarak artmaya devam etmiştir. Bunda; bir taraftan ortaya çıkan işsizlik, diğer taraftan demografik yapıda meydana gelen değişiklik sebebiyle (yaşlı nüfus oranındaki artış) sosyal güvenlik sisteminden faydalanan kişi sayısındaki artış da etkili olmuştur. Her ne kadar pek çok ülkede hastalık, yaşlılık, işsizlik ve sosyal yardım amaçlı ödemelerde kesintiler yapılmış olsa da toplam sosyal harcamaların bütçedeki artışı engellenememiş ve bütün Avrupa ülkelerinde bütçe açıkları yükselmiştir.

AB'nin sosyal politikaları genel olarak iş güvencesi, sosyal dışlanma ve yoksullukla mücadele, sosyal adalet ve sosyal koruma, kadın erkek eşitliği, ayrımcılıkla mücadele, adil ve kurallara uygun çalışma koşulları, çocuk işçinin yasaklanması, sosyal güvenlik ve sosyal yardım gibi konuları temel olarak ele almaktadır (Çelik,2006:119).

AB'nin sosyal politika alanındaki en tartışmalı konusu işsizliktir. Çünkü işsizlik sosyal refah devletinin çalışma hakkı ile tam istihdam modelini sekteye uğratmaktadır. Hem de işsizlik ödenekleri sosyal harcamalarda önemli bir yük olmaya başlamıştır. Ayrıca bu yardımlar işsizliği yoksulluğu ve sosyal dışlanmayı da körüklemektedir (Günel, 2009: 41). İşsizliğin ekonomik ve sosyal maliyetleri çok yüksektir. Bu maliyetler sadece doğrudan yapılan sosyal güvenlik desteği dışında dolaylı olarak yaratılan vergi geliri kaybı, artan sosyal hizmet yükü, artan yoksulluk, suç ve hastalıkları da kapsamaktadır.

Avrupa'daki tartışmalı diğer bir uygulama ise, temel gelir uygulamasıdır. Bu uygulama asgari gelir güvencesi anlamına gelmektedir. Buna göre geçim sıkıntısı yaşayan ailelere, yaşlılara ve özürlülere ayni ve nakdi yardımların yapılmasını öngörmektedir. Ancak bu yardımları yaparken yeterince seçici davranılamaması ve yardımların vatandaşlık hakkı gibi herkese dağıtılması bunu sosyal bir yardımlaşma aracı olmaktan çıkarmıştır. Bunun nasıl finanse edileceği de tartışma konusudur (Koray, 2007: 465-469).

Avrupa Birliğinde sosyal politikaların uygulanması da ulusal düzeyde karar mekanizmalarına bırakılmıştır. Dünyada emsal teşkil eden Avrupa refah devletleri son yirmi yılda neoliberal politikaların bir sonucu olarak ciddi bir değişim süreci geçirmektedirler. Bu durum, devletlerin sunduğu refah hizmetlerinde kısıtlamaya gitmesi ile sonuçlanmıştır. Avrupa'nın kendine özgü bu refah devleti anlayışını sürdürüp sürdürmeyeceği neoliberal politikalara geçip geçmeyeceği, üçüncü bir yolun bulunup bulunmayacağı tartışma konusudur (Koray, 2007:464). Ancak Avrupa Birliği'nin kriz ile mücadelede izlediği strateji ve aldığı önlemlerde krizin yıkıcı sosyal etkilerinin daima dikkate alındığı gözlenmektedir (İçli, 2009: 133).

Avrupa emek piyasası sorunlarına geri dönecek olursak diğer önemli bir mesele nüfus yapısıdır. Avrupa'nın nüfus yapısına baktığımızda doğurganlık oranlarının düşük olduğu ve yaşlı bir nüfusa sahip olduğu gözlemlenmektedir (Seyhun, 2006: 16). Bu durum Avrupa'nın sürdürülebilir demografik yapısı ve nüfus yenilenmesi önündeki bir engeldir (Elmas, 2013).

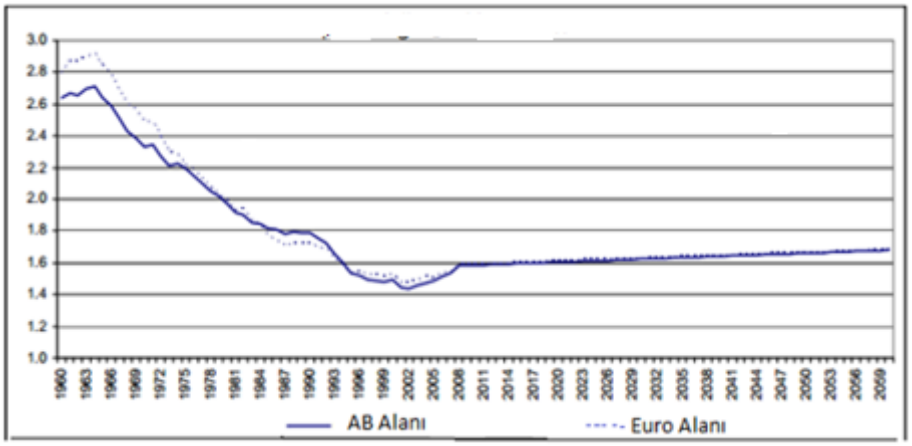
Aşağıdaki tabloda, Eurostat'dan alınan verilere göre Avrupa nüfusunun yaşlara ve yıllara göre değişim oranları verilmiştir. Eurostat verilerine göre; Avrupa Birliği'ne üye 27 ülkenin ortalama bağımlı nüfus oranı %26,7'dir. Almanya, İtalya ve Yunanistan en yüksek bağımlı nüfus oranına sahip iken Slovakya ve İrlanda ise birlik içinde en düşük bağımlı nüfus oranına sahiptir.

Tablo 2.2: Avrupa Nüfusunun Yaşlara ve Yıllara Göre Değişimi

Yıl /Yaş	0- 14	15 – 24	25- 49	50- 64	65- 79	80- 80+
2004	16,4	12,9	36,5	17,8	12,5	3,9
2005	16,2	12,8	36,5	18	12,6	4
2006	15,9	12,7	36,4	18,1	12,6	4,1
2007	15,8	12,6	36,3	18,4	12,7	4,3
2008	15,7	12,4	36,2	18,6	12,7	4,4
2009	15,6	12,3	36	18,8	12,7	4,5
2010	15,6	12,1	35,8	19,1	12,7	4,7
2011	15,6	11,9	35,6	19,4	12,7	4,8
2012	15,6	11,7	35,4	19,5	12,9	4,9

Kaynak:Eurostat,13.08.2013,http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tps00010

Yapılan araştırmalar göstermiştir ki; 2050 yılına kadar 15 – 65 yaş arası nüfus 40 milyon azalacaktır. Bunun yanı sıra, 65 yaş ve üstü bağımlı nüfusun 2000- 2050 arasında %24'den % 51'e çıkması beklenmektedir. Bunun anlamı bugün her 4 çalışan 1 yaşlıya bakmakta iken, 2050'de her 2 çalışan 1 yaşlıya bakmak zorunda olacaktır. (Seyhun, 2006: 16).



Şekil 2.13: AB ve Euro Alanı Toplam Doğurganlık Oranları

Kaynak: Commission Services, Eurostat, EUROPOP2010.

AB ülkelerinde nüfus artış oranları düşüktür. Nüfus artış oranını doğum oranı ve ölüm oranındaki fark belirler. AB ülkelerinde nüfus oranının düşük olmasının en önemli nedeni düşük doğum oranlarıdır. Yukarıdaki şekilde AB ülkelerine ait ortalama doğum oranları verilmiştir. Doğum oranlarının bu denli düşük olmasının en

önemli nedeni kentleşme ve sanayileşmedir. Sanayileşme ile toplumda aile üretim birimi olma özelliğini kaybetmiş, tüketim birimi olmuştur. Ayrıca bireyciliğin getirdiği gelişmeler de aile yapısını olumsuz etkilemiştir (Tuncay, 2010:1). Doğum oranlarının düşüklüğünün sonucunda bu ülkelerde yaşlı nüfus oranı yükselmiştir.

Ülkelerde yaşlı nüfus artışını etkileyen diğer etken ise insan ömrünün uzamasıdır. Tıptaki gelişmeler, sağlık hizmetlerinin arttırılması, bilinçli beslenme, teknoloji sayesinde üretimin fiziksel güçten beyin gücüne geçmesi ve çalışanları koruyan iş kanunlarının geliştirilmesi ile insan ömrünün uzaması, yaşlı nüfus oranında da artmaya neden olmuştur (Seyhan, 2006: 16 – 17). AB – 27 ülkeleri için ortalama yaşam beklentisi 2010 yılında erkeklerde 76,7, kadınlarda ise 82,5 iken, bu durumun 2060 yılında erkeklerde 84,6, kadınlarda 89,1 olması beklenmektedir. AB ülkelerinin nüfusundaki bu yaşlanmanın ekonomik ve sosyal alanda etkisi büyüktür. Nüfustaki bu yaşlanma üretim – tüketim, gelir dağılım politikaları, sosyal güvenlik politikaları, aile ve sağlık politikaları üzerinde önemli sonuçlar doğurmaktadır. Bunların yanı sıra işgücündeki azalma, verimlilik oranındaki düşüş, erken emeklilik, uzun yaşam süresi ve düşen vergi gelirleri AB'nin hem büyümesini hem de birlik bütçesini olumsuz etkileyen dinamiklerdir (National Ins, 2012: 24 – 26).

Demografik yapıdaki bu değişme aynı zamanda finansal piyasalardaki aktivitelerin ve genel olarak ekonomik canlılığın düşmesi ihtimalini doğurmaktadır. Emekli olacak kişi sayısındaki bu artış geliri azalacak yaşlı nüfusun finansal piyasalardan çekilmesi veya yatırımlarını azaltması anlamına gelmektedir. Yaşlanan nüfusun risk alma derecesi düştüğünden daha güvenli yatırım araçlarını tercih edecektir. Bu durum finans piyasalarında durgunluğa neden olacaktır (Vatandaş, 2013: 3)

Nüfustaki bu yaşlanma, Avrupa'da sağlık ve emeklilik harcamaları konusunda ekonomide baskı oluşturmaktadır. Bu yüzden Avrupa ekonomisinin kapsamlı sosyal reform ve yapısal dönüşümlere ihtiyacı vardır. Bu da ancak doğurganlık oranının artırılması, emeklilik yaşının yükseltilmesi ve ülkelerin göçleri kabul etmesiyle mümkündür. Kriz döneminde özellikle genç nüfus ve göçmenler olumsuz etkilenmiştir. Buna karşın 65 yaş üstü çalışanlar ise devlet tarafından desteklenmiştir. Bu yüzden Avrupa'nın gençler ve göçmenler ile ilgili politikalarını yenilemeye ihtiyacı vardır (Elmas, 2013).

AB'nin bu alanlarda etkin çözümler üretemeyişinin nedenleri arasında küreselleşmenin getirdiği sorunlar, yeni istihdam olanaklarının yaratılamaması ve işgücü piyasasının katılığının yanında üye ülkelerin ulusal politikalarındaki hataların da önemli bir rolü vardır. Aslında krizden çıkış için bütçe açıklarını ve rekabeti destekleyecek politikalara ihtiyaç duyulmaktadır. Sonuç olarak, Avrupa emek piyasasındaki bütün bu yapısal sorunlar Avrupa ekonomisinin dünya ekonomileri ile rekabet edebilirliğini azaltmaktadır. Bu durum da büyümeyi ve verimliliği etkilemektedir. AB'de ulusal düzeyde farklı sosyal politikaların uygulanması, küreselleşen piyasanın dayatmaları ve bunların yanı sıra genişleme sürecinin devam etmesi sosyal bütünleşmeyi olumsuz etkilemektedir. Ancak AB bir yandan ekonomik ve parasal birliğin yerleşmesini sağlamaya çalışırken, diğer yandan sosyal politikalar ve sosyal bütünleşme yönünde etkinliğini korumaya çalışmaktadır (Taşpınar, 2006: 11).

2.2.3 Mali – Para Politikalarındaki Uyumsuzluk

1999 yılında Avrupa'nın ortak para kullanıma geçmesiyle birlikte para politikasının yönetimi Avrupa Merkez Bankası'na devredilmiştir. Ancak mali politikaların yönetimi ulusal hükümetlere bırakılmıştır. Bunun en önemli nedeni siyasidir. Çünkü ekonomik açıdan optimum olan bir durum siyasi açıdan risk taşıyabilmektedir. Ancak hiçbir parasal birlik, mali politikalarca desteklenmeden başarıya ulaşamamıştır. Üye ülkeler arasında işgücü piyasaları, vergi düzenlemeleri ve kamu maliyesi pratikleri açısından ihmal edilemeyecek farklılıklar bulunmaktadır (USAK, 2011: 32). Bu yüzden bu alanlarda ortak politikalar uygulayamasalar da yerine uyumlaştırıcı politikaların kullanılmasını hedeflemişlerdir. Avrupa'da mali disiplini sağlamak için her ne kadar Maastricht Kriterleri devreye girse de hiçbir ulus devlet vergi politikaları ve kamu harcamaları konusunda karar verme yetkisinden vazgeçmek istememiştir (USAK,2011: 31-33).

Avrupa Krizi öncesi, 2008 krizinin etkisini azaltmak için Avrupa gevşek maliye politikaları uygulamıştır. Uyguladığı bu gevşek politikalar da Avrupa Krizi'nin dinamiklerini oluşturmuştur. Bu dönemde vergiler azaltılmış, kamu harcamaları artırılmış ve bütçe açıkları borçlanma ile kapatılmaya çalışılmıştır. Uygulanan bu programla borçlanma artmıştır. Avrupa'nın gelişmiş ülkelerinde bile borç oranları o

kadar yükselmiştir ki borcun sürdürülebilirliğine ilişkin beklentiler bozulmuştur. Aşağıdaki tabloda bu durum çok net gözükmektedir (Sezgin,2012:142).

Tablo 2.3: Bazı AB Ülkelerine Ait Kamu Borçlarının GSYİH'ya Oranı

Ülke / Tarih	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EU (27 countries)						78.3	80.9	83.6	85.4
Germany	66.8	66.3	63.5	64.9	72.4	80.3	77.6	79	76.9
Greece	:	103.4	103.1	109.3	126.8	146	171.3	156.9	174.9
Spain	42.3	38.9	35.5	39.4	52.7	60.1	69.2	84.4	92.1
France	67	64.2	64.2	67.8	78.8	81.5	85	89.2	92.2
Italy	101.9	102.5	99.7	102.3	112.5	115.3	116.4	122.2	127.9
Portugal	67.4	69.2	68.4	71.7	83.6	96.2	111.1	124.8	128
Belgium	94.8	90.8	86.9	92.2	99.3	99.6	102.1	104	104.5

Kaynak: Eurostat güncelleme tarihi: 30.10.2014 indirilme tarihi: 01.11.2014

Avrupa'da faiz politikası Maastricth Kriterleri'ne göre belirmemiştir. Buna göre, üye ülkelerin, faiz oranı, en iyi fiyat istikrarına sahip 3 ülkenin faiz oranını 2 puandan fazla geçemeyecektir. Kriz öncesi ve sonrası birlik ülkelerinin faiz oranlarına bakacak olursak;

Tablo 2.4: AB Üye Ülkelere Ait Faiz Oranları

Ülke / Tarih	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
European Union (27 countries)	2.77	3.37	4.45	4.61	1.2	0.77	1.31	0.65	0.38
Bulgaria	2.71	3.09	4.61	6.71	4.5	2.41	2.08	1.15	0.52
Czech Republic	1.97	2.22	2.97	3.81	1.92	1.08	0.97	0.75	0.31
Denmark	2.2	3.09	4.31	4.86	2.12	0.98	1.19	0.34	0.12
Latvia	2.95	3.89	7.21	6.32	9.19	1.22	0.6	0.56	0.21
Lithuania	2.26	2.99	4.9	5.26	3.7	1	1.36	0.71	0.32
Hungary	7.38	6.96	7.86	8.97	8.9	5.26	6.31	6.69	4.27
Poland	5.36	4.17	4.64	6.11	3.88	3.61	4.37	4.77	3.02

Kaynak: Eurostat, güncelleme tarihi [01.05.2014], indirilme tarihi: 01.11.2014

Avrupa Krizi öncesi para politikalarına baktığımızda, burada da 2008 krizinin etkisini azaltmak için faiz oranları indirilerek paranın maliyeti azaltılmıştır. Bunun için de para politikalarında genişleyici politikalar uygulanmıştır. Faiz oranlarındaki bu düşüş ile kredi mekanizmasının işlerliğinin sağlanması hedeflenmiştir. Böylece ekonomik büyüme ve canlanma sağlanacaktır. Ancak uygun bir zamanda sterilizasyon yapılmazsa bu genişlemelere bağlı bir enflasyon riskinin oluşacağı da bilinmektedir (Sezgin, 2012: 142).

Enflasyon oranı da Maastricht Kriterleri ile kurala bağlanmıştır. Buna göre fiyat istikrarı bakımından en iyi performansa sahip ülkenin yıllık enflasyon oranları ortalaması ile üye ülke arasındaki fark %1,5 puanı geçmemelidir. Avrupa Birliği'ndeki üye ülkelerin ortalama ve üye ülkelerin kriz öncesi ve sonrası enflasyon oranları aşağıda tabloda verilmiştir.

Tablo 2.5: Avrupa Birliğine Üye Bazı Ülkeler İçin Enflasyon Oranları

Ülke / Zaman	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Avrupa Birliği 27	2.4	3.7	1	2.1	3.1	2.6	1.5
Almanya	2.3	2.8	0.2	1.2	2.5	2.1	1.6
İrlanda	2.9	3.1	-1.7	-1.6	1.2	1.9	0.5
Yunanistan	3	4.2	1.3	4.7	3.1	1	-0.9
İspanya	2.8	4.1	-0.2	2	3.1	2.4	1.5
Fransa	1.6	3.2	0.1	1.7	2.3	2.2	1
İtaly	2	3.5	0.8	1.6	2.9	3.3	1.3
Portekiz	4.9	7.9	5.6	6.1	5.8	3.4	3.2

Kaynak:http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tec00118&language=en

Çözüm için gerekli olan büyüme gerçekleştirilememiştir. Bütçe açıkları devam etmiştir. Özellikle bazı ülkeler çok yüksek bütçe açıkları vermiştir. Bütçe disiplinini sağlayamamaları borç stoklarının sürekli artmasına neden olmuştur. Borçların sürdürülebilirliğine ilişkin kuşkuların artması başta sorunlu ülkeler olmak üzere tüm Euro bölgesi ülkelerinde borçlanma maliyetlerini artırmış ve Avrupa'da Borç Krizi'ne neden olmuştur (Sezgin, 2012: 143).

Tablo 2.6: Avrupa Birliğine Üye Bazı Ülkeler İçin Bütçe Açığı Oranı

Ülke / Tarih	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Avrupa Birliği 27						-6.4	-4.5	-4.2	-3.2
Almanya	-3.3	-1.5	0.3	0	-3	-4.1	-0.9	0.1	0.1
İrlanda	1.6	2.8	0.2	-7	-13.9	-32.4	-12.6	-8	-5.7
Yunanistan		-6.1	-6.7	-9.9	-15.2	-11.1	-10.1	-8.6	-12.2
İspanya	1.2	2.2	2	-4.4	-11	-9.4	-9.4	-10.3	-6.8
Fransa	-3.2	-2.3	-2.5	-3.2	-7.2	-6.8	-5.1	-4.9	-4.1
İtalya	-4.2	-3.6	-1.5	-2.7	-5.3	-4.2	-3.5	-3	-2.8
Portekiz	-6.2	-4.3	-3	-3.8	-9.8	-11.2	-7.4	-5.5	-4.9

Kaynak: Eurostat, günceleme tarihi [30.10.2014], indirilme tarihi [01.11.2014]

Yukarıda Avrupa Birliği üye ülkelere ait bütçe açıkları ile ilgili tablo verilmiştir. Veriler Eurostat'tan alınmış olup GSYİH'nin yüzdesine göre oranlanmıştır. Krize

giden bu yolda maliye politikalarında karar verme sürecini ulus devletlerine bırakmak ve Avrupa Merkez Bankası'nın uyguladığı kontrolsüz parasal genişleme politikaları en büyük hatadır. Maliye – para politikalarındaki uyumsuzluk Avrupa ekonomisine kriz olarak yansımıştır.

3. AVRUPA BORÇ KRİZİ'NE KARŞI ALINAN TEDBİRLER

Kriz sonrası Avrupa çeşitli önlemlerle krizin etkisini azaltmayı hedeflemiştir. Bu önlemler öncelikle krizin daha şiddetli yaşandığı ülkelere yönelik olsa da asıl sorunun sadece bu ülkelere ait problemler olmadığı anlaşılmış ve önlemler daha çok birliğin yapısına ve korunmasına yönelik olmuştur. Alınan bu önlemlerle, konjonktürel ve yapısal nedenlerin önüne geçilmeye çalışılmıştır. Bu önlemler, yaşanan krizin etkisinin azaltılmasının yanında oluşabilecek yeni krizleri de engellemeye yönelik politikalardır.

Alınan bu önlemlerde, geleneksel ve geleneksel olmayan araçlar kullanılmıştır. Bu araçlarla öncelikli olarak yapılmak istenenler, para politikaları ve mali politikalar arasında koordinasyonu sağlamak, finansal denetimi artırmak, mali yardımlar sağlamak, ekonomik büyümeyi sağlamak için gerekli yapısal ve kurumsal reformları yerine getirmektir.

Bu kısımda alınan önlemler ve bu önlemlerle hedeflenenler üzerinde durulacaktır. Alınan önlemleri ABD Krizi ve Avrupa Krizi sonrası önlemler olarak iki başlık altında inceleyebiliriz.

3.1 ABD Krizi Sonrası Önlemler

Birinci bölümde de detaylıca bahsettiğimiz gibi bu krizin konjonktürel nedeni ABD Krizi'dir. Bu krizin, Avrupa'nın reel ve finans kesimini etkilemesi söz konusudur. Alınan önlemler incelendiğinde bu krizin etkisinin azaltılması ile ilgili politikalar vardır.

ABD Krizi, küresel bir kriz özelliğini taşıyan ve global ekonomilerde etkisi büyük olan bir krizdir. Bu etkinin en ağır hissedildiği bölgelerden biri de Avrupa'dır. Bunun en önemli nedeni ise Avrupa ile ekonomik bağlardır.

Avrupa'nın bu dönemde aldığı önlemleri finansal ve reel piyasalara yönelik olarak incelemek mümkündür. Çünkü bu krizde en çok finans piyasaları etkilenmiş, etkilenen finans piyasası da reel ekonomiyi olumsuz etkilemiştir.

Avrupa finans sektörünün şüphesiz en önemli aktörlerinin başında bankacılık sektörü gelmektedir. Bankacılık sektörünün en önemli görevi, piyasaları finanse etmektir. Bu sektörde meydana gelen olumsuzluklar reel ekonomiyi de etkilemiştir. Finans sektöründe alınan önlemlerin amacı finansal piyasalara olan güvenin yeniden tahsis edilmesi ve piyasa şartlarının iyileştirilmesidir. Alınan önlemler ABD'nin aldığı önlemlere benzemektedir (Erdönmez, 2009: 89).

Bu önlemlerin başında, bankacılık sektörünün likidite sıkışıklığını gidermek için piyasalara yapılan enjeksiyonlardan bahsetmek mümkündür. Bunun yanı sıra mevduat garantisinin artırılması, bankaların sermaye yapılarının güçlendirilmesi, likidite enjeksiyonu, banka kredi borçlarına devlet garantisinin getirilmesi, kamulaştırma ve fona devretme, ticari tahvillerin alınması için fon ayrılması, ipotekli konut kredisi tahvillerinin alınmasının yasaklanması gibi bir dizi önlemler alınmıştır.

Avrupa finans sektörüne ilişkin alınan önlemler demeti ise, AMB'nın politika değişiklikleridir. Başlangıçta FED 'den farklı politikalar izleyen AMB krizin şiddetinin artması ile birlikte özellikle faiz politikalarında FED benzeri politikalar izleme kararı almıştır. AMB, Lehman Brothers 'ın batmasından sonra 7 ay içerisinde %4,25 olan faiz oranını %1'e kadar indirmiş ve dip seviyeyi görmüştür. Bu döneme kadar AMB'nin en önemli piyasa silahı olan faiz oranları, bu dönemden sonra piyasada etkinliğini yitirmiştir. Bu para politikası aracının yerini zorunlu karşılık oranları almıştır. Avrupa bu dönemde zorunlu karşılık oranlarını aktif olarak kullanmıştır. AMB'nin geleneksel politikalarının etkisinin azalması, AMB 'yi geleneksel olmayan önlemler almaya itmiştir. Bu önlemleri 5 başlık altında inceleyebiliriz

Sabit oranlı tam tahsis (fixed rate full allotment): Bu politika ile uygun finansal kuruluşların, gerekli teminatları sağlamaları halinde merkez bankası likiditesine sınırsız ulaşım hakkının verilmesidir.

Likidite vadesinin uzatılması: Haziran 2009'da sağlanan yeniden finansman operasyonlarının (Longer Term Refinancing Operations- LTRO) vadesinin azami 12 ay daha uzatılması, teminat yapısının genişletilmesi ile yeniden finansmana destek sağlanması ve bankalar arası borçlanma sorunundan dolayı ortaya çıkan likidite sorununun ve piyasanın fonlanması sorunun önüne geçilmesi hedeflenmiştir.

Teminatların genişletilmesi: Bu operasyonla, finans piyasalarına yeniden finansmanın sağlanabilmesi için teminat listesinin genişletilmesi söz konusudur. Böylece daha az likidite gücü olan varlıklar ile finansmanın önü açılmış, likidite sorunun önüne geçilmeye çalışılmıştır.

Döviz swap anlaşmaları: Başlangıçta Euro karşılığı olan teminatlara, bu anlaşma ile birlikte diğer para cinsinden borçlanmalar da eklenmiştir. Bu işlemin amacı özellikle Dolar sıkışıklığının önlenmeye çalışılmasıdır.

İpotekli tahvil alım programı: (Covered Bond Purchase Programme- CBPP): Avrupa'da, Temmuz 2009 - Temmuz 2010 arasında ihraç edilen Euro cinsinden 60 milyarlık tahvil geri alınmıştır (Ergin,2013:162- 163).

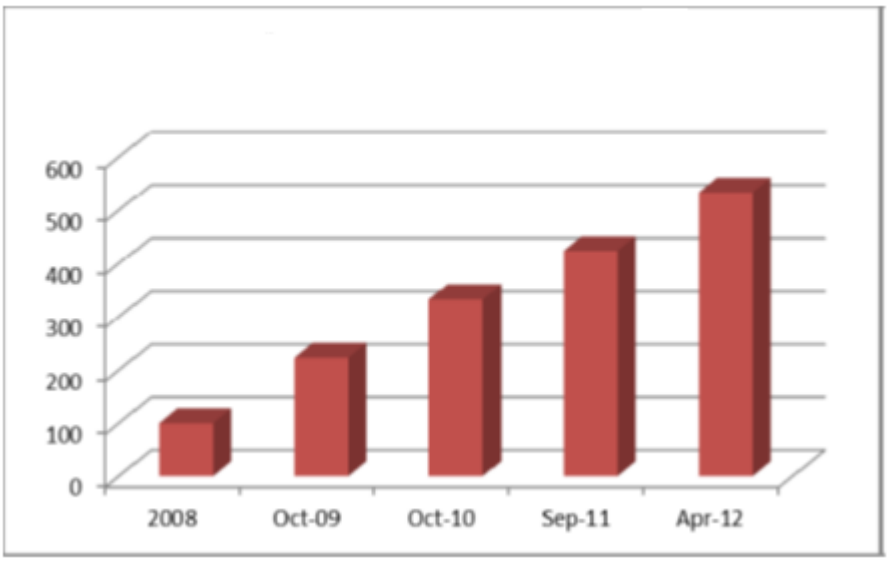
Alınan bu önlemlerin amacı faiz oranlarını düşürmek, piyasadaki likidite sıkışıklığının önüne geçmek, piyasa aktörleri için kredi şartlarını hafifletmek ve teşvik etmek olarak söylenebilir. Bu önlemler krizin etkisinin azalması ile birlikte aşamalı olarak kaldırılmıştır.

Avrupa'da küresel krizden etkilenen finansal piyasalar, reel piyasaları da olumsuz etkilemiştir. Avrupa bu dönemde üretimi ve ihracatı artıracak önlemler alırken ithalatı kısıtlayıcı önlemlere de gitmiştir. Reel ekonomi ve dış ticarette politika farklılaştırılmasının amacı üretim ve büyüme ile istihdamın artırılması, iç talepteki daralmanın azaltılması ve sağlıklı işleyen bir mekanizmanın yaratılmasıdır.

Reel ekonomide alınan önlemlere bakacak olursak; üretimin artırılması için KOBİ'lere özel krediler verilmiş, alt yapı çalışmaları artırılmış vergi indirimi sağlanmış ve sosyal yardımların artırılması gibi önlemlerle ekonominin canlandırılması sağlanmaya çalışılmıştır.

Dış ticaret için alınan önlemlere bakacak olursak; bu önlemlerin amacı, dış ticarette ihracatı artırmak ithalatı kısıtlamaktır. İhracat için teşvik programları açıklayan Avrupa, ithalat için de kısıtlamalarını artırmıştır. Buna göre; ithalat için getirilen

kısıtlayıcı politikalar 2008'in üçüncü çeyreği ile 2009'un ilk çeyreğinde tekrar artış göstermiştir (Farhad, 2011: 40). Avrupa Komisyonu Dokuzuncu Potansiyel Ticaret Kısıtlamaları ve Önlemleri Raporu'nda (2012:2), dış ticaret için getirilen önlemler ve koruyucu politikaların 2008'den sonra arttığı aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.



Şekil 3.1: Dış Ticareti Kısıtlayan Önlemlerin Sayısı

Kaynak : http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2012/june/tradoc_149526.pdf

Avrupa Komisyonu Dokuzuncu Potansiyel Ticaret Kısıtlamaları ve Önlemleri Raporu'na göre, kriz ve durgunluk döneminde Avrupa'nın aldığı önlemler 2012 itibariyle 534'ü bulmuştur. Özellikle kriz döneminde artan bu korumacı ve kısıtlayıcı politikalar aslında dış ticareti daraltarak, krizin derinleşmesine ve büyümenin düşmesine neden olduğu konusunda iktisatçılar hem fikirlerdir. Fakat birçok ülke krizin kısa vadeli sosyal etkilerini bertaraf etmek için bu yola başvurmuşlardır (Öz, 2009: 1-6). Bu politikaların amacı kısa vadede liberal yapıyı bozmadan krizin yarattığı kayıpları engellemek ve dış ticaretlerini güçlendirmektir (Kalaycı, 2011: 77).

Günümüz dünyasında ülkelerin kullandığı diğer bir dış ticaret koruma ve rekabeti artırma aracı paritelerdir. Parite, ülkelerin rekabet güçlerini artırarak, dış ticaretlerini lehine çeviren bir araçtır. Avrupa dış ticaretini korumak için parite silahını da devreye sokmuştur. Bu araca göre: ülkeler paralarını, ihracat yapacakları ülkelerin paralarının altında değerlenmesini sağlayarak daha fazla mal satıp, daha az mal alımı yapmaktadırlar (Eğilmez, 2013). Euro dolar paritesi grafiğine baktığımızda;



Şekil 3.2: Euro / Dolar Paritesi

Kaynak:https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html

Paritenin 2009 yılındaki yüksekliği dikkat çekicidir. Euro / Dolar paritesindeki bu artış Euro'nun aşırı değer kazanması, sonucunda Avrupa Birliği'nin ABD'ye yaptığı ihracatın azalmasına neden olmuştur. Aynı zamanda Çin ve Japonya ile yaptığı ticaret de AB'nin rekabet gücünü kaybettirmiştir (Bayoumi, Harmsen, Turunen, 2011:4). Euro'nun değer kazanması sadece Avrupa Birliği'ni dış ülkelere karşı rekabet edemez hale getirmemiş aynı zamanda birlik içinde de zayıf ülkeleri, güçlü ülkelerle rekabet edemez hale getirmiştir. Bunun sonunda, imalat sanayileri de gerilemiştir ve dış ticarette açık vermeye başlamışlardır (Bagus, 2010: 42).

Sonuç olarak bu dönemde birçok ülke dış ticaretini korumak için ihracatını teşvik edici politikalara yönelip, ithalatını kısıtlayıcı önlemler alsa da kriz döneminde hem ihracat hem de ithalatta ciddi düşüşler yaşamıştır (Bocutoğlu - Ekinci, 2009: 67).

3.2 Avrupa Krizi Sonrası Önlemler

Avrupa, 2010 yılında Yunanistan'da başlayan ve Birlik üyesi ülkelerin başlangıçta sessiz kaldığı kriz, tahvil piyasasının yanında finans sektörünü ve reel ekonomiyi de vurmuştur. Kriz kısa sürede Yunanistan'dan İrlanda, İtalya, İspanya ve Portekiz'e de sıçramıştır. Avrupa Birliği, hala krizin etkilerinden kurutulamamıştır.

Krizin Avrupa'yı bu kadar kötü etkilemesinin altında konjonktürdeki olumsuzluklar, bunların yarattığı değişiklikler ve Avrupa Birliği'nin kendi yapısal sorunları yatmaktadır. Bu kısımda nedenlerini detaylıca incelediğimiz bu kriz için alınan önlemlerden bahsedeceğiz. Bu önlemleri ana başlıklar halinde toplarsak;

- Avrupa Merkez Bankası'nın aldığı önlemler
- Ekonomi yönetimine ilişkin yapılan reformlar
- Finansal denetimi artırmaya yönelik yapılan reformlar
- Büyümeyi artırmaya yönelik reformlar
- AB'de oluşturulan mali yardım mekanizmaları
- Finansal istikrar için yapılan diğer öneriler

3.2.1 Avrupa Merkez Bankası'nın Aldığı Önlemler

2010 yılında Yunanistan'da başlayan ve tüm Avrupa'ya sirayet etkisiyle yayılan bu kriz, AMB'yi harekete geçirmiştir. AMB, piyasaları yatıştırmak ve para transmisyon mekanizmasının sağlıklı işlemesi için önlemler almaya yönelmiştir.

Bu önlemlerin başında 10 Mayıs 2010'da tahvillerin ikincil piyasalardan satın alınmasını sağlayan Tahvil Piyasaları Programı (Securities Market Programme – SMP)'nı başlatmıştır. Bu alımların ikincil piyasalar ile sınırlandırılmış olmasının en önemli nedeni kurtarma ilkesini (no- bail out clause) ihlal etmemektir (Cour ve diğ.,2012:9). Bu önlem başlangıçta krizin etkisini hafifletmiş ve Avrupa ülkelerine kamu maliyeleri ile ilgili reformlarını yapabilmeleri için ek süre kazandırmıştır. Ancak başta Yunanistan olmak üzere, üye ülkeler bu süreyi iyi değerlendirememişlerdir. Temmuz 2011'de kriz diğer Avrupa ülkelerinin tahvil piyasalarına sıçramıştır. AMB ikinci büyük tahvil alım programı ile 40 milyar Euro'luk tahvil alımı gerçekleştirmiştir.

Alınan bu önlemlere karşın durumun daha da kötüye gitmesi, borç krizinin derinleşmesine, kredi daralmasına, banka hisselerinin büyük değer kayıplarına ve bankaların daha fazla ek sermayeye ihtiyaç duymasına neden olmuştur. Bu da AMB'yi yeni önlemler almaya yöneltmiştir (Eser ve diğ.,2012:13). Bunlar şöyledir;

- 3'er yıl vadeli, 1 yıl içinde erken ödeme opsiyonlu LTRO yapılması,
- Likidite teminatlarının genişletilmesi
- Munzam karşılık oranlarının düşürülmesi

Alınan bu geleneksel olmayan önlemler piyasada olumlu karşılanmıştır. Ancak 2012'de İtalya ve İspanya'nın kamu maliyesinin alarm vermesi bu durumun bu

şekilde çözülemeyeceğini ekonomik istikrar için kalıcı reformların yapılması gerekliliğini tekrar vurgulamıştır.

Kriz ile birlikte AMB'nin aldığı önlemler incelendiğinde finansal danışmanlık rolünün yanında ülkeler için danışmanlık yapmış ve Avrupa'da Sistematik Risk Kurulu'na destek vermiştir. Sonuç olarak kriz AMB'ye yeni fonksiyonlar ve roller yüklemiştir (Ergin, 2013: 167).

3.2.2 Ekonomi Yönetimine İlişkin Yapılan Reformlar

Avrupa ekonomi politikasını incelediğimizde, ortak bir para politikasının yanında birbirine Maastricht Kriterleri ile uyumlaştırılmış mali politikalar olduğunu görmekteyiz. Kriz ile birlikte bu yapının aslında sağlıklı işlemediği açığa çıkmıştır. Bu durum krizin nedenlerinde de detaylıca verilmiştir. Bu kısımda bu zayıflıkları önlemek için ne gibi önlemler alındığı üzerinde duracağız.

Avrupa Birliği ekonomik yönetimdeki koordinasyonu ve bütünleşmeyi artırmak, yapısal sorunlara çözüm bulmak için bir dizi önlemler almıştır. Bu önlemleri genel başlıklar altında incelediğimizde, bu önlemlerin daha çok mali disiplini artırmak, makroekonomik dengesizlikleri önlemek ve ekonomi politikalarında koordinasyonu artırmaktır.

Mali disiplini artırma politikaları, parasal birlik ile birlikte başlamıştır. Ülkeler bütçe disiplinlerini sağlamayı ve bütçe açıklarını önlemeyi hedeflemişlerdir. Bunun için Büyüme ve İstikrar Paktı (SGP) oluşturulmuştur. Ancak kriz Büyüme ve İstikrar Paktı'nın uygulama problemleri olduğunu açıkça ortaya koymuştur. Bu durumda mali politikalarda disiplin için altılı paket (six pack) ve Mali Sıkılaştırma (Fiscal Compact) anlaşmaları imzalanmıştır (Ergin,2013:169- 170). Altılı paket incelendiğinde bu maddelerin 4'nün mali disiplini sağlayıp SGP yapısının düzenlenmesi, karar alma süreçleri ve yaptırımları ile ilgili olup, diğer 2'sinin ise SGP ile ilgili düzenlemeler içerdiğini söylemek mümkündür (Ergin, 2013: 168- 169).

Mali disiplini sağlamak için yapılan reformlardan bir diğeri ise mali sıkılaştırmadır. Mali sıkılaştırma anlaşması ile bütçe disiplinin sağlanması, ekonomi politikalarında koordinasyonun artırılması ve ekonomik bölgenin yönetiminin düzeltilmesi amaçlanmıştır. Anlaşmanın düzenlemelerini incelediğimizde:

- Denk bütçe kuralı ile ülkelerin bütçe dengelerini sağlamaları, yıllık yapısal açığın GSYİH'nin %0,5 geçmemesi önerilmiştir. Kamu borcu/GSYİH oranı %60'ın oldukça altında olan ülkeler için yapısal açığın %1'e kadar çıkabileceğini savunmuştur.
- Borç Freni kuralı ile %60 borç oranının geçilmesi durumunda ise her yıl bu oranı aşan kısmın %20 azalması önerilmiştir.
- Otomatik düzeltme mekanizması, denk bütçe ve borç freninin sağlanmadığı, ülke ekonomisinin orta vadeli planlarını yerine getiremediği durumlarda devreye girer.
- Kuralların ulusal mevzuata aktarılması, yukarıda anlattığımız üç kuralın ülke ekonomilerinde bağlayıcı bir şekilde ulusal mevzuatlara aktarılmasını önerir. Bu mevzuatların takibi Avrupa Komisyonu tarafından incelenecektir. Eğer gerekli uyumlaştırma politikaları uygulanmaz ise ülkeler cezalandırılabilirler.
- Ekonomik ortaklık programları bütçe açıkları fazla olan ülkeleri kapsamaktadır. Bu ülkeler açıklarını kapatmak için hazırladıkları programları Avrupa Komisyon ve Konseyi'ne sunmalıdırlar. Bu programlar Avrupa Komisyon ve Konseyi tarafından da denetlenecektir.
- Borç ihracında koordinasyon, anlaşmaya dahil üye ülkelerin daha fazla koordinasyonu için sermaye piyasalarında yapacakları borçlanma programlarını Avrupa Komisyon ve Konseyine rapor olarak sunmaları gerekliliğini vurgulamaktadır.
- Ülkeler, rekabet, istihdam ve finansal istikrarı artıracak politikaların koordinasyonunu artırmak için gerekli önlemleri alma konusunda anlaşmaya varmışlardır. Ayrıca yapacakları reformları koordinasyon gereğince Avrupa otoriteleri ile de paylaşmayı kabul etmişlerdir.
- Politika yönetim toplantılarının devam etmesi kararı verilmiştir (Ergin,2012:174 - 176).

Mali disiplin için yapılan son öneri ise ikili pakettir. İkili paket ülkelerin bütçe süreçlerindeki denetimin ve koordinasyonun artırılmasına yöneliktir. Tüzüklerden ilki bütçe sürecinin uyumlaştırılması ve aşırı açık durumunda ek denetimler önerirken ikinci tüzük ise finansal istikrar sorunu olan ülkelerin daha detaylıca

incelenmelerini hedeflemektedir. Böylece Avrupa Komisyonu ve Avrupa Konseyi'nin, ülkelerin bütçe süreçlerini aşamalı olarak incelemelerine, mali kurallara uyup uymadığının denetlenmesine olanak sağlamaktadır (Catania, 2011: 5).

Ekonomi yönetimine ilişkin yapılan bir diğer reform makroekonomik dengesizlikler üzerinedir. Kriz sonrasında üye ülkelerin makroekonomik dengesizliklerin olduğu ve bu durumun piyasa işleyiş mekanizmasını etkilemediği görülmüştür. Bu sebepten dolayı makroekonomik dengesizlikleri gidermek için iki tüzük çıkartılmıştır. Bu tüzüklerden ilki dengesizliğin tespiti ikincisi ise düzeltilmesine yöneliktir. Tespit için öncelikli olarak ülkelerin çeşitli makroekonomik verileri üzerinde inceleme yapılmakta; soruna rastlanır ise ikinci defa ek veriler istenerek daha detaylı bir incelemeye gidilmektedir. Bunun sonunda sorun yok ise süreç sona erer eğer sorun tespit edilirse, Avrupa Konsey ve Komisyonu ülke ile ilgili makroekonomik dengesizlik kararı alır. Düzeltici kolu ise daha çok yaptırım kısmını ele alır. Makroekonomik dengesizlik var ise Konsey bu ülkeler için belirli bir zaman içinde Düzeltici Eylem Planı (Corrective Action Plan – CAP) sunmasını ister. Plan kabul edilirse uygulanması istenir ve Komisyonca sıkıca denetlenir. Eğer plan başarılı olur ise süreç tamamlanır, Plan başarısız olur ise ülke para cezasına çarptırılır (Ergin, 2013:179 - 180).

Ekonomi yönetimine ilişkin yapılan son reform koordinasyonu sağlamak içindir. Avrupa Konseyi bunun için 17 Haziran 2012'de Avrupa Sömestrı (European Somester) kabul etmiştir. Avrupa Sömestrı, Avrupa düzeyinde, bütçe yapılmasından önce, ekonomi ve mali politikalarında etkili olabilecek durumlar için koordinasyonu artırmayı ve SGP Avrupa 2020 Stratejisini desteklemeyi hedeflemektedir (Ergin, 2013: 183).

3.2.3 Finansal Denetimi Artırmaya Yönelik Reformlar

Küresel kriz ile başlayan denetim eksiklikleri, Avrupa Krizi ile birlikte Avrupa'da da durumun benzer olduğunu göstermiştir. AB otoritelerinin, kriz önlemlerinin başında denetim gelmektedir. Çünkü Avrupa bu dönemde görmüştür ki uygulanan uyumlaştırma politikaları ülkeler tarafından önemsenmemiş ve bu durum denetlenememiştir.

Bu durumun yarattığı sorunların giderilmesi için Avrupa Parlamentosu 16 Aralık 2010'da üç aşamalı bir denetim mekanizmasının kurulması konusunda anlaşmıştır.

Buna göre denetim; ulusal düzeyde, sınır ötesi ve AB düzeyinde olmak üzere üç aşamalı yapılacaktır. Böylece önce ulusal düzeyde denetlenen ülkeler, daha sonra denetim otoriteleri heyetleri (Colleges of Supervisors) tarafından denetlenecek, sonunda ise Avrupa Finansal Denetim Sistemi (European System of Financial Supervision – ESFS) tarafından denetlenecektir. ESFS makro ve mikro denetimi içerir. Makro denetim Avrupa Sistematik Risk Kurumu (European Systemic Risk Board- ESRB), mikro denetim ise Avrupa Denetim Otoriteleri (European Supervisory Authorities- ESAs) tarafından yapılacaktır. Bunlar Avrupa Bankacılık Otoritesi (European Banking Authority- EBA), Avrupa Sigorta ve Mesleki Emeklilik Otoritesi (European Insurance and Occupational Pensions Authority EIOPA) ve Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasa Otoritesi (European Securities and Markets Authority- ESMA)'nden oluşmaktadır (Ergin, 2013: 186- 189).

Bu denetleme mekanizması, Avrupa'da bankacılık sektörü üzerinde stres testi uygulamasında önemli rol oynamıştır. Avrupa Merkez Bankası ve Avrupa Bankacılık Denetim Otoriteleri Komitesi (CEBS) tarafından 2010'nun Temmuz ayında, Avrupa Birliği'ndeki 91 bankaya stres testi uygulanmıştır (Arnold, 2012: 2). Testin amacı bir önceki dönemin finansal verilerinin gelecek dönemlerde devam edeceği varsayımı altında, sistemdeki bankaların AB'ne ne kadar sermaye gereksinimi doğuracağının ölçülmesidir. Test sonucunda 7 banka başarısız olmuştur (BDDK Risk Bülteni, 2010: 1). Aynı test 2011 yılında 90 bankaya uygulanırken bu bankaların 8'i başarısız olmuş 16'si da ucu ucuna geçmiştir (BDDK Risk Bülteni, 2014:4). Bu testler ve bunların şeffaflığı başta Bludell ve Wignall (2012) olmak üzere birçok kişi tarafından eleştirilmiştir (Arnold, 2012:2). Bu eleştirilerde de haksız sayılmazlar çünkü 2010 yılında yapılan stres testinden geçen iki İrlanda bankası bugün fiilen batmıştır.

Denetleme mekanizmasında ESMA'ya da kredi derecelendirme kuruluşlarını denetleme yetkisi verilmiştir. Çünkü yaşanan ekonomik krizlerde bu kurumlar önemli roller oynamıştır. Bundan dolayı hem ABD hem AB derecelendirme kuruluşlarının denetim ve düzenlenmesi için yeniden yapılandırma süreçlerini hızlandırmışlardır (Yazıcı, 2012: 14). AB'nin bu kurumlar için yapılandırma sürecini incelediğimizde Avrupa Komisyonu'nun (2010) aldığı kararları görebiliriz. Buna göre alınan kararlarda şu amaçlar hedeflenmiştir:

- Finansal kuruluşların faaliyetlerinde, kredi derecelendirme kurumlarına gereğinden fazla bağımlı hale gelmesinin engellenmesi,
- Ülkelere verilen notların daha şeffaf hale gelmesi ve bu notların sıklıkla gözden geçirilmesi,
- Kredi derecelendirme kurumlarının daha bağımsız hale gelmesi ve piyasaya yeni oyuncuların girişinin desteklenmesi,
- Kredi derecelendirme kurumlarını verdikleri notlardan sorumlu hale getirmek (BDDK Risk Bülteni, 2012: 4).

Avrupa'da küresel kriz başlamadan önce her üye ülkenin ulusal bankacılık denetleme ve denetim kurulları vardı. Bu kurumlar arasında işbirliği olsa da bu yetersizdi. EBA ile birlikte bu işbirliğinin artması beklenmektedir. Denetim mekanizmasının sağlanması piyasalarda yaşanan güven eksikliğinin giderilmesi için çok önemlidir. Bu sebepten 29 Haziran 2012'de EBA'nın bir adım ötesine gidilmiş ve Tek Denetim Mekanizması'nın (Single Supervisory Mechanism –SSM) oluşturulması için teklif verilmiştir. Finansal sistemin tek merkezden denetlenmesi sağlanacaktır. Bu teklif ile AMB'nın rolleri de artacaktır.

3.2.4 Büyümeyi Artırmaya Yönelik Reformlar

Avrupa'nın en önemli yapısal sorunu büyüyememe sorunudur. Bu durum aslında bütün yapısal sorunlarının temelidir ve piyasada kısır bir döngü oluşturmaktadır. Avrupa'nın büyüme sorunu için öncelikle teşhisin konması, önceliklerin belirlenmesi, stratejinin bulunması ve buna uygun politikaların uygulanması gerekmektedir (Darvasve diğ., 2013:8). Avrupa'nın büyümeyi artırmak için yaptığı reformlar Avrupa 2020 stratejisi ve Euro Artı Paktı (Euro Plus Pact)'dır.

Avrupa 2020 stratejisi, Avrupa için, akıllı, sürdürülebilir ve kapsayıcı bir büyüme önermektedir. Lizbon Stratejisi'nin devamı niteliğinde hazırlanan bu program büyüme, yüksek istihdam, verimlilik ve sosyal uyumun sağlanması amacını taşımaktadır. Bunun anlamı bu programın Avrupa'nın yapısal sorunlarının çözümü için yapıldığı anlamına gelmektedir (Akbaş Apar, 2010: 2).

2020 Strateji Belgesi'nde, AB'nin krizden çıkışı ve 2020'ye kadar olabilecekler ile ilgili üç senaryo bulunmaktadır. Bunlar, iyimser daha az iyimser ve kötümser olmak üzere üç farklı senaryodan oluşmaktadır. İyimser senaryoda, AB 2020 yol haritası izlenerek sürdürülebilir iyileşme sağlanmış, ekonomik krizin etkisi ve yaşadığı

kayıplar telafi edilmiş, kriz öncesi büyüme rakamlarına geri dönülmüş ve daha ileri gitme potansiyeli uyarılmıştır. Daha az iyimser senaryoda, daha az bir iyileşme sağlanmış ancak ekonomideki reformların yavaş ve koordinasyonsuz olması nedeniyle kalıcı kayıplara neden olmuştur. Kötümser senaryoda ise, ekonomide kayıp on yıl yaşanmış, kalıcı kayıplar neticesinde işsizlik yüksek seviyelere ulaşmış, sosyal sorunlar ortaya çıkmış ve AB küresel olarak bir düşüşe geçmiştir. Kötümser senaryoda, kalıcı kayıpların yaşanmasının yanında, gelecekte de büyüme kayıpları yaşanacağı öngörülmektedir. Bu bağlamda, kriz sonrasında atılacak adımlar arasında bir koordinasyon gerekliliği ve AB olarak birlikte hareket etmenin gerekliliği anlatılmış ve kriz öncesi seviyelere gelmek değil, krizden önce de var olan yapısal problemlerin ortadan kaldırılması ihtiyacına vurgu yapılmıştır (Akbaş Apar, 2010: 3). Avrupa Birliği'nin amacı 2020'de bu senaryolardan iyimser olanı hayata geçirmektir. Bunun için de:

Akıllı Büyüme: Bilgi ve yeniliğe dayalı ekonomi

Sürdürülebilir Büyüme: Daha verimli kaynak kullanımı, yeşil ve rekabet gücü yüksek bir ekonomi

Kapsayıcı Büyüme: Ekonomik, sosyal ve sınır anlamında bütünleşmeyi hedefleyen yüksek istihdamlı bir ekonomik yapıya ihtiyacı vardır. Avrupa'nın 2020 hedefleri şöyledir:

- 20-64 yaş arası nüfusun istihdam oranının %69 seviyesinden %75'e çıkarılması,
- GSYİH'nin %3'ünün Ar-Ge (Araştırma – Geliştirme)'ye ayrılması hedefinin gerçekleştirilmesi
- Sera gazı salınımının 1990 yılına kıyasla en az %20, şartlar elverişli ise %30 oranında azaltılması ve AB'nin enerji tüketiminde yenilenebilir enerjinin payının %20'yekadar artırılması ve %20 oranında enerji verimliliği sağlanması,
- Okulu erken bırakanların oranının %15'ten %10 seviyesine düşürülmesi, 30-34 yaş arası yükseköğrenim mezunu nüfus oranının %31'den %40 seviyesine yükseltilmesi,

- 20 milyon insanın yoksulluktan kurtarılarak, ulusal yoksulluk sınırı altında yaşayan vatandaşlarının sayısının %25 azaltılması (Akbaş Apar, 2010: 3-4).

Bu hedeflerin gerçekleştirilmesi için 7 temel araçtan bahsedilmektedir. Bu araçlar şöyle tanımlanmaktadır:

*Akıllı Büyüme için**:***

- Yenilikçilik Birliği (Innovation Union) girişimi ile Avrupa toplumunun karşı karşıya olduğu iklimsel değişiklikler, enerji ve kaynakların verimli kullanımı, sağlık ve nüfustaki değişimler gibi konularda Ar-Ge ve yenilikçilik politikalarının gözden geçirilmesi amaçlanmaktadır. Bu bağlamda yapılacak olan çalışmaların bir ayağını da eğitim, iş dünyası, araştırma ve yenilikçilik sektörleri arasındaki bağları kuvvetlendirmek ve bilgi paylaşımını teşvik etmek oluşturmaktadır. Bu kapsamda, Ar-Ge için finansman kaynaklarına erişim şartları iyileştirilerek ve yenilikçilik zinciri kuvvetlendirilerek, AB genelinde yatırım seviyesi artırılacaktır.
- Eğitim, mesleki eğitim ve hayat boyu öğrenme alanında "Hareket halindeki gençlik" (Youth on the move) girişimi ile öğrenci ve stajyer değişimi yoluyla yükseköğrenim kurumlarının performansının ve uluslararası alandaki çekiciliğinin yanı sıra Avrupa'daki her düzeydeki eğitim ve meslek eğitiminin kalitesinin artırılması ve gençlerin istihdam olanaklarının artırılması amaçlanmaktadır. Bununla birlikte, genç işsizliği oranını azaltmaya yönelik olarak çıraklık, staj ve diğer iş deneyimleri yoluyla gençlerin iş piyasasına dâhil edilmesi ve AB içinde hareketliliğin teşvik edilmesi yoluyla gençler için iş fırsatlarının artırılması önerilmektedir.
- Dijital Toplum alanında "Avrupa için dijital gündem" (A digital agenda for Europe) girişimi ile yüksek hızda internet yaygınlaştırılarak, haneler ve şirketlerin dijital ortak pazarın faydalarından yararlanmaları hedeflenmektedir.

Sürdürülebilir Büyüme için:

Sürdürülebilir büyüme, enerji ve kaynakların verimli kullanımı ve rekabet edebilir bir ekonomik büyüme olarak tanımlanmıştır. Bu yaklaşım AB'yi düşük karbonlu ve

kıt kaynakların etkin kullanılması, çevresel bozulmayı (environmental degragation) engelleyici, biyo-çeşitliliği koruyucu politikalar önerilmektedir. Ulaşılması amaçlanan temiz ve verimli enerji hedefinin, petrol ve gaz ithalatını azaltması ve enerji alanından tasarruf edilen bu kaynakların, ekonomik büyüme ve yeni istihdam olanaklarının yaratılmasında kullanılması önerilmektedir. Bu alandaki temel öncelik alanları; rekabet edebilirlik, iklim değişikliği ve temiz ve verimli enerjidir.

- İklim değişikliği, temiz ve verimli enerji kullanımı alanında "Kaynakları Verimli Kullanan Avrupa" (Resource Efficient Europe) girişimi ile kaynaklarını verimli kullanan düşük karbonlu bir ekonomiye dönüşüm hedeflenmektedir. Bu başlık altında, 2050 yılında düşük karbonlu ve enerji verimli bir ekonomiye geçişini tamamlamış bir Avrupa, ekonomik büyüme için karbon kaynakları yerine yenilenebilir kaynaklar kullanılması teşvik edilecek, ulaşım sektörü yenilenerek, enerji verimliliği sağlanacaktır.
- Rekabet edebilirlik alanında "Küreselleşme Çağı İçin Sanayi Politikası" (An İndustrial Policy For The Globalisation Era) girişimi ile özellikle KOBİ'ler için iş ortamı iyileştirilerek, küresel alanda rekabet gücü için güçlü ve sürdürülebilir bir sanayi tabanı oluşması desteklenecektir. Bunun için küreselleşmenin tehditlerinden ve düşük karbonlu ekonomiye geçiş politikalarından farklı sektörlerin nasıl etkilendiği araştırılacak ve sektöre özel çözümler önerilecektir. Bu çerçevede, Komisyon ilgili paydaşlar ile yakın işbirliği halinde çalışarak, girişimciliği destekleyen, sanayinin güncel meydan okumalara karşı cevaplar verebilmesi için yol gösterici, Avrupa'nın rekabet edebilirliğine yönelik olarak küreselleşmenin sağladığı olanakları sağlayacak modern bir sanayi politikası önermektedir.

Kapsayıcı Büyüme:

Kapsayıcı büyüme, değişimin yönetilmesi ve uyumlu bir toplum yaratılabilmesi için yüksek düzeyli istihdam sağlamayı, yeteneklere yatırım yapmayı, yoksulluk ile mücadeleyi ve işgücü pazarındaki, mesleki eğitim ve sosyal korunma sistemlerini modernize etmeyi amaçlamaktadır. Bu önceliğe göre ekonomik büyümenin getirilerinden toplumun bütün kesimlerinin yararlandırılması uyumlu bir toplum oluşturmak için ön şart olarak kabul edilmektedir. "Kapsayıcı Büyüme" alanında, istihdam, beceriler ve yoksulluk ile mücadele eylem alanları olarak belirlenmiştir.

- İstihdam ve beceriler alanında "Yeni beceriler ve işler için gündem" (An agenda for new skills and jobs) girişimi ile birlik içindeki istihdam fırsatlarını artırmak amacıyla işgücüne yeni beceriler kazandırılması yoluyla bu kişilerin yeni piyasa şartları ve potansiyel kariyer değişimlerine uyum sağlaması ve beraberinde işsizliğin azaltılıp, işgücü verimliliğin artırılması hedeflenmektedir. Bu girişim altında, AB düzeyinde, birlik içi işgücü hareketliliğinin artırılması, işgücü arz ve talebi arasında daha iyi bir dengenin sağlanması, sosyal ortakların kapasitelerinin güçlendirilmesi ve işgücü piyasası kurumları arasında güçlendirilmiş işbirliğinin teşvik edilmesi amaçlanmıştır. Üye ülkeler düzeyinde ise, güvenceli esneklik yönünde ulusal politikaların sürdürülmesi, aktif yaşlanma politikalarının teşvik edilmesi, toplumsal cinsiyet eşitliğini sağlamaya yönelik uygulamaların genişletilmesi ve eğitim, mesleki eğitim ve iş dünyası arasında bir ortaklık oluşturulması önerilmektedir.
- Yoksullukla mücadele alanında "Yoksulluğa Karşı Avrupa Platformu" ile (European Platform Against Poverty) ekonomik, sosyal ve bölgesel uyumun sağlanması, yoksulluk içinde yaşayan ve sosyal dışlanmaya maruz kalan insanların iyi koşullarda yaşamalarının ve toplumda aktif olarak yer almalarının sağlanması hedeflenmektedir. Ayrıca, sosyal dışlanma ile mücadele ve sosyal koruma alanlarında uygulanmakta olan açık koordinasyon yönteminin, işbirliği sağlanan ve iyi uygulamaların paylaşıldığı, sosyal dışlanmayla mücadelede somut adımların atılmasını teşvik eden bir platforma dönüştürülmesi önerilmektedir. Bu bağlamda, üye devletlerin sosyal dışlanmaya maruz kalma ihtimali yüksek olan gruplara (tek ebeveynli aileler, yaşlı kadınlar, engelliler, evsizler, vb.) yönelik önlemleri ortak ve bireysel olarak almaları beklenmektedir (Akbaş – Apar, 2010: 3-6).

Rekabet Paktı (Competitiveness Pact): Sınırların ortadan kalktığı küresel ekonomilerde, rekabet ekonomik hareketlerin belirleyici unsuru olmuştur. Bu yüzden "rekabet gücü" ülkeler için kritik bir kavram haline gelmiştir. Yükselen ekonomilerin küresel ekonomilerden aldıkları payı artırma çabaları, Çin ve Hindistan gibi ülkelerin düşük işgücü maliyetleri, son derece esnek üretim yapıları ve sahip oldukları yüksek rekabet gücü gibi unsurlar, AB ülkelerinin ekonomik toparlanmasını daha da güçleştirmiştir (ABGS, 2011: 18-19).

Euro Paktı Almanya ve Fransa başbakanlarının daha iyi ekonomik yönetim için ortak bir girişimde bulunarak, Avrupa'da daha güçlü bir ekonomik yakınlaşma ve üye ülkelerin rekabet gücünün artırılması için bu paktı gündeme getirmiştir. Pakta göre ulusal ekonomilerin rekabet gücünün ölçülebilmesi için aşağıdaki üç ekonomik göstergeye ihtiyaç duyulmaktadır.

- Fiyat rekabetçiliğine yönelik göstergeler
- Kamu maliyesi istikrarını gösterecek göstergeler
- Ar-Ge, eğitim ve altyapı yatırımlarına GSYH'nin belirli bir oranında asgari yatırım sınırı getirilmesi

Pakt'a taraf üye ülkeler kendilerinin bu göstergeler aracılığı ile değerlendirilmelerini temin edecek ve değerlendirmeler Avrupa Komisyonu tarafından hazırlanacak raporlar aracılığı ile yapılacaktır. Gerek görülmesi halinde Avrupa Merkez Bankası ve Avrupa Sistemik Risk Kurulu'nun desteğine de başvurulabilecektir (ABGS, 2011: 20).

Euro Artı Paktı (Euro Plus Pact): Almanya ve Fransa tarafından önerilen Rekabet Paktı'nın katı hükümler içermesi sebebiyle karşılaşılan eleştiriler neticesinde, söz konusu Pakt'ın içeriğinin yumuşatılmasına karar verilmiş ve bu kapsamda oluşturulan yeni belgeye "Euro Artı Paktı" (Euro Plus Pact) adı verilmiştir. Söz konusu Pakt'ın temel hedefleri arasında kamu maliyesinde sürdürülebilirliğin sağlanması, rekabetçi bir ekonomi ve sağlıklı bir finansal sistemin oluşturulması yer almaktadır. Bu çerçevede, Euro Bölgesi ülkelerinin Devlet ve Hükümet Başkanları 11 Mart 2011 tarihinde Brüksel'de bir araya gelerek Avrupa'nın rekabet gücünü ve ekonomik yakınsama hedefini, ekonomi politikalarında daha güçlü bir işbirliği aracılığı ile sağlamayı hedefleyen bir Pakt'ın kurulması konusunda uzlaşmaya varmışlardı (ABGS, 2011: 24).

Pakt, rekabet gücünü, istihdamı, kamu maliyesi sürdürülebilirliğini ve mali istikrarı artırmayı planlamaktadır. Bunların yanı sıra vergi politikalarında koordinasyonu da artırmayı hedeflemiştir (ABGS, 2011: 26). Bu pakt dört temel kılavuz kuralı üzerine kurulmuştur. Bunlar;

- Bu girişimin mevcut ekonomik yönetimin güçlendirilmesi ile ilgili alınan önlemlerle uyumlu, aynı zamanda bu çalışmalara artı değer katması

planlamaktadır. Pakt ekonomik ilerlemeye ek katkılar sunmayı taahhüt etmektedir. Bu taahhütleri fazla iddialı olduğu için zaman gerekmektedir. Avrupa Komisyonu'nun bu taahhütlerin uygulanmasında aktif bir rol oynaması öngörülmektedir. Avrupa Parlamentosu da bu süreçte vermesi gereken desteği verecektir.

- Pakt, Birlik ekonomilerinde rekabeti artırmayı ve yakınlaşmayı sağlamayı hedeflemektedir
- Üye ülkelerin hükümetleri ve devlet başkanları her yıl, ekonomik rekabet ve yakınlaşmayı sağlayıcı politikaları açıklamalıdırlar. Her yılsonunda Avrupa Komisyonu bu plana ne kadar uydukları konusunda bir rapor yayınlayacaktır. En başarılı ülkeler diğer ülkeler için örnek teşkil edecektir. Buna ek olarak üye ülkeler alacakları önemli ekonomik reformlar için pakta danışmak zorundadırlar.
- Euro bölgesine dâhil ülkeler, rekabet gücünün artması için tek pazar fikrinin uygulanması gerektiğini burada yinelemişlerdir. Pakt tek pazar anlayışını ve işleyişini desteklemektedir (ABGS, 2011: 25- 26).

3.2.5 AB'de Oluşturulan Mali Yardım Mekanizmaları

Borç krizi öncesi dönemde AB düzeyinde bölgesel finansman Orta Vadeli Yardım (Medium- Term Financial Assistance) aracılığıyla yapılmaktaydı. Bu yöntem 2008 yılında Macaristan, Letonya ve Romanya'yı desteklemek amacıyla kullanılmış ve başarılı olunmuştur. Ancak bu durum 2010 Yunanistan Krizi'nde aynı başarıyı sağlayamamıştır. Bunun için yeni mekanizmalar oluşturmaya başlamışlardır (Salines ve diğ., 2012 :11).

Kurulan bu yeni mekanizmaların amacı mali sorunlarla karşılaşan ülkelerin borçlanma maliyetlerini düşürmektir. Borçlanma maliyetinin de kısa sürede düşürülmesi için en etkili yol bu ülkeler için uygun şartlarda krediler bulmaktır. Bu amaç için önerilen uygulamalar şöyledir:

Ödemeler Dengesi Kolaylığı (Balance of Payment Facillity –BoPF): Bu fon, Euro Bölgesi dışında kalan AB üyesi 10 devletin ödemeler dengesinde yaşayabileceği sorunlarda ve buna bağlı olarak gerçekleşebilecek dış finansman zorluklarında devreye girmek üzere tesis edilmiştir. Mekanizmanın finansmanı, AB Komisyonunun, AB bütçesi ve 27 üye devlet tarafından garanti verilen tahviller ihraç

ederek borçlanması ve ödemeler dengesinde sorun yaşayan devletlere kredi sağlaması şeklinde gerçekleşecektir (Yavuz- Şataf- Kır, 2013: 147).

Yunanistan Borç Kolaylığı (Greek Loan Facility – GLF): 2 Mart 2010'da, Mayıs 2010 – Haziran 2013 arasında kullanılmak için Yunanistan Borç Kolaylığı adı altında bir havuz kurulmuştur. Bu havuzdan 80 milyar Euro Yunanistan'a yardım olarak kullandırılması kabul edilmiştir. Bu sistemde Avrupa Komisyonu doğrudan borç almayıp, Euro bölgesi ülkeleri tarafından oluşturulan havuzun yönetimi koordinasyonu ve ödenmesi ile ilgilenmektedir.

Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması (European Financial Stability Mechanism-EFSM): Bu mekanizma, mali sorunlarla karşılaşan tüm AB üye devletlerine finansal destek sağlamak amacıyla kurulmuştur. Küresel finansal kriz sebebiyle, pek çok üye devletin bütçe açığı ve borç sorunları yaşaması, borçlanma koşullarının ciddi biçimde ağırlaşmış olması ve dolayısıyla birliğin mali istikrarının ve Euro'nun bir bütün olarak risk altına girmesi bu tip bir mekanizmanın kurulmasını gerektirmiştir. EFSM (European Financial Stability Mechanism- Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması), Euro bölgesi dışında kalan üye devletlerin yararlandığı Ödemeler Dengesi Fonu ile benzer bir işleyişe sahiptir. Mekanizma uyarınca Komisyon, AB adına piyasalardan kredi temin etmekte ve sonrasında bu krediyi yararlanıcı üye ülkenin kullanımına sunmaktadır. Krediler AB bütçesi tarafından garanti altına alınmıştır. Krediden faydalanan ülkelerin Komisyon tarafından da kabul edilmiş sıkı bir makroekonomik uyum programı benimsemesi gerekmektedir. AB Sayıştay'ı ve Avrupa Yolsuzlukla Mücadele Ofisi (OLAF) kredinin kullanımına ilişkin olarak kontrol ve denetim yapma yetkisine sahiptir. Mekanizmanın toplam büyüklüğü 60 milyar Euro'dur. EFSM çerçevesinde gerçekleştirilecek tüm işlemler Euro para birimi üzerinden yapılmak zorundadır. Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması geçici bir mekanizma olup, 2013 yılı Haziran ayından itibaren yerini Avrupa İstikrar Mekanizması'na (European Stability Mechanism-ESM) bırakacaktır. EFSM aracılığı ile İrlanda'ya sağlanacak toplam kaynak 22,5 milyar Euro, Portekiz'e sağlanacak kaynak ise 26 milyar Euro'dur. Bu iki devlet ayrıca EFSF (The European Financial Stability Facility - Avrupa Finansal İstikrar Olanakları). ve IMF aracılığı ile de mali yardım alacaktır (İrlanda toplam 85 milyar Euro yardım alacakken, Portekiz için bu rakam 78 milyar Euro'dur) (Council Regulation (EU) No 407/2010 of 11 May 2010 Establishing a European Financial Stabilisation Mechanism.).

Avrupa Finansal İstikrar Fonu (European Financial Stability Facility – EFSF): Avrupa Finansal İstikrar Fonu 9 Mayıs 2010 tarihli AB Ekonomi ve Maliye Bakanları Konseyi (ECOFIN) kararı ile, Euro Bölgesi'ne dahil olan (1 Ocak 2011 tarihi itibarıyla Estonya da Euro Bölgesi'ne dahil olmuştur) 16 üye devletin katılımıyla 7 Haziran 2010'da Lüksemburg yasalarına tabi olan bir limitet şirketi olarak kurulmuştur. Fon yasal dayanağını, Avrupa Birliği'nin İşleyişi Hakkında Antlaşma'nın 122(2). Maddesinden almaktadır. Dolayısıyla, EFSM'nin yasal dayanağına yöneltilen eleştiriler EFSF için de geçerlidir. Bu iki yapının, *"...üye devletlerin kontrolü dışındaki olağanüstü durumların sebep olduğu ciddi sorunlardan kaynaklanan önemli bir tehdit altında olması halinde..."* gibi yorumlamaya açık bir gerekçelendirmeye sahip olması tartışmalara neden olmuştur. Bu kapsamda EFSM ve EFSF'nin yasal gerekçesine yöneltilen temel eleştiriler bu yapılardan faydalanan Yunanistan ve İrlanda gibi ülkelerin yaşadığı krizlerin dış faktörlerle ne kadar ilişkili olduğu meselesidir.

Fonun amacı çeşitli borç sorunları yaşayan Euro Bölgesi devletlerine geçici mali destek sağlayarak parasal birliğin mali istikrarını temin etmektir (tüm AB üyesi ülkelere mali destek sağlayabilen EFSM'den bu açıdan farklılaşmaktadır). EFSF çerçevesinde, Euro Alanı'na dâhil olan üye devletler tarafından garanti altına alınmış ve toplam büyüklüğü 440 milyar Euro'yu aşmayacak şekilde piyasaya sürülmüş tahviller aracılığı ile mali açıdan zorluk yaşayan Euro Alanı ülkelerine kredi temin edilmesi öngörülmektedir. Limited bir şirket olarak faaliyet gösteren EFSF üç büyük kredi derecelendirme kuruluşu (Standard& Poor's, Moody's, Fitch) tarafından da mümkün olan en yüksek kredi ile derecelendirilmiş ve bu sayede fondan mali destek sağlayacak üye ülkelere çok daha düşük borçlanma maliyetleri ile borçlanabilme imkanı yaratılmıştır. EFSF'nin temin edeceği borçların kural olarak Euro para birimi cinsinden olması zorunlu değildir, ancak yine de Euro ağırlıklı işlemlere öncelik verilmektedir. EFSF geçici bir araç olup, Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması gibi yerini 2013 yılının ortasından itibaren sürekli bir mekanizma olan Avrupa İstikrar Mekanizması'na (European Stability Mechanism) bırakacaktır. EFSF kapsamında üye devletlerce taahhüt edilen garanti miktarları aşağıdaki tabloda verilmiştir (ABGS, 2011: 14).

Tablo 3.1: Euro Alanı Ülkelerinin Avrupa Finansal İstikrar Fonuna Sağladıkları Katkı Miktarı

ÜLKE	Taahhüt Edilen Miktar (Milyon Euro)
Almanya	119.390,07
Fransa	89.657,45
İtalya	78.784,72
İspanya	52.352,51
Hollanda	25.143,58
Belçika	15.292,18
Yunanistan	12.387,70
Avusturya	12.241,43
Portekiz	11.035,38
Finlandiya	7.905,20
İrlanda	7.002,40
Slovakya	4.371,54
Slovenya	2.072,92
Lüksemburg	1.101,39
GKRY	863,09
Malta	398,44
Toplam Garanti Taahhütleri	440.000,00

Kaynak: http://www.efsf.europa.eu/attachements/faq.en.pdf

Avrupa İstikrar Mekanizması (European Stability Mechanism-ESM): 28 Kasım 2010 tarihinde toplanan Euro Bölgesi'ne Üye Devletlerin Ekonomi ve Maliye Bakanları Konseyi'nde Avrupa İstikrar Mekanizması'nın kurulmasına karar verilmiştir. 24-25 Mart 2011 tarihlerinde gerçekleştirilen AB Zirvesinde, Euro'nun istikrarını sağlamayı hedefleyen ve 2013 yılı ortasında devreye girmesi öngörülen Avrupa İstikrar Mekanizması'nın (ESM) finansman detayları üzerinde anlaşılmıştır. Mekanizma, Euro Bölgesi'ne dâhil olan üye devletlerarasında imzalanacak bir anlaşmayla kurulacak olan hükümetler arası bir organizasyon niteliğinde olup Lüksemburg'da faaliyet gösterecek ve Euro bölgesi ülkeleri maliye bakanlarından oluşan bir Guvernörler Kurulu'na sahip olacaktır. Avrupa Komisyonu'nun Ekonomik ve Mali İşlerden sorumlu üyesi ile Avrupa Merkez Bankası Başkanı ise gözlemci olarak Guvernörler Kurulu'na katılım sağlayacaktır. Kurul, Mekanizma'nın en üst düzey karar alma organı olacak ve aşağıda belirtilen hususlarda mutabakatla karar alacaktır;

- Mali yardımın sağlanması,
- Mali yardımın koşulları ve niteliği,

- Mekanizmanın borç verme kapasitesi,
- Borçlanma araçlarının tür ve dağılımının değiştirilmesi.

Yukarıda bahsedilenlerin dışındaki tüm kararlar ise nitelikli çoğunluk tarafından alınacaktır. ESM ayrıca Guvernörler Kurulu'nun vereceği bazı özel görevleri yerine getirmek için kurulmuş ve her üye devletin bir adet yönetici ve bir adet yedek yönetici atayacağı bir Yönetim Kurulu'na sahip olacaktır. Guvernörler Kurulu ve Yönetim Kurulu'ndaki oy ağırlıkları devletlerin ESM'nin sermayesine yaptıkları katkılar oranında şekillenecek ve nitelikli çoğunluk tüm oyların % 80'ninden oluşacaktır. Avrupa İstikrar Mekanizması'nın 700 milyar Euro tutarında sermaye tabanı olması ve bu sermaye tabanı aracılığı ile "AAA" kredi notunun korunarak 500 milyar Euro tutarında kredi verilmesine (bu miktar en az beş yılda bir gözden geçirilecektir) imkân tanıması hedeflenmiştir. Sermayenin 80 milyar Euro tutarındaki bölümü nakit, 620 milyar Euro'luk kısmı ise hükümetler tarafından taahhüt edilen çekilebilir sermaye ve kefaletlerde oluşacaktır. Ülkelerin ESM yapısına sağlayacakları katkı oranları da aynı tarihli Avrupa Konseyi'nde karara bağlanmış ve bu durum aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 3.2: Ülkelerin ESM Yapısına Sağlayacakları Katkı Oranları

Ülke	Katılım Oranı (%)
Almanya	27,146
Fransa	20,386
İtalya	17,914
İspanya	11,904
Hollanda	5,717
Belçika	3,477
Yunanistan	2,817
Avusturya	2,783
Portekiz	2,509
Finlandiya	1,797
İrlanda	1,592
Slovakya	0,824
Slovenya	0,428
Lüksemburg	0,250
Güney Kıbrıs Rum Yönetimi	0,196
Estonya	0,186
Malta	0,073
Toplam	100,000

Kaynak: Conclusion of the Heads of State or Goverment of te Euro Area of 24-25 March 2011

Mekanizmadan faydalanabilme koşulları, Komisyon, IMF ve talepte bulunan üye devlet tarafından belirlenmiş, ekonomik uyum programlarının uygulanması gibi sıkı koşullara tabi tutulmuştur. Uyum programlarının uygulanmasında gösterilen performans, Komisyon tarafından izlenecek ve Konsey ile ESM yönetim kuruluna raporlanacaktır. Borç dilimlerinin serbest bırakılmasında, bu raporlar dikkate alınacaktır. ESM'nin talepte bulunan üye devletlere mali yardımı doğrudan kredi şeklinde olacaktır. Öte yandan, gerek görülmesi durumunda bir istisna olarak birincil kredi piyasalarında faaliyet gösterilmesi de Guvernörler Kurulu'nun alacağı nitelikli çoğunlukla alınan karar ile mümkün olabilecektir.

Ayrıca borçlanma maliyetini düşürmek amacıyla, gerekli görülen durumlarda ESM mali problem yaşayan üye devletlerin tahvillerini satın alma gibi finansal faaliyetlerde bulunabilecektir (ABGS, 2011: 15- 17)

Tablo 3.3: Euro Alanı Ülkelerinin Avrupa Finansal İstikrar Fonuna Sağladıkları Katkı Miktarı

ÜLKE	Taahhüt Edilen Miktar (Milyon Euro)
Almanya	119.390,07
Fransa	89.657,45
İtalya	78.784,72
İspanya	52.352,51
Hollanda	25.143,58
Belçika	15.292,18
Yunanistan	12.387,70
Avusturya	12.241,43
Portekiz	11.035,38
Finlandiya	7.905,20
İrlanda	7.002,40
Slovakya	4.371,54
Slovenya	2.072,92
Lüksemburg	1.101,39
GKRY	863,09
Malta	398,44
Toplam Garanti Taahhütleri	440.000,00

Kaynak: http://www.efsf.europa.eu/attachements/faq.en.pdf

3.2.6 Finansal İstikrarı Sağlayacak Diğer Öneriler

Finansal istikrarı sağlamak için ortaya atılan iki öneri bulunmaktadır. Bunlardan ilki Avrupa'da para fonu oluşturmak diğeri ise Avrupa piyasalarında ortak tahvil

çıkarmaktır. Avrupa para fonu oluşturma fikri, Yunanistan Krizi'nin derinleşmesi, IMF kaynaklarının yetersizliği ve AB düzeyinde krize karşı sürekli bir çözüm mekanizması geliştirilememesinden kaynaklanmaktadır. Bu nedenle Gros ve Mayer, 2010 – Şubattaki makalelerinde finansal sorunları olan ülkelere kalıcı bir çözüm sağlanması için Avrupa Para Fonu'nun (European Monetary Fund - EMF) kurulmasının önermişlerdir (Gros - Mayer, 2010).

Bu öneriye göre; EMF'nin Avrupa'da hem fon mekanizmasına hem de mali disiplin mekanizmasına büyük katkılar sağlayacağı iddia edilmiştir. Önerinin temeli ülkelerin temerrüdünü mümkün kılmak suretiyle piyasa disiplinini sağlamaktır. Bu öneri Avrupa Anlaşması'nın kurtarmama (no bail- out clause) ilkesine de aykırı olmaması ile dikkat çekmektedir. Ayrıca bu önerinin ahlaki riskin azalmasına katkı sunacağı savunulmuştur.

EMF fikri Almanya tarafından da destek görmüş ve Avrupa Parlamentosu'nda da gündeme alınmıştır. 2010 Temmuz'da Feio'nun raporunda Avrupa'da aşırı borçlanma ve bütçe disiplini için EMF'nin kurulmasını önerilmiştir. Bu raporun Gros ve Mayer'in raporundan farkı; EMF'nin sistemli temerrüt yapması durumu ile ilgili bir şey söylememiştir. Bu önerinin dikkat çeken yanı, EMF'nin sermaye piyasalarına Eurobond satması, Eurobond faizlerini sabitlemesi, çıkaracağı tahvillerin ikinci piyasalarda satılmaması ve likit olması özellikleridir (Ergin, 2013: 240-242).

Finansal istikrar için önerilen ikinci öneri ise ortak tahvil çıkarma fikridir. Ortak tahvil çıkarma fikri, dünya konjonktüründe finansal enstrümanlara bakış açısının değişmesi ve bu yeni dönemde yatırımcıların artık likidite oranı yüksek, sağlam ve güvenilir yatırım araçlarına ihtiyaç duymasıyla ortaya atılmıştır. Bu yeni varlık ile iç ve dış yatırımcıların güveninin sağlanması, Euro'nun güçlenmesini sağlamaktır. Bu yeni varlık ile çıkarılan ortak tahvilin garanti altına alınması, borç senetlerini ihraç eden ülkenin sorumluluğunu yerine getiremediği durumda alacaklıya diğer ülkelere başvurma hakkını vermektedir. Dolayısı ile ortak tahvil borcu paylaşmaktan ziyade, risklerin paylaşılması anlamına gelmektedir (Wplosz, 2011: 10). Bu öneri ile hem para hem de maliye politikaları uygulamalarında etkinlik artışı sağlanacaktır. Bunun yanında Avrupa'nın en büyük eksiliği olan mali bütünleşme için önemli bir adım olacaktır. Bu konu bir sonraki bölümde detaylıca incelenecektir.

4. AVRUPA'DA ORTAK TAHVİL PİYASASI ÖNERİLERİ

Bu bölümde, Avrupa'nın krizden çıkış senaryolarından biri olan tek tahvil piyasası oluşturma çalışmalarını inceleyeceğiz. Ama öncesinde Avrupa Tahvil Piyasası'na kısaca göz atalım.

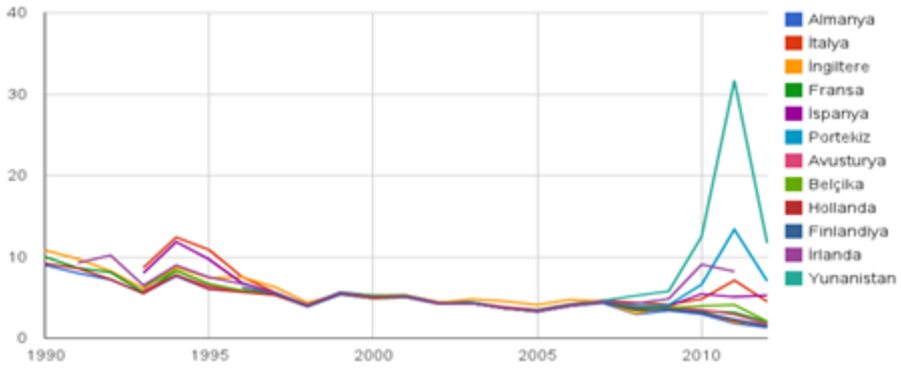
Avrupa Kamu Tahvil Piyasası'nı Euro öncesi ve sonrası olarak iki döneme ayırmak yanlış olmayacaktır. Euro öncesi dönemde ülkelerin tahvil faizleri arasında ciddi farklar gözlemlenmektedir. Bu farklar ülkelerin çeşitli riskleri barındırmalarından kaynaklamaktadır. Bu riskler:

- Döviz kuru dalgalanmaları
- Kredi riski
- Vergi uygulamaları
- Likidite riskidir (Özen, 2010: 6-7).

Euro'ya geçiş ile birlikte vergi politikalarında uyumlaştırma çabaları ve ortak paranın kullanılması döviz dalgalanmalarına karşı risklerin ortadan kalmasını sağlamıştır. Euro'ya geçiş ile birlikte faiz farklarını kredi riski ve likidite riski belirlemektedir. Bu durum Avrupa'da 10 yıllık kamu tahvil faizlerinin giderek birbirlerine yakınlaşmasına neden olmuştur. Bu yakınlaşma kimi literatür çalışmalarına göre kur riskinin ortadan kalkmasından kaynaklanmaktadır. Kur riskinin olmadığı ortamlarda, kamu tahvil faizlerindeki farklılıklar kredi ve likidite risk etkenlerine dayanmaktadır. Bu etkenler şöyledir:

- Kamu maliyesindeki kırılganlık
- Likidite farklılıkları
- Yatırımcının risk algısı
- Kurumsal düzenlemeler

Euro'ya geçiş sonrası dönemde kamu tahvil farklarında değişim oldukça sınırlı olmuştur. Aşağıdaki şekilde, bazı ülkelerin 10 yıllık kamu tahvil faizlerinin birbirine göre durumu 10 yıllık alman tahvilinin faizi temel alınarak hesaplanmıştır.



Şekil 4.1: Avrupa Birliği Tahvil Faiz Oranları

Kaynak: Bloomberg:2012 verilerine göre çizilmiştir.

Şekilde de görüldüğü gibi kamu tahvil faizleri Euro'ya geçiş ile birlikte birbirine yakınsarken, küresel krizin etkilerini göstermesiyle birlikte bu durum değişmiştir. Kriz dönemine kadar, güvenilir ve likit olma özelliği olan bu tahviller kriz ile birlikte kendi kendini besleyen beklentilerin de etkisiyle bu özelliklerini kaybetmişlerdir (Delpla –Weizsäcker, 2010: 2-3). Bu değişme özellikle kamu maliye disiplinini sağlayamamış ülkelerde daha şiddetli gerçekleşmiştir. Buna karşın bu ülkelere karşı piyasa disiplin mekanizması da işlememiştir. Yani bu ülkelerdeki, bütçe açıklarının ve borçlanmalarının artmasına rağmen piyasalar tahvil ihraç eden bu ülkelerden daha yüksek risk primi (tahvil faizi) talep etmemişlerdir. Piyasa disiplinin çalışmadığı bu durumda kamu maliyesinde bozulmalar meydana gelmiştir. Bu bozulmalara bir de ortak para politikasının uygulanmasıyla, ülkelerin bu duruma müdahale etme yeteneğinin kısıtlaması da eklenmiştir (Özen, 2011: 1-2).

Küresel kriz ile birlikte, AB tahvil piyasalarında dengesizlik durumu ortaya çıkmıştır. Küresel kriz ile birlikte yatırımcının risk algısı değişmiştir. Özellikle kriz dönemine yüksek bütçe açığı ve borç yüküyle giren ülkelerin tahvil piyasalarında daha şiddetli dengesizlikler yaşanmıştır (Özen, 2011: 2- 7).

Değişen risk algısı, Avrupa'da tahvil piyasasında bozulmalara neden olmuştur. Bu bozulmalar Avrupa'da güvenli kurumlara olan ihtiyacı artırmıştır. Bu ihtiyaç AB

ekonomilerini, yeni ortak tahvil piyasası yaratma fikrine götürmüştür (Delpla - Weizsäcker, 2010: 2-3). Bu bölümde Avrupa'da oluşan bu fikirlere değineceğiz

4.1 Avrupa Ortak Tahvil Fikri

Avrupa'da ortak tahvil ihraç etme fikri aslında yeni bir fikir değildir; Ancak bu fikir Avrupa Krizi ile birlikte tekrar gündeme gelmiştir. Halen Avrupa'nın güncel olarak tartıştığı bir konudur. Bu konuyla ilgili kriz öncesinde de, sonrasında da birçok tartışma olmuştur. Biz çalışmamızda kriz sonrasında ortaya atılan fikirler üzerinde duracağız.

Bilindiği gibi Avrupa ortak bir para birimi kullanırken mali alandaki bütünleşme çabaları ise yetersiz kalmaktadır. Avrupa'da bütünleşmeyi sağlaması açısından ortak tahvil ihracatı önemli bir para ve maliye politikası aracıdır. Ortak bir tahvil ile anlatılmak istenen AB alanında ya da Euro Bölgesi'ndeki ülkeler tarafından, borç senetlerinin ihraç edilmesi ve bu borç senetlerini ihraç eden ülkelerin ödeme yükümlülüklerini yerine getirememesi durumunda üyelerin sorumluluğu yani riski paylaşması anlamına gelmektedir. Aslında borcun paylaşılmasından ziyade borç riskinin paylaşılması üzerine durulmaktadır (Ergin, 2013; 232).

Ortak bir tahvil piyasası oluşturma fikri aslında Haferkamp kredileri (1975), Ortoli kolaylıkları 1978- 1980) ve Avrupa Parlamentosu'nda 1981'de kabul edilen Spinelli Raporu'na kadar götürülebilir (Ergin, 2013: 233). Ancak bu konudaki ilk önerinin 1993'te Jacques Delors'un başkanlığında hazırlanmış olduğunu görmekteyiz. Bu komisyon enerji, ulaştırma ve telekomünikasyon altyapı yatırımlarının finansmanı için ortak tahvil çıkartma fikrini ortaya atmıştır (Collignon, 2011: 24). 1990'ların sonlarında ise bu konuyu ilk ele alan Giovannini adlı gruptur. Bu öneri ortak paraya geçiş sonrası getirilen ilk öneridir. Ortak tahvil piyasasına bir öneri de 2009 yılında Gros ve Micossi'den gelmiştir. Bu çalışmada, AB'nin Avrupa Finansal İstikrar Fonu kurması ve üye ülkelerin ihraç edilen tahvillere garanti vermesi istenmiştir (Gros – Micossi, 2009: 85). Diğer bir görüş ise Paul De Grauwe ve Moesen'in çalışmasıdır Bu çalışmada, ortak tahvil piyasasında borçlanma maliyetlerinin yakınlaşması sağlanarak sürdürülebilir borçlanma ile riskin yayılmasının önlenebileceği iddia edilmektedir. Bu iki çalışma dikkatlice incelendiğinde bugünkü EFSF'nin yapısına ilham oldukları görülmektedir (Claessens, Mody, Vallee, 2012: 8).

Euro Bölgesi krizi ile birlikte ortak tahvil çıkarma fikri tekrar gündeme gelmiştir. Ortak tahvil çıkartma fikri için politikacılar, piyasa analistleri, akademisyenler tarafından yapılan tartışmalar kriz ile birlikte artmıştır. Ortak tahvil özellikle likidite kısıtlamalarına karşı güçlü bir enstrüman olarak kabul edilmiştir. Bu yeni enstrüman ile kısa vadede krizin etkilerinin azaltılmasına, uzun vadede ise para transmisyonu mekanizmasının iyileşmesine katkı sağlanacağı beklenmektedir (Claessens, Mody, Vallee, 2012: 8-9). Böylece Avrupa'daki parçalanmış tahvil piyasasında bütünlük ve etkinliğin arttırılması ve Euro'nun rezerv para olması hedeflenmiştir. Bu çerçevede Avrupa Komisyonu ortak tahvil çıkartmanın yollarını araştırmaya başlamıştır. Bu yeni durumda Avrupa bölgesindeki ekonomik yönetimin nasıl etkileneceği ve kanunların buna nasıl adapte olacağı ile ilgili sorulara cevap aranmaya başlanmıştır. Bütün bunların ışığında ortak tahvil çıkartmanın daha fazla ortak ekonomik hareketi ve ortak finansal politikayı beraberinde getirmesi beklenmektedir.

Kriz sonrasında, önerilen ortak tahvillere baktığımızda, Mavi ve Kırmızı Tahviller (Blue and Red Bond), Avrupa Güven Tahvilleri (ESBies), Avrupa Tahvilleri (Eurobills), İtfa Anlaşması (Redemption Pact) ve İstikrar Tahvillerini (Stability Bond) görmekteyiz. Ortak tahvil fikri uzun vadeli bir olasılık olsa da yapılan yeni çalışmalar özellikle kısa vadeli avantajlarından bahsetmekte ve bunun krizin etkilerini azaltacağı düşünülmektedir.

4.1.1 Mavi ve Kırmızı Tahviller (Blue and Red Bonds)

Mavi ve kırmızı tahvil fikri Jakobvon Weizsäcker ve Jacques Delpla tarafından önerilmiştir. Bu fikirle birlikte Avrupa'da tek bir tahvil piyasasının oluşturulması hedeflenmiştir. Bu hedefle birlikte ABD kamu tahvil piyasası gibi büyük bir tahvil piyasası oluşturulup Euro'nun rezerv para yapılması amaçlanmaktadır.

Jakobvon Weizsäcker ve Jacques Delpla'nin önerilerini incelediğimizde iki türlü tahvilden bahsetmektedirler. Bunlar mavi ve kırmızı tahvillerdir. Bu iki tahvil ile özellikle zayıf ülkelerin finansal disiplinlerinin sağlanacağı beklenmektedir.

Mavi tahviller, hükümetlerin Maastricht Kriterlerinde belirtildiği gibi GSYİH'nın %60 kadar borçlanmasını destekleyen tahvillerdir. Bu borçlanma oranı ile borcun sürdürülebilir olması ve güçlü mali politikalar ile mali disiplinin sağlanması hedeflenmiştir. Bu tahvillerin diğer önemli özellikleri güvenilir ve likiditeleri yüksek olan kamu borçlanma senetleri olmalarıdır. Getirileri Avrupa mali otoritelerinin

garantisi altındadır. Ayrıca güvenilebilir olması kredi derecelendirme kurumları tarafından AAA kredi notuyla onaylanması anlamına gelmektedir. Beklenen koşullar gerçekleşir ise; mavi tahvillerin güvenirliklerinin Alman Benchmark'ından bile daha fazla olması beklenmektedir. Oluşturulacak bu likit ve güvenli tahvil piyasası, ABD Bond piyasası ile benzer özelliklere sahip olacaktır. Bu durum, özellikle Asya'daki merkez bankalarının ve küresel ekonomideki büyük yatırımcıların ilgisini çekecektir. Bu şekilde ABD'ye rakip olabilecek yeni bir tahvil piyasası yaratılacak ve Euro'nun küresel ekonomide rezerv para olması sağlanacaktır. Euro'nun rezerv para olması ile Avrupa'da hükümetlerin borç alma faizlerinin, bugünkü alman kamu tahvillerinin bile altında olması beklenmektedir. Bu durumun da istikrarlı büyümeye pozitif etkisi olacaktır. (Delpla –Weizsäcker, 2011: 2-3).

Ancak, mavi tahvilin her ülkeye sağlayacağı yararın aynı oranda olmayacağı da bilinen bir gerçektir. Örneğin getirdiği likidite özelliği Avusturya ve Lüksemburg gibi küçük ülkeler için büyük avantaj sağlarken, aynı durum Almanya ve Fransa için geçerli değildir. Ancak Almanya ve Fransa bu sistemde daha düşük faiz oranları ile borçlanabilirler. Diğer bir örnek ise, yüksek borçluluk oranları olan ülkelerde mali ayarlama yapmasıdır. Bu durum Yunanistan ve Portekiz gibi kamu borcu yüksek ülkelerde daha zor olurken Hollanda ve Finlandiya' da aynı durum geçerli değildir. Ama bu durum bu ülkelerde daha istikrarlı bir yapının oluşturulacağını garanti etmektedir. Güvenilebilir mali piyasalar için mali istikrar şarttır. Bu durum da ancak düşük borçlanma ve kurumsal yapının garantisinde mümkün olacaktır. Mavi tahviller ile Avrupa'da tam olarak bu amaç gerçekleştirilmek istemektedir (Delpla – Weizsäcker, 2010: 8).

Mavi tahvillerin piyasaya nasıl gireceği merak konusudur. Çünkü bunun için iki öneri bulunmaktadır. Birincisi mavi tahvilleri piyasayı alıştırarak sunmak, diğeri ise birden piyasalara sunmaktır. Yavaşça sunulması, piyasaya tanıtılması ve gerekli ayarlamaların yapılmasıyla hem piyasaların hem de vatandaşların bu yeni ürüne güvenmeleri sağlanabilecektir. Hızla piyasaya sürme durumunda ise mavi tahvillerin sisteme kazandıracağı yararlara hemen ulaşılacaktır. Bunun yanında özellikle borç yükü yüksek olan ülkelerin borçlarını düzenlemede ve sürdürülebilirliğini sağlamada önemli rol oynayacağı beklenmektedir (Delpla –Weizsäcker, 2011: 6).

Ülkelerin mavi tahvilleri neye göre ne kadar ihraç edeceği merak edilen diğer bir konudur. Bu durum için önerilen durum bağımsız bir istikrar konseyinin

kurulmasıdır. Bu konseyin denetiminde piyasalar çalışmalıdır. Bu mekanizma dışına çıkmak isteyen ülkelerin katılmama hakları Lizbon anlaşmasındaki gibi vardır (Delpla –Weizsäcker, 2011: 5).

İkinci tür olarak bahsedilen kırmızı tahvillerin ise asıl amaçları mali disiplini sağlamaktır. Kırmızı tahvil ile borçlanma maliyetlerinin daha yüksek olmasına karşın, piyasada oluşabilecek güven eksikliği durumunda doğru fiyatlandırma ve sinyal mekanizmasının sağlıklı işleyişini sağlayacaktır. Kırmızı borçlanma tahvilleri, tahvil piyasasının sadece küçük bir kısmını oluşturacaktır. Kırmızı tahviller, ulusal hazineler tarafından çıkarılacak ve Avrupa otoritelerinin garantisi olmayacaktır. Bu öneriye göre bu tahvillerin bankacılık sektöründen uzak tutulması gerekmektedir. Bu gereklilik iki yolla garanti altına alınmaya çalışılmıştır. Birincisi, kırmızı tahvillerin Avrupa Merkez Bankası'nın yeniden finanse etme operasyonları için uygun bir enstrüman olmama özelliğidir. İkincisi ise bu tahvilleri tutan bankaların, olabilecek riskleri destekleyecek sermayelerinin olma koşuludur. Bu kurallar bankacılık sektörünün kırmızı tahvilden uzak durmalarını sağlayacaktır. Böylece finansal piyasalarda bu riskli enstrümanlara bağlı bir krizin yaşanmasının önüne geçilmiş olacaktır (Delpla –Weizsäcker, 2011: 3-4).

Avrupa krizi, birliğe üye ülkelerin hepsine ağır faturalar ödetmiştir. Bu yüzden en çok merak edilen soruların başında özellikle Almanya gibi büyük ülkelerin bu öneriyi destekleyip desteklemeyeceği sorusu yatmaktadır. Yukarıda da açıkladığımız gibi bu önerinin her ülkeye eşit yarar getirme iddiası yoktur. Ancak, bu önerinin ekonomiye getireceği istikrar hem krizin etkilerini azaltması hem de oluşabilecek yeni krizlerin önlenmesi açısından önemli bir adımdır. Ayrıca uzun vadede Almanya ve diğerleri için daha düşük maliyetle daha fazla borçlanma şansının da olduğu söylenebilir. Kriz ile görülmüştür ki her ülkenin kendi problemleriyle ilgilenip diğerlerini görmezden gelmesi mümkün olmamıştır. Sağlıklı bir parasal birlik ile mali ve finansal piyasalardaki istikrar için Avrupa'nın ortak hareket etmesi gerekmektedir (Delpla –Weizsäcker, 2011: 5-8).

4.1.2 Avrupa Güven Tahvilleri (European Safe Bond – ESBies)

Avrupa Güven Tahvilleri (European Safe Bond – ESBies), Avrupa'da oluşturulmak istenen tek tahvil piyasası önerilerinin bir diğer örneğidir. Bu önerinin sahipleri kendilerine "TheEuro-nomics group" adını verenmektedirler. Bu akademisyenler;

Markus Brunnermeier, Luis Garicano, Philip R. Lane, Marco Pagano, Ricardo Reis, Yano Santos, Stijin Van Niewerburgh ve Dimitri Vayanos'dur.

Avrupa Güven Tahvilleri'nin mantığı finansal sistemlerde güvenli varlıkların yaratılmasına dayanmaktadır. Küresel dünyada, ABD krizi ile birlikte yatırımcılar, güvenli varlıkları ellerinde tutmak istemektedirler Bu yeni öneri ilhamını, küresel ekonomilerdeki bu yeni yaklaşımdan almaktadır. Bu durum merkez bankalarına da yansımıştır. Bu yeni öneri Avrupa Merkez Bankası'nın da, uyguladıkları para politikalarına uygun, güvenli tahviller tutmalarını savunmaktadır(Brunnemeier ve diğ., 2011: 1-2).

Avrupa Güven Tahvilleri'nin amacı güvenli varlık yaratmaktır. Güvenli varlık ile anlatılmak istenen likit olması, istikrarlı bir satın alma gücünün oluşturulması ve minimum risk içermesidir. Hedef ise oluşturulan bu güvenli varlık yolu ile ABD tahvil piyasalarına rakip olabilmektir. Çünkü Avrupa Ekonomisi, finansal gelişmişliğine ve Euro'nun da rezerv para olmasına rağmen ABD tahvil piyasasına rakip olamamaktadır. Bunun en önemli nedeni Avrupa'nın güvenli varlıklarının yokluğudur (Brunnemeier ve diğ., 2011: 2- 3).

Avrupa Tahvil Piyasası'nın güvenli varlık sorunu dışındaki diğer bir sorunu da tahvillerin piyasa eksikliklerinden dolayı, doğru fiyatlandırılamamasıdır. Avrupa bankalarının takip ettiği Basel Kriterleri'ne göre sermaye yükümlülükleri hesaplanırken, kamu tahvilleri risksiz kabul edilmektedir. Buna göre; Avrupa karar mekanizması tahvillerin piyasada satış fiyatları farklı olsa bile, Yunanistan ve Hollanda'nın tahvillerinin aynı oranda güvenli olduğunu kabul etmiştir. Avrupa Merkez Bankası ise tüm ülkelerden gelen tahvilleri kabul ederken, hepsini riskleri oranında ıskonto etmiştir. Buna rağmen ulusal bankalar portföylerini çeşitlendirmek yerine ulusal tahvil alımına hızla devam etmişlerdir. Sonuç olarak, yatırımcılar Avrupa bankalarının batıp batmayacağı, Avrupa Birliği'nin dağılıp dağılmayacağı gibi spekülatif ataklara maruz kalmışlardır. Bu ataklar da tahvillerin aslında aynı olmadığına ve bu tahvillerin geleceği ile ilgili olumsuz düşünceler oluşmasına neden olmuştur. Bu durum piyasalarda kısır döngünün oluşmasına neden olmuştur. Bu kısır döngü şöyle işlemektedir; Avrupa'da bankalarda borç ve sermaye riskinin artması iflas olasılığını artırmış; bu da kamu tahvillerinin riskini arttırmıştır. Kamu tahvillerindeki artan bu risk, tahvillerin değerini azaltmış ve bu tahvilleri elinde tutan bankaların piyasaları fonlama gücünü azaltmıştır. Bu düşüş ise reel ekonomide

büyümenin düşmesine neden olmuştur. Büyümenin azalması da vergi gelirleri üzerinde olumsuz etkiye neden olmuştur. (Brunnemeier ve diğ., 2011: 2 -3). Bu kısır döngünün kırılması Euro-nomics gruptakilere göre ancak güvenli bir varlığın yaratılması ile mümkündür. Bu grubun önerdiği, Avrupa'da güvenli tahvil ihracatıdır. Bu tahviller ile piyasalarda şunlar amaçlanmaktadır;

- Özellikle kriz dönemlerinde sermayenin güvenli liman ararken yer değiştirmesi, bu durumun yarattığı fiyatlarda bozulma ve asimetrik bilginin önüne geçilmesi,
- Dünyadaki güvenli varlık arayışı içinde olan sermayeyi Avrupa'ya çekmek,
- Ulusal finans sektörü ve ulusal hazineler arasındaki bağı zayıflatmaktır ((Brunnemeier ve diğ., 2012: 4).

Avrupa Güven Tahvilleri'ne baktığımızda, mavi ve kırmızı tahviller yapısına benzer bir yapı görülmektedir. Bu öneride ödeme önceliğine sahip (Senior Bond) ve ödeme önceliğine sahip olmayan (Junior Bond) tahviller vardır. Bu sisteme göre, her ülke kendi ihtiyacına göre tahvil ihraç edecektir. Avrupa'da kurulacak Avrupa Borç Ajansı (European Debt Agency – EDA) tarafından satın alınacaktır. Öncelik GSYİH'nın %60'nı aşmayan ödeme önceliğine sahip tahvillere verileceklerdir. Bu tahvilleri ellerinde tutanlar ülkelerin değil, Euro Bölgesi'nin riskini paylaşacaklardır (Ergin:2013,235). Bu öneride ikincil piyasaların oluşturulması da önerilmektedir. Böylece bu tahvillerde piyasa fiyatı uygulanması sağlanacaktır. Ayrıca oluşturulacak bu piyasanın hacminin ABD ile yarışabilecek düzeyde olması beklenmektedir

Avrupa Güven Tahvilleri'nin, piyasalar için avantajları incelendiğinde, başta Avrupalı ve diğer büyük yatırımcı için güvenli bir varlık olması en önemli avantajıdır. Risksiz olan bu yeni ürün piyasalarda bozulmaları engelleyerek, piyasalarda tahvillerin yanlış fiyatlanmasının önüne geçecektir. Fiyatların doğru işlediği sağlıklı bir piyasa mekanizması ise, büyük sermaye çıkışları ve bunların yaratacağı olumsuz etkileri önleyecektir. Bunun yanı sıra Avrupa'da, Avrupa Güven Tahvilleri ile tahvil fiyatları çeşitlenecek ve tek bir tahvile orantısız yüklenme gerçekleşmeyecektir. Bütün bu pozitif görüntü Asyalı Merkez Bankaları ve küresel büyük yatırımcı için Avrupa piyasalarını daha cazip kılarken, Euro'nun rezerv para

olarak daha da güçlenmesini ve ABD tahvil piyasalarına rakip olabilecek yeni bir piyasanın oluşmasını sağlayacaktır (Brunnemeier ve diğ., 2011: 7).

İkinci avantajı ise Avrupa Merkez Bankası operasyonları için uygun bir enstrüman olmasıdır. Özellikle açık piyasa işlemlerinin daha sağlıklı yürütülmesini sağlayacaktır. Böylece para transmisyon mekanizması daha sağlıklı çalışacaktır (Brunnemeier ve diğ., 2011: 7- 8).

Üçüncü avantajı, Avrupa ülkesi vatandaşlarına ekstra bir vergi yükü yüklememektedir. Çünkü bu varlığın güvenliği çeşitliliğine, farklı gruplara ayrılabilmesine ve kredibilitesine bağlıdır. Bu yüzden hükümetlerin finansmanına ihtiyaç duymamaktadır. Bu da ekstra vergiye ihtiyaç olmadığı anlamına gelir (Brunnemeier ve diğ., 2011: 8).

Dördüncü avantajı, Avrupa Güven Tahvilleri'nin kullanılması için özel bir anlaşmaya gerek olmaması ya da Avrupa Birliği anlaşması üzerinde bir değişlik gerektirmemesidir. Avrupa Güven Tahvilleri'nin uygulanması için sadece bankacılık sektöründe düzenleme yapılması; Basel ve AMB uygulamalarının Avrupa Güven Tahvilleri'ni destekler nitelikte olması gerekmektedir (Brunnemeier ve diğ., 2011: 8).

Beşinci avantajı, Avrupa Güven Tahvilleri'ne geçiş ile bankacılık sektöründe ve AMB prosedürlerinde gerekli düzenlemelerin yapılmasını sağlamasıdır. Bu düzenlemeler Avrupa Bankacılık sektörünün kırılganlığı ve tahvil piyasası arasındaki kısır döngünün kırılmasını sağlayacaktır (Brunnemeier ve diğ., 2011: 17- 18).

Son avantajı ise Eurobond risksiz getiri eğrisinin doğru oluşmasını sağlayacaktır. Bu da para politikaları ve yatırımcıların risk yönetmeleri için doğru veri anlamına gelmektedir (Brunnemeier ve diğ., 2011: 8).

Doğru işleyen bir Avrupa Güven Tahvilleri piyasasını yaratmak için iki şarta ihtiyaç vardır. İlk şart AMB'nin ıskonto ve operasyon işlemlerinde Avrupa Güven Tahvilleri kullanılmalıdır. Böylece AMB politikalarına uygun, güvenli kredi riski yaratmayacak ve bilançosunu bozmayacak bir araç kullanmış olacaktır. İkinci şart ise bankacılık sektöründe yeni düzenlemelere gidilmesidir.

Avrupa'da bankacılık sektörü mutlaka yeniden yapılandırılmalıdır. Bu yapılandırma özellikle, bankacılık riskinin doğru tanımlanması ile ilgili eksikliğin giderilmesi ile

ilgilidir. Bu bağlamda Avrupa'da Basel Kriterleri de gözden geçirilmeli ve bu yeni duruma uygun hale getirilmelidir (Brunnemeier ve diğ., 2011: 5). Diğer yapılandırma işlemi ise, Avrupa Güven Tahvilleri'nin takas meselesi ile ilgilidir. Takas meselesi için bankalara ek sermaye sağlanmalıdır; bunun nedeni yeni varlığa geçişte bankacılık sektörünün yaşayacağı kayıpları engellemektir(Brunnemeier ve diğ., 2011: 18).

Avrupa Güven Tahvilleri piyasaya Avrupa Borç Ajansı tarafından sürülecektir. Bu yüzden bu kurumun yetenekli, bağımsız ve bilgili üyelerden oluşan bir yönetim kuruluna sahip olması gerekmektedir. Avrupa Güven Tahvilleri'nin güvenli varlıklar olması aynı zamanda Avrupa Borç Ajansı'nın doğru işleyişine bağlıdır. Bu yüzden Avrupa Borç Ajansı, katı, istikrarlı, kredilibl ve şeffaf kuralları olan bir kurum olmalıdır. Çünkü Avrupa Borç Ajansı, tahvillerin güvenliği için vardır (Brunnemeier ve diğ., 2012: 25).

Avrupa Güven Tahvilleri'ne geçiş ile birlikte Avrupa Borç Ajansı, Avrupa finans sisteminde önemli bir rol oynayacaktır. Avrupa finans piyasalarında söz konusu cesametin çok büyük olması birçok spekülatörün iştahını kabartacaktır. Bu yüzden Avrupa Borç Ajansı uygulamalarında çok dikkatli ve titiz olmalıdır. Spekülatörlerin dışında Avrupa Borç Birimi'ni zorlayacak diğer bir taraf ise politikacılardır. Bu yüzden Avrupa Borç Ajansı'nın siyasal baskılardan etkilenmeyeceğinin garanti altına alınması gerekmektedir. Avrupa Borç Birimi'ne yapılacak politik baskılar şu yönde olabilir:

a. Ülkelerin tahvil miktarlarını artırmak için Avrupa Borç Ajansına baskı uygulayabilirler. Ancak bu durumla ilgili kural bellidir. Tahvil büyüklükleri ülkelerin 5 yıllık GSYİH oranlarına göre belirlenir. Bu kural katı ve şeffaftır. Bu durumun değiştirilmesi mümkün değildir.
b. İkinci sorun Avrupa Güven Tahvilleri'nin miktarlarının artırılmasıdır. Özellikle ekonomilerin durgun olduğu ve kriz dönemlerinde istenebilecek bir durumdur. Bu durum için Avrupa Borç Ajansı'nın yazılı bir sözleşme ile böyle dönemlerde Avrupa Güven Tahvilleri miktarında artış olmayacağını ve Avrupa Güven Tahvilleri'nin güvenliğini garantiye alması gerekmektedir. Çünkü %60 sınırı politikacılar tarafından sorun oluşturacak bir sınırdır. Bunun en önemli nedeni kamu finansman açıklarını kapatmak istemeleridir. Bu da Avrupa Borç Ajansı'na

baskı yapmaları anlamına gelir. %60 sınırının zorlayıcı bir sınır olduğu bir gerçektir. Ancak iyi bir başlangıç olarak düşünebilir.

c. Üçüncü bir sorun ise, üst sınırın çok yüksek olmadığıdır. Yani ülkelere GSYİH'nın %60 oranında kamu tahvili çıkartma yetkisi vermiştir. Ancak bu tavan değerinin ekonomideki döngünün sağlıklı işlemesi ve büyümeyi desteklemesi konusunda şüphe duyulmaktadır. Bunun en önemli sebebi ülke ekonomilerinde kamu harcamalarının büyüklüğüdür. (Brunnemeier ve diğ., 2011: 14- 15).

Avrupa Güven Tahvilleri'nin, Avrupa Borç Ajansı tarafından piyasaya çıkarılacağı konusunda hem fikir olunmasına karşın Avrupa Güven Tahvilleri'nin piyasaya nasıl sürüleceği, ülkelerin nasıl ağırlıklarının olacağı, bu tahvillerin piyasaya hangi sıklıkla sunulacağı, vadelerinin nasıl olacağı konularında farklı görüşlerin varlığından söz etmek mümkündür.

Avrupa Güven Tahvilleri'nin piyasaya nasıl sunulacağına dair iki görüş vardır. Bu görüşlerin ilki, tahvillerin aşamalı olarak piyasaya girmesini savunmaktadır. Böylece piyasadaki yatırımcıların bu yeni yatırım araçlarının kullanımı ve yasal detayları hakkında bilgi edinmeleri hedeflenmektedir. Avrupa Güven Tahvilleri'nin yatırımcılar için güvenli araç olarak ilan edilmesi, bu araçların hem popülaritesini hem de verimliliğini arttıracaktır (Brunnemeier ve diğ., 2011: 18).

İkinci görüş ise ihraç edilecek ortak tahvil grubuna ve sermaye garantisinin büyüklüğüne göre olması gerektiğini savunmaktadır. İlk başta sermayenin artması kriz döneminde zor olacağından, tahvillerin gruplandırma eşiğinin yüksek olması ve böylece tahvillerin güvenliğinin sağlanması gerekmektedir. Bu durumda ihraç edilecek tahvil daha az olacaktır, ancak sermaye artıkça ihraç miktarı da artacaktır (Brunnemeier ve diğ., 2011)

Avrupa Güven Tahvilleri ile ilgili diğer bir görüş ayrılığının olduğu konu ise hangi ülkenin nasıl bir ağırlığının olacağının tam olarak bilinememesidir. Buna çözüm önerisi her ülkenin ortalama GSYİH oranında katılmasıdır. Bu oran, katılacak ülkelerin geçmiş 5 yıllık GSYİH'larının, Avrupa'nın GSYİH'na oranlanması ile hesaplanacaktır. Bu hesaplamada şimdiki ya da gelecek veriler değil bunun yerine geçmiş yılların verileri kullanılacaktır. Geçmiş yıllara ait verilerin kullanılmasının iki nedeni vardır. Birincisi, ülkenin içinde bulunduğu dönemde şok yaşaması veya

resesyona girmesi halinde Avrupa Borç Ajansı'nın o ülkeye ait tahvilleri azaltması gerekir. Ancak bu durumdaki bir ülkenin ise borca ihtiyacı vardır. Ülkenin finanse edilememesi ülkeyi yeni krizlere sürekler. İkincisi ise, hükümetlerin enflasyon yaratarak Avrupa Borç Ajansı'ni yanıltmasının engellenmesidir (Brunnemeier ve diğ., 2011: 9-10).

Ülkelerin tahvil oranlarının nasıl olacağı konusunda tartışılan diğer iki görüşe baktığımızda bir grup, oranlamaların her ülkede senyoraj payı ile aynı olması gerektiğini savunurken; diğer grup ise ülkelerin tahvil risklerine göre ayarlanmasını savunmaktadır (Brunnemeier ve diğ., 2011: 10 -11).

Senyoraj payı uygulaması önerisi bugün kullanılana benzer bir durumdur. Bugün kullanılan bu sistem dış siyasal baskılara karşı başarısını kanıtlamıştır. Ancak kısa vadede oluşabilecek bir kredi patlama durumunda, ülkenin para ihtiyacı artacaktır. Bu durumda Avrupa Borç Ajansı'nin bu ülkelerin tahvil alımını artırması ülkenin borç stokunun yükselmesine neden olacaktır (Brunnemeier ve diğ., 2011: 10).

İkinci alternatif ise, ülkelerin risklerine göre oranlanmasıdır. Bu durumun iyi tarafı Avrupa Güven Tahvilleri için ekstra bir güvenlik kuralı olmasıdır. Bu kurala karşı çıkılmasının sebebi ise eğer ülkenin risk algısı değişirse, bu da tahvillerin Avrupa Borç Ajansı'na satılmasına neden olacaktır. Yükselen faiz oranları ile birlikte Avrupa Borç Ajansı yönetimindeki tahvil portföyünde krizin yarattığı şokun artması ve bütün bunların piyasalarda manipülasyona neden olması korkusu bulunmaktadır (Brunnemeier ve diğ., 2011: 10 - 11).

Avrupa Güven Tahvilleri'nin piyasaya hangi sıklıkla sürüleceği diğer tartışmalı konulardan biridir. Bunun ile ilgili iki fikir bulunmaktadır. Birincisi tahviller iki haftada bir çıksın diyen grup, diğeri ise ABD tahvilleri gibi altı ayda bir olması gerektiğini savunan gruptur. İkincil piyasaların olması, bununla birlikte tahvillerin likit ve aktif olması tahvillerin çıkarılacağı sıklıklarının çok da önemli olmamasına neden oluyor. Avrupa Güven Tahvilleri'nin diğer bir özelliği de tahvil yapısını çeşitlendirmesidir. Bu çeşitlendirme tahvillere eşit güvenlik sağlamaktadır. Bunun için gruplama uygulanmasının değiştirilmesi gerekmektedir. Bunu yapmak piyasaya etki olarak algılanmamalıdır. Çünkü eğer modeller doğru kurulduysa bunlar birbirlerini tamamlayacaktır (Brunnemeier ve diğ., 2011: 16).

Vade zamanının nasıl olması gerektiğine bakacak olursak, Avrupa Güven Tahvilleri'nin çok değişik müşterileri vardır. Bu müşteri portföyünde emeklilik

fonları ve AMB da bulunmaktadır. Emeklilik fonları uzun vadeli Avrupa Güven Tahvilleri'ni tercih ederken, AMB ise üç aylık Avrupa Güven Tahvilleri'ni tercih etmektedir. Bu konuda hedef Avrupa Borç Ajansı'nın müşterilerin isteklerine cevap verecek tahvilleri satmasıdır. Bu suretle Avrupa Borç Ajansı vade değişim tarihleriyle uğraşmazken aynı zamanda oluşabilecek likidite riskinin fonlanmasına da gerek kalmamaktadır. Avrupa Güven Tahvilleri'nin vade tarihleri Euro risksizlik eğrisinin oluşmasına neden olacaktır. Bu durum yatırımcılar ve politikacıların piyasalardan sinyal alma mekanizmalarını da oluşturacaktır (Brunnemeier ve diğ., 2011: 16).

Avrupa Borç Ajansı'nın tahvil vadelerinin farklılıkları ile ilgili endişeleri vardır. Bunların başında, vade tarihlerinin hükümetleri memnun etmeye yetmeyecek olması vardır. Bu yüzden kredi riski olan ülkelerin tahvillerini tekrar karıştırmak gerekmektedir. Ama bu durumun ortak bir sorun oluşturacağı düşünülmemektedir. Bu yüzden vade tarihi ayarlanırken öncelikli koşul tahvil ödemesinin garanti altına alınmasıdır. Bunun yanı sıra ulusal borç ihraç eden mekanizma ile koordinasyonun sağlanması gerekmektedir (Brunnemeier ve diğ., 2011: 17).

Avrupa Borç Ajansı'nın diğer bir endişesi, tahvil satma ve çıkarma zamanları arasında oluşabilecek gecikmelerdir. Eğer kredi riski ve fiyatların hızlı değişmesi ya da beklenen süreden daha uzun sürede satıcının bulunulmaması durumu olur ise, bu tahvilleri ellerinde tutan Avrupa Borç Ajansı için ekstra bir maliyet oluşturacaktır. Bu durumda Avrupa Borç Ajansı bu maliyetlere katlanmak zorunda kalacaktır. Ancak Avrupa Güven Tahvilleri'nin, Avrupa bankaları ve yatırımcılar tarafından tutulduğu sürece ABD tahvilleri gibi istikrarlı bir talebi olacaktır. Avrupa Borç Ajansı piyasaya tahvil satmadan önce tahvillerin ödeme önceliği olmayan kısmını satarsa katlanacağı maliyet daha az olur. Bunun yanında ulusal makamların tahvil tarihlerini koordine etmek Avrupa Borç Ajansı'nın maliyetlerini azaltacak diğer bir yoldur. Sonuç olarak söylenebilir ki, Avrupa Borç Ajansı gruplandırmada deneyim kazandıkça tahvil borçlanması ve Avrupa Güven Tahvilleri'nin ve ödeme önceliği olmayan tahvillerinin satılması arasındaki gecikme minimize edilmiş olacaktır (Brunnemeier ve diğ., 2011: 17).

Son bir endişe konusu ise tahvillerin sermaye garantisiyle birlikte hareket etmeme durumudur. Böylesi istenmeyen bir durumda sermayenin nasıl kullanılacağı meselesi vardır. Bu durumda, sorunlu üye ülkenin yeniden sermayelendirmesi için bir seçenek

olmalıdır. Ancak böyle bir durumun iki nedenden dolayı ulusal meclis tarafından onaylanması gerekmektedir. İlk neden ödeme önceliği olmayan tahvillerin batması durumunda, yeniden desteklenmesini engellemek, diğer neden de sistemin kendi kendini yenilemesine izin vermek ve böylece sorunlu ülkelerin devre dışı kalmasıyla sistemin kendini yenilemesine olanak sağlamaktır (Brunnemeier ve diğ, 2011: 17).

Sonuç olarak şu bir gerçektir ki Avrupa Güven Tahvilleri borç krizini çözmez. Ancak çözümün bir parçası olur. Avrupa finans piyasalarındaki güvenli varlık sorununa çözüm olabilir, benzer ve yeni ürünlerin oluşmasına öncülük edebilir. Bunun yanı sıra bankacılık riskleri ve tahvil piyasasının düzenlemesi anlamında iyileştirici görev görür. Uzun vadede Avrupa bölgesinde finansal piyasalarda sürdürülebilir politikalar yaratır. Bunun yanında Avrupa Güven Tahvilleri büyüme gibi yapısal sorunların çözümüne direkt etki edemese de rekabet gücüne ve kamu finansmanın etkin kullanılması gibi konulara etki edebilir.

4.1.3 Alman Uzmanların İtfa Anlaşması (German Experts Redemption Pact)

Alman ekonomi uzmanları grubu (German Council of Economic Experts) grubu, Hasan Doluca, Malte Hübner, Dominik Rumpf, Benjamin Weigert tarafından sunulan itfa anlaşması tek tahvil piyasası için sunulan bir diğer öneridir. Bu anlaşma ile birlikte katılımcı ülkelerin, 20 ile 25 yıl içinde, kamu borçlarının GSYİH'ya oranının %60'ını geçmemesi taahhüt edilmektedir. Böylece üye ülkelerin likidite krizi durumunda kamu finansmanını desteklemesi sağlanacaktır (Doluca ve diğ., 2012: 1).

Bu öneriye göre ülkelerin %60 borçlanma eşiğini aştıklarında aşan kısım Avrupa İtfa Fonu (European Redemption Fund - ERF)'ndan transfer edilecektir. Böylece para birliği üye ülkelerinin daha sorumlu ve birlikte hareket etmeleri sağlanacaktır. Piyasada, üye ülkelerde oluşabilecek bir ödeme zorluğunda para birliğindeki ülkeler sorumluluğu paylaşıp, birlikte hareket etmek zorunda olacaklardır. Avrupa İtfa Fonu'na geri ödemeler ise her ülke için tek tek hesaplanır ve 20 - 25 yıllık vade içinde ödenmesi beklenir. Avrupa İtfa Fonu'na katılım ile birlikte yüksek borçlu ülkelerin düşük faiz oranları ile borçlarını Avrupa İtfa Fonu'na transfer etmesi sağlanır. Böylece yeniden finansman maliyetleri azalır ve faiz dışı denge için gerekli olan %60 şartı sağlanmış olur (Doluca ve diğ., 2012: 1- 2).

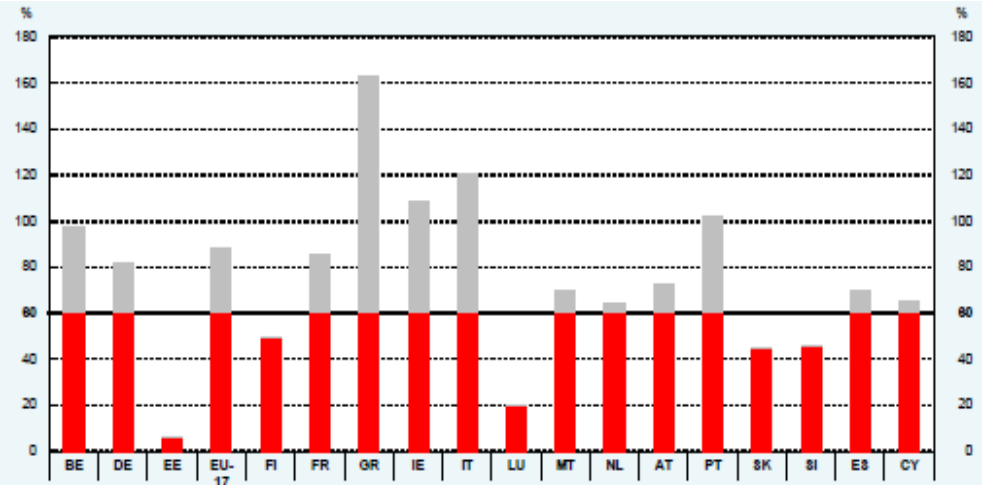
Düşük finansman maliyeti, avantajlarını korumak için transferlerin sıkı kurallara bağlanması gerekmektedir. Özellikle; ödeme yükümlülükleri, para yatırma teminatları, konsolidasyon yükümlülükleri ve yapısal reformlar ile ilgili yükümlülükler konusunda taviz verilmesinden kesinlikle kaçınılmalıdır. Örneğin; aşırı borç, Avrupa İtfa Fonu'na aktarıldıktan sonra ulusal borç tekrar GSYİH'nın %60'nı aşamamalıdır. Özellikle tahvillerde disiplini sağlamak için Alman ve İsviçre modellerinin temel alınması önemlidir. Özellikle transfer sonrası GSYİH'nın yapısal açığını %0,5 ile sınırlamak gerekmektedir (Doluca ve diğ, 2012: 2).

Avrupa İtfa Fonu'na katılım tüm Avrupa ülkelerine açıktır. Ancak birlik üyesi ülkeler arasında önemli bir fark vardır. Bu fark, ülkelerin bir kısmının yapısal düzenlemeler yapması, diğer kısmının ise yapmamasından kaynaklanmaktadır. Yapısal düzenlemeler yapan ülkeler, Avrupa İtfa Fonuna katılabilirler; diğer ülkeler ise yapısal düzenleme programlarına katılır katılmaz Avrupa İtfa anlaşmasına katılabilirler; ancak borçlarını, bu programın başarılı olması sonucunda Avrupa İtfa Fonu'na transfer edebilirler. (Doluca ve diğ., 2012: 2).

Avrupa İtfa Fonu parametreleri İstikrar ve Büyüme Paktı'nın getirdiği borç ve açık kuralı, mali bütünleşme gibi parametreleri ile de uyumludur. Bu kural özellikle itfa tahviline geçiş ile birlikte yapılacak ödemelerin 20 – 25 yıllık vade içinde, %60 borç eşiğini geçmiş ülkelerin yıllık borçlarının 1/20'sini azaltacağını belirtmektedir. Buna ek olarak Avrupa İtfa Fonu ile birlikte getirilen ulusal borçların frenlemesi fikri zaten mali disiplinin olmazsa olmaz şartıdır (Doluca ve diğ, 2012: 2).

Avrupa İtfa Fonu borç aktarım mekanizmasının sağlıklı çalışması için iki soru büyük önem taşır. Bunlar;

- Borçlar bu fona nasıl transfer edilecektir?
- Ödeme yükümlülükleri nasıl tasarlanmalıdır ki iç borç geri ödemesinin zamanında gerçekleşebilsin?



BE: Belçika, DE: Almanya, EE: Estonya, FI: Finlandiya, FR: Fransa, GR: Yunanistan, IE:İrlanda IT: İtalya, LU: Lüksemburg,MT:Malta, NL:Hollanda,AT: Avusturya,PT: Portekiz, SK:Slovakya, SI:Slovenya,ES:İspanya,CY: Kıbrıs

Büyüme ve İstikarar Anlaşması ile uyumlu kısmı (%60'lık kısmı)

60'lık kısmı aşan kısım

Şekil 4.2: Avrupa Sahası Borç Oranları 2011

Kaynak: AB Kasım 2011

Borçların Avrupa İtfa Fonu'na aktarılması şöyle olmaktadır. Aktarım tarihine kadar birikmiş borçların, GSYİH'nın %60 sınırını geçen miktarı Avrupa İtfa Fonu'na transfer edilir ve bu kısım yeniden finanse edilir. Tablo 1'de bu durum gösterilmiştir(Doluca ve diğ., 2012: 3)

Transfer aşamasının uzunluğu yeniden finansman ihtiyacının şiddetine bağlıdır. Katılımcı ülkelerin mutlaka finansal konsolidasyon ve yapısal reform hareketlerini tamamlama zorunluluğu vardır. Böylece ülke kendi borcu üzerinden yeniden borçlanacağı bir fona sahip olacaktır. Ödeme yapılana ve bu yeni borcun vadesi dolana kadar katılımcılar ortak sorumluluk altındadır (Doluca ve diğ, 2012: 3).

Yıllık ödeme yükümlülüğü transfer edilen borç miktarı ile alakalıdır. Ödeme yükümlülüğü GSYİH ile uyumludur. Her bir ülke için borcun Avrupa İtfa Fonu'na ödenmesi 20 – 25 yıllık bir vadeyi kapsar. Buna göre daha fazla borç transferi yapan ülkelerin yıllık ödeme yükümlülüklerinin de fazla olması beklenir. Eğer Avrupa İtfa Fonu finansal piyasaların güvenini kazanmak istiyor ise mutlaka borç ödemelerinin tamamlanacağını garanti altına alması gerekmektedir. Ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilmesi, her bir ülke için yaklaşık olarak aynı zamanlarda planlanmalıdır (Doluca ve diğ, 2012: 3- 4).

Ülkelerin, Avrupa İtfa Fonu borçlarını 25 yıllık vade süresinde ödemeleri ve GSYİH'nın %60'ının altında borçlanma konusunda anlaşmaya varmaları halinde, katılımcı ülkelerin faiz dışı denge ve borç açıkları konusunda pozitif bir yarar sağlaması beklenmektedir. Bu rakamları asıl etkileyecek durumlar ise GSYİH oranındaki büyüme ve ülkelerin kendilerine özgü yeniden finansman maliyetleridir. Bununla birlikte, faiz dışı dengenin belirlenmesinde yeniden finansman ihtiyaçlarının sıralanması gerekmektedir. Aşağıda olası Avrupa İtfa Fonu uygulaması sonrasında faiz dışı denge üzerindeki etkileri incelenmiştir. Böylece Avrupa İtfa Fonu uygulamasından kaynaklanacak borcun nasıl transfer edileceği ve ödeme yükümlülüklerinin nasıl hesaplanacağı örnekler ile anlatılmıştır (Doluca ve diğ, 2012: 4)

Her bir ülke için Avrupa İtfa Fonu'nun toplam ne kadar borcu finanse edeceği, ülkelerin ulusal borçlarının GSYİH oranlarını ne kadar aştığına bağlıdır. Bu rakamlar, ülkelerin açıklarında artış olmaz ve yüksek bütçe açıklarına sahip ülkelerin 2012'de %2 den daha fazla bir iyileşme ile bütçe dengeleri sağlanırsa, transfer sonrasında düşecektir. Avrupa İtfa Fonu'nun yeniden finanse edeceği miktar tabloda da gösterildiği gibi 2.327 milyar Euro'dur. Borç açığının devam etmesi durumunda ise Avrupa İtfa Fonu'nun katlanacağı miktar 2.378 milyar Euro'dur. Bu finansmanda İtalya 963 milyar Euro ile %40'nı, Almanya 558 milyar Euro ile %23'nü ve Fransa 533 milyar Euro ile %22'lik kısmını oluşturmaktadır. Hesaplamalara göre, ulusal borçların Avrupa İtfa Fonu'na devredilmesi 3 ile 4 yıl sürebilecek bir aşamadır. Birçok ülke için yeniden finansman ihtiyacı ilk üç yıl süresinde Avrupa İtfa Fonu transfer miktarını aşacaktır. Kısa vadeli borç miktarı da göz önüne alındığında, aktarılacak toplam miktar 1 yıl için %50, ikinci yıl için %30 ve üçüncü yıl için %20 olabileceği gibi diğer bir kural da her yıl sabit bir oranın kullanılmasıdır (Doluca ve diğ., 2012: 4).

Bu senaryoya göre İtalya 973 milyar Euro yeniden finansman ihtiyacı duyacaktır. Bu da 2012 – 2015'e kadar yaklaşık %100 finansmana ihtiyaç duyacağı anlamına gelir. Bu durum aynı zamanda özel bir finansman tahsis kuralı koymanın gereksiz olduğunu gösterir. Buna karşılık Almanya daha düşük borç / GSYİH oranına sahip olduğu için sadece borcun %60 eşiğini geçen kısmı için Avrupa İtfa Fonu'nu kullanacaktır. Aynı durum Hollanda için de geçerlidir (Doluca ve diğ, 2012: 5).

Tablo 4.1: Borcun Döndürülmesi Süresi İçinde, Avrupa İtfa Fonu Yoluyla Hükümetlerin Finansmanı

		2012	2013	2014	2015	Toplam
Almanya	Finansal Talep	399.00	342.00	192.00	197.00	1,130.00
	ERF Karşılanması	279.20	167.50	111.70	-	558.40
	Oran	70.00	49.00	58.20	-	177.20
Fransa	Finansal Talep	381.00	202.00	155.00	162.00	900.00
	ERF Karşılanması	266.40	159.80	106.50	-	532.70
	Oran	69.90	79.10	68.70	-	217.70
İtalya	Finansal Talep	422.00	211.00	171.00	169.00	973.00
	ERF Karşılanması	422.00	211.00	171.00	159.30	963.30
	Oran	100.00	100.00	100.00	94.20	394.20
İspanya	Finansal Talep	205.00	107.00	86.00	58.00	456.00
	ERF Karşılanması	60.70	36.40	24.30	-	121.40
	Oran	29.60	34.10	28.30	-	92.00
Hollanda	Finansal Talep	88.00	53.00	46.00	49.50	236.50
	ERF Karşılanması	12.90	7.80	5.20	-	25.90
	Oran	14.70	14.60	11.20	-	40.50
Belçika	Finansal Talep	72.00	40.50	35.00	34.00	181.50
	ERF Karşılanması	68.90	40.50	28.40	-	137.80
	Oran	95.70	100.00	81.10	-	276.80
Avusturya	Finansal Talep	22.50	20.00	29.50	18.00	90.00
	ERF Karşılanması	18.30	11.00	7.30	-	36.60
	Oran	81.50	55.00	24.90	-	161.40
Kıbrıs	Finansal Talep	2.20	3.90	1.40	2.50	10.00
	ERF Karşılanması	0.70	0.40	0.30	-	1.40
	Oran	30.00	10.20	18.90	-	59.10
Malta	Finansal Talep	-	-	-	-	-
	ERF Karşılanması	0.30	0.20	0.10	-	0.60
	Oran	-	-	-	-	-
Toplam	Finansal Talep	1,591.70	979.40	715.90	690.00	3,977.00
	ERF Karşılanması	1,129.40	634.60	454.80	159.30	2,378.10
	Oran	71.00	64.80	63.50	23.10	222.40

Kaynak: Doluca, Hübner, Rumpf, Weigert: 2012, 6, hesaplamalar EU verilerine göre yazarlar tarafından yapılmıştır.

Yıllık borç yükünün hesaplanmasını incelediğimizde bu miktarın transfer borç hacmine bağlı olduğunu görmekteyiz. Daha fazla borçlanma ülkelerin yıllık ödeme yükümlülüklerini de artırmaktadır. Bir ülkenin yıllık borç ödemesi GSYİH'nın sabit bir oranıdır (Doluca ve diğ., 2012: 7).Yıllık ödeme yükümlülüklerinin örnekli hesabı aşağıda verilmiştir.

Yıllık Ödeme Yükümlülüğünün Hesaplanması

Varsayımlar

GSYİH 2011	1,000.00 €
GSYİH 2012	1,030.00 €
Kamu Borcu 2011	900.00 €
Kamu Borcu/GSYİH 2011	90%
ERF Tahvili Faiz Oranı	4%

- ERF'ye katılacak ülkenin makro verilerinin yukarıdaki gibi olduğunu varsayarsak, bu ülkenin yıllık ödemesi aşağıdaki gibi hesaplanır.

Yıllık Transfer Edilen Borç ve Ödeme Anahtarı

Toplam Borcunun ERP'ye Devredilen Kısmı	300.00 €
Borcun Yıllara Göre Transferi	
2012	150.00 €
2013	90.00 €
2014	60.00 €
Yıllık Ödeme Anahtarı	1.50 %

- Kamu borcu 900,00 € olan bir ülkenin ERP'ye devredeceği miktar 300,00 €'dur. Bu rakam aynı zamanda GSYİH'nın % 60'nı aşan kısımdır. Bu borç tek aşamada değil yıllara bölünerek ERF'e transfer edilir. Ve Yıllık ödeme anahtarı, aşağıdaki formüle göre hesaplanır.

Yıllık Ödeme Anahtarı = (ERF faiz oranı + %1) * ERF transfer miktarı /GSYİH 2011

2012 Ödeme Yükümlülüğü

ERF Transfer Edilmeyen Borç	150.00 €
a_{2012}=Varsayımsal ödeme tahsisi, ERF tarafından finanse edilecek toplam tutarın, 2012'de ERF ye transfer edilmiş olması durumunda yapılacak olan varsayımsal ödeme tahsisi	15.00 €
ERF Transfer Edilmesi Onaylanan Borç	7.50 €
2012 Ödeme Yükümlülüğü	7.50 €

s

- Ödeme yükümlüğünün hesaplamasını incelediğimizde 2012 yılında ERF transfer edilmeyen tutar 150,00 €'dur. Burada a2012 = Varsayımsal ödeme tahsisi, değeri hesaplanır. Bu değer şu şekilde bulunur: a_{2012} = Yıllık ödeme miktarı * 2011 GSYİH'dır . ERF transfer edilmesi onaylanan borç tutarı = a_{2012}* ERF transfer edilmeyen tutar/ Toplam ERF transfer edilecek tutar'dır. 2012 Ödeme yükümlülüğü = a_{2012}– ERF transfer edilmesi onaylanan tutardır

2012 Sonu Bilanço Dengesi

2012 Başı Bilanço Dengesi	0.00 €
2012 ERF Transfer Edilen Tutar	150.00 €
Finansal Maliyet	6.00 €
2012 Ödeme Yükümlülüğü	7.50 €
2012 Sonu Bilanço Dengesi	148.50 €

- 2012 başındaki bilanço dengesi + ERF transfer edilen tutar + finansal maliyet - 2012 ödeme yükümlülüğü = 2012 sonu bilanço dengesi
- Buradaki finansal maliyet = ERF faiz oranı * 150. 00 €'dur.

2013 Ödeme Yükümlülüğü

ERF Transfer Edilmeyen Borç	60.00 €
a_{2013}= Varsayımsal ödeme tahsisi ERF tarafından finanse edilecek toplam tutarın, 2013'de ERF ye transfer edilmiş olması durumunda yapılacak olan varsayımsal ödeme tahsisi	15.45 €
ERF Transfer Edilmesi Onaylanan Borç	3.09 €
2013 Ödeme Yükümlülüğü	12.36 €

- 2013 yılına gelindiğinde ERF transfer edilmeyen tutar 60.00€'dur. a_{2013} = Yıllık ödeme miktarı * 2012 GSYİH'dır. ERF transfer edilmesi onaylanan borç tutarı = a_{2013} * ERF transfer edilmeyen tutar/ Toplam ERF transfer edilecek tutar'dır. 2013 Ödeme yükümlülüğü = a_{2013}– ERF transfer edilmesi onaylanan tutardır.

2013 Sonu Bilanço Dengesi

2013 Başı Bilanço Dengesi	148.50 €
2013 ERF Transfer Edilen Tutar	90.00 €
Finansal Maliyet	9.54 €
2013 Ödeme Yükümlülüğü	12.36 €
2013 Sonu Bilanço Dengesi	235.68 €

- 2013 sonunda bilanço başı + ERF transfer edilen tutar + finansal maliyet - 2013 ödeme yükümlülüğü = 2013 sonu bilanço dengesi
- Buradaki finansal maliyet = ERF faiz oranı * 238.50 €'dur(Doluca, Hübner, Rumpf,,Weigert : 2012, 6).2012 sonunda bilanço başı + ERF transfer edilen tutar + finansal maliyet - 2012 ödeme yükümlülüğü = 2012 sonu bilanço dengesidir. Buradaki finansal maliyet = ERF faiz oranı * 150. 00 €'dur.

Borç Dinamikleri Modeli

Avrupa İtfa Fonu'na katılımın her bir ülkenin mali pozisyonunu nasıl etkileyeceği tartışma konusudur. Kamu borcundaki bu evrimleşmenin nasıl sonuçlar doğuracağını aşağıdaki borç dinamik taslağı ile basitçe anlatacağız (Doluca ve diğ, 2012: 7).

Kamu borç stoku büyüklüğünün GSYİH'ya oranı *d* ile gösterilmiştir (*d* = Kamu borç stoku /GSYİH). Modelimiz dinamik olduğu için zamana göre değişen değerler alacaktır.

$$d_{t+1} - d_t = p_t - (i_t - g_t)d_t \quad (1)$$

it ortalama nominal faiz oranı, *t* zaman, *gt* nominal GSYİH'nın büyüme oranı, *pt* ise faiz dışı dengeyi göstermektedir. Bu modelde GSYİH oranını direkt etkileyecek özelleştirme, ek yükümlülükler ve banka kurtarma operasyonları gibi durumlar ele alınmamıştır (Doluca ve diğ., 2012). (1) nolu denklemden de görülebileceği gibi bütünleşme politikaları borç oranı için hedeflenen değerleri ve faiz dışı dengeyi ifade eder. Birinci durumda faiz dışı denge büyümenin ve faizin bir fonksiyonudur (Doluca ve diğ., 2012: 7).

Avrupa İtfa Fonuna katılım ile ülkelerin borçlarının GSYİH oranı %60 sınırına, 20 - 25 yıl içinde ulaşması planlanmaktadır. Bununla birlikte, Avrupa İtfa Fonu'na yıllık

ödeme seviyesi bu 25 yıllık bütünleşme politikalarından etkilenecektir. Bu politikalar ile borç seviyesi tekrar yenilecektir. Buradan anlıyoruz ki faiz dışı denge, büyüme ve faiz oranlarının bir fonksiyonudur (Doluca ve diğ., 2012: 8).

Avrupa İtfa Fonu'na geçiş ile birlikte piyasalarda 2 tür faiz oranına ihtiyaç duyulacaktır. Birincisi borçların Avrupa İtfa Fonu'na transfer edilmesi ile Avrupa İtfa Fonu'na ödenecek faiz oranı, diğeri ise tahvil için finansal piyasalara yapılacak ödemenin faiz oranıdır. Toplam borç dinamikleri için önemli olan faiz oranı ise bu iki faiz oranı ile ağırlıklandırılmış ortalama faiz oranıdır (Doluca ve diğ., 2012: 8).

Faiz oranlarının hesaplanması için iki farklı senaryodan bahsedebiliriz. İlk senaryoda şuan ki durumda Avrupa bölgesindeki birçok ülke için çok tabakalı faiz oranı kullanılabilir. Bu görüş, Avrupa İtfa Fonu'nun olmadığı bir senaryoda birçok üye ülkede yüksek faiz oranlarının devam edeceğini varsaymaktadır. İtalya'nın son durumuna baktığımızda faiz oranlarının %7'ye ulaştığı hatta geçtiği gözlemlenmektedir. Bu durumun gelecek aylarda da devam etmesi beklenmektedir (Doluca ve diğ., 2012: 8).

İkinci senaryo ise, Avrupa İtfa Fonu'nun olduğu senaryodur. Avrupa İtfa Fonu'na giriş ile yeniden finansman maliyetlerinin makul düzeyde olacağı varsayımı altında incelenen bu senaryodur. Bu senaryoda tek zorluk finansal piyasalara Avrupa İtfa Fonu tarafından yaratılan bu yeni tahvilin nasıl ulaştırılacağıdır (Doluca ve diğ., 2012: 8).

Tahvil faizleri diğer faktörlerin yanında özellikle iki temel parametreye dayanmaktadır. Birincisi ödeme yükümlülüğünü yerine getirme, ikincisi ise tahvilin likiditesidir. Avrupa İtfa Fonu tarafından çıkarılacak tahvillerin faiz oranlarının ne olacağı konusuyla ilgili çalışmalar devam etmektedir. Bunun için getirilen önerilerden biri Avrupa tarafından ödeme garantisi verilen tahvillerin faiz oranları kullanılmasıdır. Avrupa Yatırım Bankası (European Investment Bank –EIB) ya da Avrupa Finansal İstikrar Olanakları (The European Financial Stability Facility - EFSF) tarafından çıkarılan tahviller Avrupa İtfa Fonu için referans noktası olabilirler. On yıllık tahviller için sırasıyla bu iki kurum %3.0 ve % 3.3'lük bir faiz oranı uygulamaktadır (23.01.2012). Bu iki referans tahvil, Avrupa İtfa Fonunun çıkaracağı tahviller ile kıyaslanabilir. Ancak diğer tahvillere göre Avrupa İtfa Fonu tahvilleri daha fazla sorumluluk ve daha fazla bütünleşme ifade eder. Bunun yanında

Avrupa İtfa Fonu tahvillerinin likiditesinin de diğerlerinden daha fazla olması beklenmektedir (Doluca ve diğ., 2012: 8).Avrupa İtfa Fonu'nun finansal maliyetinin yaklaşık olarak %2,5 ile %3 arasında olması beklenmektedir.

Tablo 4.2: Katılımcı Ülkeler İçin Temel Rakamlar

Katılımcı Bazı Ülkeler İçin Temel Rakamlar					Faiz Oranları Senaryoları		
					ERP'li		ERP'siz
		GSYİH	Kamu Borcu	Faiz Dışı Fazla	ERF Tahvil%	Ulusal borç %	Ulusal borç %
Almanya	Euro Milyar	2,567.10	2,098.60	27.90			
	GSYİH'nın Yüzdesi	100.00	81.80	1.10	4.0	3.5	3.0
Fransa	Euro Milyar	1,987.70	1,697.10	-63.80			
	GSYİH'nın Yüzdesi	100.00	85.40	(3.20)	4.0	4.0	4.5
İtalya	Euro Milyar	1,586.20	1,910.90	14.80			
	GSYİH'nın Yüzdesi	100.00	120.50	0.90	4.0	5.0	7.0
İspanya	Euro Milyar	1,074.90	748.00	-47.90			
	GSYİH'nın Yüzdesi	100.00	69.60	(4.50)	4.0	5.0	7.0
Hollanda	Euro Milyar	607.40	390.30	-14.60			
	GSYİH'nın Yüzdesi	100.00	64.30	(2.40)	4.0	3.5	3.0
Belçika	Euro Milyar	370.40	360.00	-1.20			
	GSYİH'nın Yüzdesi	100.00	97.20	(0.30)	4.0	4.5	5.5
Avusturya	Euro Milyar	300.90	217.20	-2.40			
	GSYİH'nın Yüzdesi	100.00	72.20	(0.80)	4.0	4.0	4.5
Kıbrıs	Euro Milyar	17.90	11.70	-0.80			
	GSYİH'nın Yüzdesi	100.00	65.40	(4.30)	4.0	5.0	7.0
Malta	Euro Milyar	6.40	4.50	0.00			
	GSYİH'nın Yüzdesi	100.00	69.60	0.20	4.0	5.0	6.0
	ERP : Avrupa İtfa Anlaşması **ERF**: Avrupa İtfa Fonu						

Kaynak : Doluca, Hübner, Rumpf, Weigert : 2012, 9, hesaplamalar EU verilerine göre yazarlar tarafından yapılmıştır.

Yukarıdaki tabloda bazı ülkeler için Avrupa İtfa Fonu'na girdiği ve girmediği durumlardaki ulusal borçlanma tahvillerinin faizleri ile ilgili bilgiler verilmiştir. Bu bilgiler incelendiğinde Avrupa İtfa Fonu sistemiyle birlikte ülkelerin faiz oranlarının daha düşük olduğu gözlemlenmektedir. Almanya ve Hollanda bu duruma istisna oluşturmaktadırlar. Bu ülkelerin istisna olmalarında kriz döneminde güvenli liman olma özelliklerinin etkisi vardır. Ama Avrupa İtfa Fonu'nun uygulanmaya başlaması ile birlikte bu faiz oranlarının normalleşmesi beklenmektedir (Doluca ve diğ., 2012: 9).

Üye ülkelerin faiz oranlarına dair beklentilerinin nasıl oluşacağını inceledikten sonra şimdi de GSYİH oranlarının nasıl değişeceğine ilişkin varsayımları değerlendiriyoruz. Burada ortak bir fikirden bahsetmek mümkündür. Bu oranlar hesaplanırken bir önceki yılın büyüme oranları ve ECB (European Central Bank)'nin enflasyon verileri kullanılarak gelecek yıl için tahmin yapılmaktadır. 2012 yılı için Avrupa'da büyüme rakamları, her ülke için Avrupa Komisyonu tarafından yaptırılmıştır. 2012 yılında gerek kriz gerek ise konjoktürel hareketler sebebiyle

büyümenin düşük gerçekleşmesi, bundan sonraki yılın GSYİH oranının da düşük olacağı beklentisini doğurmaktadır (Doluca ve diğ., 2012: 10).

Yukarıdaki büyüme ve faiz varsayımları altında faiz dışı dengenin, borç oranının ve Avrupa İtfa Fonu varlıklarının büyüklüğünün nasıl değişeceğine bakacak olursak, faiz dışı dengeyi sağlamak için ulusal borçlanmanın frenlenmesi gerekmektedir. Bunun içinse borç oranının GSYİH oranının % 60'ı geçmemesi gerekmektedir. Bununla birlikte oluşabilecek bir yapısal açığın GSYİH oranının % 0,5 'i geçmemesi gerekmektedir. Aşağıdaki tabloda her senaryo için faiz dışı fazla gösterilmiştir (Doluca ve diğ., 2012: 11).

Tablo 4.3: Borcun Yeniden Yapılandırılması Gereklilikleri ve Avrupa İtfa Anlaşması

	Konsolidasyon gereklilikleri ve ERP						
		Faiz Dışı Denge Gereklilikleri					
	Faiz Dışı Denge 2011		Bütçe Kurallarının Başlaması		ERP Olmadan Borç Oranının Stabilize Edilmesi	Bütçe Kuralları Faiz Dışı Dengenin Fiili Gelişimi	
	Fiili	Structural	ERP'li	ERP'siz		ERP 'li	ERP'siz
	GSYİH'ya Oranı		GSYİH'ya oranı			GSYİH 'ya Oranı	
Almanya	1,1	1,6	2	1,8	0	0,9	0,7
Fransa	-3,2	-1,2	2,4	3	1,2	5,6	6,2
İtalya	0,9	4,1	4,2	6,8	4,7	3,2	5,8
İspanya	-4,5	-1,7	2,5	4	2,7	6,9	8,5
Hollanda	-2,4	0,1	1,5	1,4	0	3,9	3,8
Belçika	-0,3	0,7	2,9	4,2	2,4	3,3	4,5
Avusturya	-0,8	0,1	2,2	2,4	1,1	3	3,2
Kıbrıs	-4,3	-1,3	2,3	3,8	2,5	6,6	8,1
Malta	0,2	-0,2	2,7	3,3	2	2,5	3,1

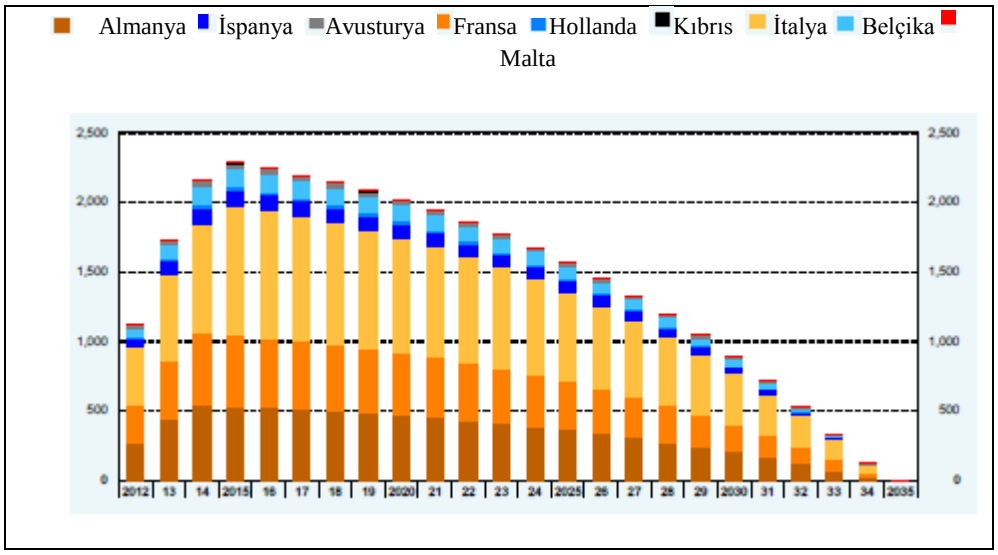
Kaynak:(Doluca ve diğ., 2012 11) hesaplamalar EU verilerine göre yazarlar tarafından yapılmıştır.

Örnek olarak İtalya'yı aldığımızda borcun frenlenmesinde % 4,2'lik bir faiz dışı fazla vermesi beklenmektedir. Faiz dışı denge için Avrupa İtfa Fonu ile birlikte gelen bütçe kurallarına ihtiyaç duyulmaktadır. Tarihsel perspektifte baktığımızda, çok az ülke 10 yılda GSYİH'nın % 4'ü oranında faiz dışı fazla vermiştir. Bu veriler ışığında İtalya'nın Avrupa İtfa Fonu politikaları olmaksızın borcunu azaltması için % 6,8 oranında faiz dışı fazla vermesi gerekir ki tarihsel süreci incelediğimizde bu oranın İtalya için çok yüksek olduğunu görmekteyiz. Bununla birlikte kamu borcunun GSYİH oranının stabilize edilmesi için de % 4.8'lik faiz dışı fazlaya ihtiyaç duymaktadır. Bunun anlamı bu durumun gerçekleşmesi için İtalya'nın faizlerinin %7'nin üstüne çıkmasıdır. Ancak bu kadar yüksek faiz oranları altında borç / GSYİH oranı düzeltilemez. Bu hesaplamalar gösteriyor ki; Avrupa'da borç / GSYİH oranının

yeniden düzenlenmesi için kamu borçlanmasında risk primin düşürülmesi yani piyasaya daha güvenli ve likit varlıklar sunulması önemli rol oynamaktadır (Doluca ve diğ., 2012: 11).

Avrupa İtfa Fonu'nun zaman içinde nasıl bir değişim göstereceği ile ilgili varsayımları incelediğimizde, görülen o ki, katılım aşamalarında üye ülkeler borçlarını Avrupa İtfa Fonu'na transfer edecekler. Avrupa İtfa Fonu'na katılım aşamasında büyüklüğünün maksimum 2.281 milyar Euro olması beklenmektedir. Avrupa İtfa Fonu tarafından yeniden finanse edilecek miktar ise 2.378 milyar Euro'dur. Katılım aşamasının bitmesi ile birlikte bu miktarda küçülme olması beklenmektedir. Her ülke için yıllık ödeme miktarı nominal GSYİH oranındaki büyümeye göre değişecektir. Bunun la birlikte yıllık ödeme yükümlülüklerinin azalması borcun ödenmesine bağlıdır (Doluca ve diğ., 2012:11). Aşağıda bulunan Tablo 4.5'de Avrupa İtfa Fonu ödemelerinin zamanla azalacağı 2035'te ise biteceği öngörülmektedir.

Sonuç olarak, Alman uzmanlar tarafından önerilen Avrupa İtfa Anlaşması olası sonuçları gösterilmeye çalışılmıştır. Çalışmada kamu borcunun GSYİH oranının % 60'nı geçen kısmı Avrupa İtfa Fonuna transfer edilmesi gerektiğini anlatılmıştır. Avrupa İtfa Fonuna devredilen borçların 20 – 25 yıllık süre içinde geri ödenmesi beklenmektedir. Burada amacın borç oranını azaltmak olduğu açıkça gösterilmiştir. Borç oranının azaltılması için faiz dışı fazlanın gerekli olduğu üzerinde durulmuştur.



Şekil 4.3: Avrupa İtfa Fonu'na Geçiş Sonrası Borç Durumu (Milyar Euro)

Kaynak: Doluca, Hübner, Rumpf,,Weigert : 2012, 12 yazarların kendi hesaplamasıdır.

Faiz dışı fazlanın oluşabilmesi için kamu tahvillerin faiz oranlarının azaltılması gerekmektedir. Bu da ancak Avrupa için güvenli ve likit varlık yaratmakla olabilecek bir durumdur. İtfa Anlaşması ile üye ülkelerin ortak sorumluluk almalarının ve ortak hareket etmelerinin sağlanacağı beklenmektedir (Doluca ve diğ., 2012: 13).

4.1.4 Avrupa Bonoları (Eurobills)

Avrupa Bonoları (Eurobills), Christian Hellwig ve Thomas Philippon tarafından geliştirilmiş bir öneridir. Avrupa'da tek bir kamu tahvil piyasasının yaratılmasını kapsamaktadır (Helwig – Philippon, 2011: 1)

Avrupa'da özellikle mali birlik ve Eurobond konuları ile ilgili tartışmalar gündemin önemli başlıklarını oluşturmaktadır. Avrupa'da, son yaşanan kriz ile anlaşılmıştır ki; Avrupa'nın güçlü koordinasyona ve mali disipline ihtiyacı vardır. Özellikle mali entegrasyon ve Eurobond arasında daha sıkı bir entegrasyona ihtiyaç duyulmaktadır (Helwig – Philippon, 2011: 1)

Mali entegrasyon konusu uzun süre daha tartışmalı kalacak gibi gözükmektedir. Çünkü bu konunun riskleri vergi ödeyenler ve politikacılar tarafından hala değerlendirilmektedir. Güçlü devletler, bu duruma, kendi finansal sistemlerinde tehdit oluşturabilme ihtimali yüzünden çok sıcak bakmamaktadırlar. (Helwig – Philippon, 2011: 1)

Uygun gözetim olmadan çıkarılan kamu tahvillerinin bu ülkelerde yarattığı ahlaki risk problemi bilinen gerçektir. Bu yüzden, kamu tahvili piyasalarındaki ahlaki riski minimize etmek için Christian Hellwig ve Thomas Philippon Avrupa Bonoları'nı önermektedir. Avrupa Bonoları'nın amacı, finansal düzenleme ile para politikalarının verimliliğini artırmak, mali disiplini sağlamak ve ahlaki riski minimize etmektir. Böylece kendi kendini besleyen likidite kaçışlarından, finansal piyasalarda yaşanan olumsuz dönüşümlerden kaçınmak, bankacılık ve tahvil piyasası arasındaki ahlaki riski minimize etmektir. Burada vurgulanması gereken en önemli şey bunun bir ekonomik yönetim veya mali disiplinin ikamesi olamamasıdır. Avrupa Bonoları alınan önlemlerin tamamlayıcıdır. Avrupa Bonolarına geçiş ile birlikte uzun vadede sağlam mali politikalar ve mevcut durumun iyileştirilmesi söz konusu olacaktır (Helwig – Philippon, 2011: 1-3).

Avrupa Bonoları, bir yıldan kısa vadeli ve Avrupa'nın GSYİH'nın %10'u kadar çıkarılabilen bir tahvil türüdür. Vadesi bir yıldan kısa olması nedeniyle risk kontrolü ve verimliliğin kontrolü açısından yarar sağlaması beklenmektedir. Kısa vadeli borçlanmanın, GSYİH'nin%10'u olması fikri ABD tahvil piyasasından esinlenmiştir. Bu koşul, varlıkların likiditesini ve borcun sürdürülebilir olmasını sağlamaktadır. (Helwig – Philippon, 2011: 1).

Avrupa Bonoları Avrupa'yı tahvil piyasalarında ortak sorumluluğa davet etmektedir. Bunun anlamı, AMB'sının Avrupa Bonolarının nihai alıcısı olmadığıdır. Eğer herhangi bir sebepten ötürü AMB Avrupa Bonoları alımını durdurur ise, üye ülkeler o tahvilleri satın almak zorundadırlar. Üye ülkelerden sorumluluğunu yerine getiremeyecekler olur ise diğer ülkeler onlara destek olmak zorundadırlar. Böylece Avrupa'da likit ve güvenilir bir kamu tahvil piyasası oluşturulacaktır. Bu piyasanın başarısı için bütün ülkelerin bu programa katılımı önemlidir. Özellikle büyük devletlerin ikna edilmesi oluşturulacak piyasanın büyüklüğü ve kredibilitesi için gereklidir. Bunun yanı sıra bankacılık sektöründe bu varlıklarının likit kabul edilmesi ile ilgili düzenlemelerin yapılması da bu duruma katkı sağlayacaktır.

Avrupa Bonoları emisyon koşulları hükûmetlerin ekonomik politikalarına ve bütçelerine bağlıdır. Ülkelerin kısa vadeli aşırı borçlanmalarına izin verilmezken, uzun vadeli borçlanmaları serbest bırakılmıştır. Böylece kısa vadeli borçlanmalar disipline edilmekte ve finansal istikrarın gelişmesi desteklenmektedir. Burada ülkelerin kısa vadeli borçlanmalarını daraltarak, finansal istikrarın sağlanması yoluyla uzun vadede daha düşük faiz oranları ile borçlanmanın sağlanması hedeflenmektedir (Helwig – Philippon, 2011: 1-2).

Sistem şöyle işlemektedir; Avrupa Bonoları'nın piyasalara girmeden önce, Euro Bölgesi ülkelerinin ortak bir Borç Yönetim Ofisi (Debt Manager Agency- DMA) kurmaları gerekir. Borç Yönetim Ofisi Euro Bölgesi için kısa vadeli tahvil veren tek kuruluş olmalıdır. Borç Yönetim Ofisleri tahvil ihraçlarını ve itfalarını yönetme görevini üstleneceklerdir. Daha sonrasında ise, her çeyrek öncesi Euro Bölgesindeki ülkelerin hazineleriyle görüşülüp, ihtiyaç duydukları kısa vadeli borçlanma miktarları belirleyecektir. Çeyrek başında ise ihtiyaç duyulan Avrupa Bonoları piyasaya ihraç edilecektir. Avrupa Bonoları ihalelerini Borç Yönetim Ofisi yapar ve GSYH'nin %10'undan fazla borçlanılamaz. Bu sistemde, Avrupa Bonoları'nın Alman tahvil piyasasını örnek almaları gerektiği savunulmaktadır.

Bu yeni ve yüksek likiditesi olan varlıkların birçok yararları vardır. Bu yararlardan ilki şüphesiz, rezerve likidite yönetimi konularındaki katkılarıdır. Bu yeni araç normal zamanlarda AMB politikalarının uygulanmasına yardımcı olurken; kriz dönemlerinde ise, ülkelerin sürdürülebilir mali politikalarını desteklemekte ve aynı zamanda krizin bulaşıcı etkisinden ülkeleri korumaktadır.

İkinci olarak, ülkelerde sürdürülemez yüksek borç yükü olduğu ve kendini finanse edemediği dönemlerde, bu yeni enstrümanla birlikte likidite ve ödeme riski birbirinden ayrılır. Çünkü Avrupa Bonoları'nın büyüklüğü ve vadesi limitlidir. Bundan dolayıdır ki ucu açık taahhütler oluşturmaz, bununla birlikte batmak üzere olan ülkelerin kurtarılma operasyonlarında da kullanılamaz. Bu özelliği de Avrupa Antlaşması'nı destekler niteliktedir. Avrupa Bonoları ile birlikte finansal piyasalara mali reformlar gelecektir (Helwig – Philippon, 2011: 4).

Üçüncü olarak, bu yeni araç ile ahlaki risk minimize edilmektedir. Ahlaki riskin minimize edilmesi bu aracın diğer bonolar içinde seçkin bir yere yerleşmesi için de şarttır. (Helwig – Philippon, 2011: 4).

Son olarak, Avrupa Birliği'nin mali entegrasyonuna katkı sağlamasından bahsedilebilir. Bu yeni tahvil ile aynı zamanda bankacılık sektörünün entegrasyonu ve ortak bir finansal aracın kullanımı sağlanmaktadır. AB'deki parasal birliktelik finansal istikrarın sağlamasını da desteklemektedir. (Helwig – Philippon, 2011: 4).

Avrupa Bonolarının diğer önerilerden ayrılan en önemli yanı en kısa vadeli borçlanmayı önermesidir. Bu yüzden anlaşmada vade tarihlerini kısıtlayıcı hükümler bulunmalıdır. Kısa vade Avrupa Bonoları'nı daha verimli yapacaktır. Bu durum kurumsal finans teorisinin standart argümanıdır. Buna göre uzun vadeli tahvillerin verimliliği kısa vadelilere göre daha düşüktür. Çünkü vade süresinde, yatırımcının ilgisini çekebilecek yan anlaşmalar olabilir (Helwig – Philippon, 2011: 5). Ayrıca hükümetlerin bakış açısından baktığımızda Avrupa Bonoları bir yıldan kısa sürede, mali gözetim sorumlusu ajanlara daha fazla pazarlık yapma gücü verir. Bu fikir ile birlikte piyasanın belli aralıklarda değerlendirilmesi daha kolay olacaktır. Uzun vadede olabileceklerin tahmini zordur. Bu sistemde bu zorluk ortadan kaldırılıyor (Helwig – Philippon, 2011: 5).

Sonuç olarak Avrupa Bonoları Avrupa'nın mali alanda entegrasyonunu pekiştirecek küçük bir adımdır. Küçük adımların kriz anında uygulanması daha kolay olacaktır.

Eğer ortak sorumlulukların olduğu bir borçlanma aracı aranıyorsa Avrupa Bonoları ilk düşünülmesi gerekenlerden biridir. Çünkü Avrupa Bonoları ahlaki riski en aza indiriyor. Avrupa Bonoları, finansal piyasaların istikrarı, banka düzenlemeleri ve daha fazla likidite sağlanması için uygun bir araç olacaktır (Helwig – Philippon, 2011: 5).

4.1.5 İstikrar Tahvilleri (Stability Bond)

İstikrar tahvilleri (Stability Bond), Avrupa'da ortak bir tahvil piyasasının olup olmayacağını ve gerekli şartların neler olduğunu değerlendiren diğer bir çalışmadır. Çalışma Avrupa Komisyonu tarafından hazırlanmıştır. Çalışma ortak tahvil piyasasına ait tüm senaryoları inceleyen geniş kapsamlı bir yapıya sahiptir.

Çalışmaya göre, ortak tahvil piyasası ile anlatılmak istenen üye ülkelerin tahvilinden oluşan bir havuzun oluşturulması, bu havuzla meydana gelecek borçlanma maliyeti ve gelirlerin paylaşılmasıdır. Bu durum Avrupa tahvil piyasasının yapısının değişmesi anlamına gelmektedir. Bu durumun sonucunda, özellikle finansal piyasalarda büyük değişikliklerin meydana gelmesi beklenmektedir. Bunun yanı sıra ortak tahville Avrupa'da daha fazla para ve maliye politikası entegrasyonunun sağlanması beklenmektedir.(EC, 2011: 2- 3).

İstikrar tahvilleri Avrupa bölgesinde hükümetlerin gün – gün finansmanı için tasarlanmış bir araç olacaktır. Bu yüzden Avrupa bölgesinde çıkartılan diğer ortak tahvillerden farklıdır. İstikrar tahvillerinin, ihraç miktarı ve devamlılığı gibi özellikleri dikkate alındığında diğer tahvillere göre daha etkin olması beklenmektedir.

Ortak tahvilin ihracı ya tek bir merkez tarafından yapılmalı ya da ulusal hükümetlerin ellerinde olan bu güç dağıtılmalıdır. Amaçlanan ülkelerin daha fazla koordinasyonla çalışmalarının teşvik edilmesidir. Tahvil gelir ve maliyetlerin dağıtımında ise ülkelerin tahvil paylarına göre bir dağıtımın yapılması beklenmektedir. İstikrar tahvilleri çıkartma yaklaşımında ülkeler ortak hareket ve sorumluluk içindedirler. İstikrar tahvillerinin başarısı, ekonomik ve politik entegrasyona bağlıdır (EC, 2011: 3).

İstikrar tahvilleri ile birlikte tahvillerin kredi riskinin bir havuzda toplanması, piyasalarda oynaklığın azaltılması sağlanacaktır. Bunun yanı sıra piyasa disiplini

hiçbir ülkenin egemenliği altında olmayacaktır. Böylece finansal istikrar yüksek oranda politik istikrara dayanacaktır. Politik istikrarın yanı sıra sürdürülebilir mali politika, ahlaki riskin azaltılması, rekabetin desteklenmesi ve denetim ile politika koordinasyonları istikrar tahvillerinin başarısı için çok önemlidir. Bu suretle makroekonomik dengesizliklerin azaltılabileceği ileri sürülmektedir (EC, 2011: 3-4).

Ortak tahvile ilişkin tartışmalar Euro'ya geçişten bu yana önemli ölçüde gelişmiştir. Başlangıçta ortak tahvilin mantığı; piyasa verimliliği, kamu tahvil piyasasında likiditenin sağlanması ve Avrupa Bölgesindeki finansal piyasalarda istikrarın tesisi konuları üzerinde yoğunlaşırken, günümüzde kriz ile birlikte tartışmanın odak noktası istikrara kaymıştır. Bu çerçevede ortak tahvil uygulamanın yararlarını şöyle sıralayabiliriz:

İstikrar tahvilleri mevcut krizin ve gelecekteki krizlerin yöneltilmesini hedeflemektedir. İstikrar tahvillerinin bu hedefi krizin yarattığı sorunların etkisini hafifletmektir. İstikrar tahvilleri ile yüksek faizli ülkeler düşük faizli, kredisi yüksek ülkelerden yarar sağlayabilecektir. Başlangıçta istikrar tahvillerinin piyasalara girmesi zaman alsa da tahvil üzerinde anlaşmaya varmış olmak bile piyasa üzerinde, olumlu beklentilerin oluşmasına, ortalama ve marjinal maliyetlerin düşmesine yol açabilir. Bununla birlikte, ortak tahvilin başarılı olabilmesi için yol haritası, koordineli ve birlikte işleyen bir ekonomik yönetim ile bütçe ve yapısal uyumu içeren mali disiplinin sürdürülebilirliğinin garantiye alınmasıdır.

İstikrar tahvillerinin diğer bir hedefi mali istikrarı sağlamaktır. İstikrar tahvilleri ile Avrupa finansal piyasalarının kriz durumunda kendini çabuk toplayan bir yapıya sahip olması sağlanacaktır. İstikrar tahvilleri ile birlikte katılımcı ülkelerin yeniden finansmana daha kolay ulaşması sağlanacak; riskten kaçınan yatırımcıların oluşturduğu sürü davranışlarının durdurulması ile piyasalarda yaşanacak ani kayıplar engellenmiş olacaktır (EC, 2011: 4).

İstikrar tahvillerinin Avrupa Bankacılığı üzerinde de pozitif etkilerinin olacağını söylemek gerekir. Çünkü bankalar geniş ölçüde kamu tahvili tutar. İstikrar tahvilleri ile bankalar riski düşük, oynaklığı az ve likit varlıklar ellerinde tutmuş olurlar. Tahvillerin likit olması, olumsuz durumda, istikrarlı bir fiyata satılmalarını ya da yeniden finansman için teminat olmalarını sağlar. Bunun yanı sıra bankaların ellerinde tuttuğu kamu tahvilleri aslında önemli bir sinyal mekanizmasını oluşturur.

İstikrar tahvilleri, Avrupa'da bankaların dışında diğer kurumsal yatırımcılar (sigorta fonları, emeklilik fonları…) için de benzer durumu ifade etmektedir. Çünkü bu kurumsal yatırımcılar ağırlıklı kamu tahvili tutma eğilimindedirler (EC, 2011: 4-5).

İstikrar tahvillerinin para transmisyon mekanizması üzerinde de olumlu etkisi bulunmaktadır. Kamu tahvil krizi ile birlikte para transmisyon mekanizması bozulmuştur. Euro ile birbirine yaklaşan ülke tahvil faizleri kriz ile birlikte birbirinden uzaklaşmıştır. Bu da piyasalarda yüksek oynaklıklara neden olmuştur. Bu oynaklıklar piyasa işleyiş mekanizmasını bozmuş ve AMB (European Central Bank - ECM) Menkul Kıymetler Piyasası Programı ile piyasalara müdahale etmiştir. İstikrar tahvilleri ile oluşturulacak bu yeni likit varlık, AMB'nın sorunsuz ve istikrarlı kamu tahvil piyasasına geçişini ve parasal şartların garanti altına alınmasını sağlayacaktır (EC, 2011: 5).

İstikrar tahvilleri, Avrupa'da daha verimli bir kamu tahvil piyasası ile daha geniş bir finansal sistem kurulmasına yardımcı olacaktır. İstikrar tahvilleri likit bir piyasa imkanı sunacaktır. Tek bir ülkenin faizinin ölçüt olması yerine birçok ülkenin faizi ölçüt olacaktır. Likiditenin ve kredibilitenin yüksekliği sebebiyle, düşük faiz kriterlerine ulaşmak mümkündür. İstikrar tahvillerinin risksiz olma özelliği tahvil piyasalarının gelişmesini sağlayacaktır. Ayrıca Euro cinsinden türev piyasalarda çeşitli olanaklar sağlayacaktır. İstikrar tahvillerinin girişi ile birlikte piyasaların güvenliliği ve entegrasyonu hızlanacaktır. İstikrar tahvilleri ile hem kamu hem de özel sektörün finansman maliyetleri azalacaktır. Ekonomilerin uzun vadeli büyüme potansiyelleri de desteklenecektir (EC, 2011: 5).

İstikrar tahvilleri küresel finansal sistemde Euro'nun rolünün artmasında önemli rol oynayacaktır. İstikrar tahvilleri ile Euro'nun küresel finansal sistemde kullanımı artacak ve daha karlı bir para birimi olacaktır. Avrupa ve Amerika finans piyasalarının büyüklükleri birbirine kıyaslanabilecek düzeydedirler. Buna karşılık Euro tahvil piyasasının parçalı yapısı nedeniyle ABD hazine kâğıtları AB'nin tek tek ihraç edilen ulusal tahvillerinden daha ulaşılabilirdir. 1999'dan bu yana ABD hazine kâğıtları piyasası yaklaşık olarak iki kat artmıştır. Bunda likidite faktörünün önemli rolü vardır. Likidite faktörü ABD tahvil piyasasını dünyada seçkin ve ayrıcalıklı bir yere taşımıştır. Ayrıca doların küresel ekonomide rezerv para olması da diğer bir sebeptir. Tüm bu durumlar kurumsal yatırımcıyı ABD piyasalarına çekmeye

yetmektedir. Buna göre istikrar tahvilleri ile geniş hacimli, daha likit bir piyasa ve bunun yanında Euro'nun rezerv para yapılması hedeflemektedir (EC, 2011: 7).

Son olarak, istikrar tahvilleri finansal istikrar ve ekonomik verimlilik gibi yararlar sağlayacaktır. Potansiyel olumsuzlukların giderilmesinde önemli bir araç olması beklenmektedir.

İstikrar tahvillerinin yukarıda belirttiğimiz yararları sağlayabilmesi için önemli ekonomik, hukuki ve teknolojik ön şartlara ihtiyaç duyulmaktadır. Bu ön koşullar AB anlaşmasında bir takım değişiklikleri; parasal birlik ve AB'nin yapısal durumunda bir takım ayarlamaları da beraberinde getirecektir (EC, 2011: 7-8).Bu ön koşulların başında piyasalarda oluşabilecek ahlaki risk meselesinin giderilmesi vardır. Çünkü istikrar tahvilleri ve benzeri araçlarda, katılımcı ülkelerin tahvilleri tek bir havuzda toplanır. Bu şekilde riskin azaltılması ve dağıtılması söz konusudur. Bu durumda, ortak tahvil ihracatı piyasalarda ahlaki risk meselesine yol açmaktadır. Bu yüzden katılımcı ülkelerin mali disiplin eksiklikleri ortadan kaldırılmalıdır. Böylece Avrupa'nın en büyük sorunlarından biri olan bütçe disiplinlerindeki istikrarsızlık meselesi de çözüme ulaşmış olacaktır. Çünkü istikrar tahvilleri bütçe disiplinini desteklemektedir (EC, 2011: 8). Euro'ya geçiş ile birlikte üye ülkelerin tahvil faizleri birbirini yakınsamıştır, ancak ülkelerin bütçelerine baktığımızda bu yakınsamanın çok da haklı olmadığını görüyoruz. Bütün bu istikrarsızlıklara rağmen tecrübeler gösteriyor ki Avrupa'da bütçe disiplini sağlanabilir. Bütçe disiplinini sağlamak ve istikrar tahvilleri ihracı yoluyla oluşacak piyasa disiplinini azaltan faktörleri engellemek için ekonomik yönetimlerde önemli değişiklikler yapılmalıdır (EC, 2011: 8). Avrupa'da bütçe disiplinini sağlamak için atılan önemli adımlardan biri SGP (Stability Growth Pact)'dir. Bunun yanı sıra Euro bölgesi devlet başkanları, hükümetler ve komisyonun önerileri sonucunda 136. Maddeye dayalı iki yeni yönetmelik önerilmektedir:

- Birinci yönetmelik değerlendirme ve denetleme ile alakalıdır. Bu düzenleme ile Avrupa ülkelerinde bütçe planı ve aşırı borçlanma takip edilecektir. Bunun üç hedefi vardır. Birincisi bütçe yapmak için ortak bir zaman bulmaktır. Çünkü bütçelerin uyumu ve denetimin kolaylaşması açısından çok önemlidir. İkincisi çok taraflı bütçe denetiminin

sağlanmasıdır. Üçüncüsü ise aşırı borçlanma prosedürünü düzenlemektir (EC, 2011: 21).

- İkinci yönetmelik düzenlemesi gözetim garantisi sağlamaktadır. Böylece yaşanabilecek bir risk durumu veya ciddi bir finansal bozukluk durumunda Avrupa'nın bundan olumsuz etkilenmesinin önüne geçilebilir (EC, 2011: 21).

Bu iki yönetmelik ve SGP'nin sağlayacağı yapısal değişiklikler Avrupa'da bütçe disiplini sağlamak için yeterli olacaktır. Bu düzenlemeler ile artan gözetim piyasaların garanti altına alınmasına, bütçe yapısının değişmesine ve yeni tahvilin kredibilitesine pozitif yönde etki sağlayacaktır. Gözetimin artması ahlaki riskin sınırlandırılması için gerekli olduğu kadar güçlü bütçe ve etkin maliye politikaları için de büyük önem taşımaktadır. Böylece katılımcı ülkelerin mali durumları ile ilgili somut verilere ulaşılması sağlanmaktadır. Bu doğrultuda sadece zayıf ülkelerin değil bütün ülkelerin bütçe raporları denetlenmektedir. Bu suretle, denetim mekanizması daha aktif hale getirilecektir. Bütçe raporları, mali durumun nasıl olduğu ve ülkelerin sorumluluklarını yerine getirip getirmediği gibi durumların öğrenilmesinde alarm görevi görür. Bu sistem tüm üye ülkelerin borç servislerini güvenilir konuma getirir. Böylece ortak tahvil ödemesi ile ilgili herhangi bir sorun olmayacağının garantisi verilir. Bunların sağlanması için kuralların düzenlenmesinin anayasal düzeyde olması gerekir. Herhangi bir finansal bozulmada ödeme gücü Avrupa Birliği genelinde genişletilir (EC, 2011: 21-22).

İstikrar tahvilleri, makroekonomik göstergelerdeki bozulma, rekabet kaybı gibi kamu maliyesini olumsuz etkileyen durumları, getirdiği politika koordinasyonu ile düzeltmesi mümkün olan en önemli bir araçtır. Bu önlemler ile sürdürülebilir kamu maliyesinin sağlanması hedeflemektedir. Bu önlemler sadece bütçe disiplinine değil aynı zamanda rekabete de katkı sağlamaktadır. Ayrıca bu önlemler istikrar tahvillerinin başarılı olması içinde gereklidir (EC, 2011: 8).

İkinci ön koşul ise, istikrar tahvillerinin beklenen kredibiliteyi sağlaması ve katılımcı ülkelere yarar sağlamasıdır. İstikrar tahvilleri güvenli yatırım aracı olarak tasarlanmaktadır. Bu yüzden yüksek kredi kalitesinin yatırımcılar tarafından kabul edilmesi önemlidir. İstikrar tahvillerinin yatırımcılar tarafından kabulü başarılı olmalarını sağlayacaktır. Bu da rating oranlarına yansıyacaktır. Yüksek rating

oranları piyasalarda olumlu etkiye neden olurken, düşük ratingler ise özelikle fiyatlar üzerinde negatif etkiye neden olacaktır. Bu da tahvile duyulan talebin azalmasına neden olacaktır. Bu nedenle istikrar tahvillerinin yatırımcının desteğini alması için şeffaf ve fiyat garantisi olması gerekir. Diğer taraftan yatırımcıların bu yeni araca şüphe duyması faizinin beklenenden daha yüksek olmasına neden olabilir. Bu yüzden, Avrupa Bölgesi üye ülkelerin istikrar tahvillerini kabul etmesi yüksek kredi kalitesinin sağlanmasında önemli rol oynamaktadır. İstikrar tahvilleri AAA kredi ratingine sahip ülkeler için de gerekli olan yüksek kredi kalitesi garantisi vermektedir. Böylece bu ülkelerin finansal maliyetleri azalacaktır. İstikrar tahvillerinin başarısı ahlaki riskin azalmasına bağlıdır. İstikrar tahvillerinin kredi ratingi öncelikle katılımcı ülkelerin kredi kalitesine ve garanti yapısına bağlıdır (EC, 2011: 8-9).

Üçüncü ön koşul ise AB anlaşması ile tutarlılığın sağlanması meselesidir. İstikrar tahvillerinin piyasalara başarılı bir şekilde giriş yapabilmesi için AB Anlaşmaları ile tutarlılık sağlanmalıdır. Öncelikle istikrar tahvilleri üye ülkelerin "kurtarılması" ile ilgili maddeye aykırı olmamalıdır. Geçerli anlaşma çerçevesinde istikrar tahvillerinin uygunluğu seçilen özel formlara bağlıdır. Anlaşmadaki bazı maddelerin değişmesi gerekebilir. Avrupa Birliği (The Treaties of the European Union -TFEU) işleyişi hakkındaki Antlaşması'nın 125. Maddesi gereği üye ülkelerin birbirlerinin sorumluluklarının alması yasaklanmıştır. Katılımcı ve ortak garanti altındaki istikrar tahvilleri olası bir durumda iflas durumuyla ilgili yasak delinebilir. Böyle bir durumda, anlaşmanın bozulmaması için üye ülke kendi sorumluluğu dışında diğer ülkenin finansal taahhütlerini yerine getirmemesi gerekmektedir. İstikrar tahvillerinin başarılı olabilmesi için sıkı ekonomik ve mali koordinasyona ihtiyacı vardır. Bu yüzden anlaşmada bazı değişlikler yapmak gerekir. Ancak mevcut anlaşma çerçevesinde katılımcı olmayan ve bazı garantiler içeren istikrar tahvilleri çıkartılabilir. Böylece anlaşma üzerinde herhangi bir düzenlemeye gerek kalmaz. Fakat Avrupa Anlaşmasında değişimin bu denli istenmesinin en önemli sebebi İstikrar tahvillerinin olası bir ahlaki risk durumunu engellemek istemesidir (EC, 2011: 11- 12).

İstikrar tahvilleri seçeneklerini üç başlık altında incelemek mümkündür. Bu yaklaşımda önemli olan konular, ulusal tahvil ihracının kısmi mi yoksa tam mı

yapılacağı ve sadece belli garantiler altında mı olacağı yoksa hem belirli garantiler hem de katılımcılığın mı sağlanacağı hususlarıdır. Bu üç yaklaşım şöyle sıralanabilir;

a. Ulusal tahvilin tamamıyla istikrar tahvillerine devri, ayrıca tahvil piyasalarında müşterek ve müteselsil garantinin sağlanması
b. Ulusal tahvilin kısmen istikrar tahvillerine devri, ayrıca tahvil piyasalarında müşterek ve müteselsil garanti sağlanması
c. Ulusal tahvilin kısmen istikrar tahvillerine devri, tahvil piyasalarında münferit garanti

Ulusal tahvilin tamamıyla istikrar tahvilleri devri ayrıca tahvil piyasalarında müşterek ve müteselsil garantinin sağlanması üye ülkelerin ulusal tahvil ihracının son bulması anlamına gelir. Böylece Avrupa Bölgesi'nde tek bir borç ajanı yaratılır. Bu borç ajanı bağımsız olarak çalışır. Bu merkezi sistem piyasalara istikrar tahvilleri ihracatını sağlar ve üye ülkelerin finansal ihtiyaçlarını göz önünde bulundurur. İstikrar tahvilleri tüm Avrupa ülkelerinin katılımı ve sorumluluğu altında piyasaya ihraç edilir. Bu da istikrar tahvilleri yüksek kredi derecelendirmesine sahip olacağı anlamına gelir (EC, 2011: 12).

Bu yaklaşım istikrar tahvillerinin ihracının fayda sağlamasında en etkili yol olacaktır. İstikrar tahvilleri ulusal tahvillerin tam ikamesi olacaktır. Üye ülkelerin ulusal kamu durumlarına bakılmaksızın hepsi için yeniden finansman garantisi sağlanmaktadır. Böylece şuanda ciddi likidite sınırlamaları yaşayan ülkelerin gelecekte de aynı sorunla karışmaları engellenmiş olacaktır. Bu yaklaşım ile daha geniş ve homojen bir piyasa yapısı oluşacak ve risk primi de düşecektir. İstikrar tahvilleri Avrupa Bölgesi için gösterge tahvil özelliği taşıyacak ve aynı zamanda finansal piyasalarda riskin fiyatlandırılmasında yardımcı olacaktır. Kamu tahvillerinde bu yüksek kaliteli tahvil, finansal kurumlar için büyük yarar sağlarken aynı zamanda Avrupa Bölgesi'ndeki finansal sistem ve para transmisyon mekanizmasının iyileşmesini ve güçlenmesine de sağlayacaktır. Bu yaklaşım altında, istikrar tahvilleri ABD tahvil piyasasıyla kıyaslanabilir bir büyüklüğe ulaşacak ve ikinci en büyük likit piyasa olma özelliğini de kazanacaktır. Euro'nun uluslararası piyasada etkinliğinin de artması beklenmektedir (EC, 2011: 13)

Ancak bu yaklaşımın olumsuz yanı ahlaki risk tehlikesi içermesidir. Bu yaklaşımda bazı ülkeler herhangi bir finansal bir maliyete katlanmadan diğer ülkelerden yarar

sağlayabilirler. Bu durumun engellenmesi için kesinlikle bu ülkelerde bütçe disiplininin, rekabetin sağlanması ve makroekonomik dengesizliklerin giderilmesi gibi bir dizi önlemlerin alınması gerekmektedir. Bu durum için ekonomik, finansal ve politik entegrasyon gereklidir. Bunun yanı sıra AB Anlaşmasının 125. maddesine aykırı bir durumdur. Dolayısıyla anlaşmada değişiklik gerektirir. Bu şartlar olmadan istikrar tahvillerinin başarıya ulaşması pek mümkün gözükmemektedir (EC, 2011: 13).

Bu yaklaşımda ihraç edilecek tahvilin çerçevesi de çok önemlidir. Çünkü her ülkede tahviller sadece merkezi yönetim tarafından ihraç edilmemektedir. Bu yüzden bu çerçeve tanımının iyi yapılması gerekmektedir. Bu tanımlamada bölgesel ve belediyeler tarafından ihraç edilen tahviller de dâhil edilebilir; ancak bu durumda tüm bütçe açıklarının bütçe disiplini tarafından kontrol edilmesi gerekir. Diğer yandan sadece merkezi yönetimin ihraç ettiği tahviller olursa, bunlar daha şeffaf ve daha güvenilir olacaktır. Bunun yanı sıra merkezi hükümetlerin verilerine ulaşmak yerel yönetimlerden daha kolay olduğu da diğer bir gerçektir. İstikrar tahvilleri genel olarak merkezi hükûmet tahvillerinin yerini alacaktır. Böyle değerlendirme daha kolay olacaktır (EC, 2011: 13-14).

Bu yaklaşımdaki diğer bir önemli konu ise istikrar tahvillerine geçiş aşamasının hızının nasıl olacağıdır. Bu konuda iki fikir bulunmaktadır. Bunlardan ilki hızlandırılmış giriştir. Hızlandırılmış girişe göre ulusal tahvil hesapları kapatılıp bunların belirli bir miktarı istikrar tahvillerine çevrilir. Bu yöntemin avantajı likit bir piyasa yaratılacak olması ve faiz getiri eğrisinin tamamlanmasının sağlanmasıdır. Eski tahvillerin alınması mevcut durumda yüksek faiz ve yüksek borç oranlarına sahip ülkelerin finansal sorunlarının hafiflemesini sağlayacaktır. Ancak piyasalarda bozulmanın minimize edilmesi için bu dönüştürme oranı çok dikkatli belirlenmelidir (EC, 2011: 14).

Diğer bir alternatif yol, istikrar tahvillerine geçişin kademeli yapılmasıdır. Belli bir kısmını istikrar tahvillerine geçirdikten sonra kalan kısmın dönüşümü ikincil piyasalarda devam edebilir. Bu seçenekte eski tahviller, istikrar tahvillerine kademeli olarak devredilir. Böylece yatırımcıların bu yeni enstrümana alışması sağlanabilir. Bu suretle, piyasanın bozulma riski de azalır. Ancak bu seçenekte istikrar tahvillerinin olgunlaşması zaman alacaktır. Bu da istikrar tahvillerinden beklenen yararların uzun vadede alınacağını gösterir. (EC, 2011: 14).

İkinci yaklaşıma göre; istikrar tahvilleri için müşterek ve müteselsil garanti sadece bir kısmı için verilecektir. Bu seçenekte hem istikrar tahvilleri hem de ulusal tahviller söz konusu olacaktır. Ortak tahvil fikrinde bu yaklaşım "mavi ve kırmızı tahvil" olarak da bilinir hale gelmiştir. Bu yaklaşımda Avrupa Tahvil piyasası iki bölümde incelemek mümkündür. Buna göre;

İstikrar tahvilleri (mavi tahvil): Bu tahvil türü müşterek ve müteselsil garantinin yanı sıra her ülke için belirli oranda yeniden finansmanı ima eder. Bu tahvil belirli sınırlar dâhilinde ihraç edilir. Bu oran GSYİH'nın %60'nı içermektedir. Bu tahvil seçeneğinde, tüm katılımcı ülkelerin yeniden finansman ihtiyaçlarının karşılanması hedeflenmez. (EC, 2011: 14).

Ulusal kamu tahvili (Kırmızı Tahvil): Üye devletlerin bütçelerinin geri kalanını finanse etmek için çıkaracakları, kendi ulusal düzeydeki tahvilleridir. Bu tahviller ulusal düzeyde garanti kapsamı altındadırlar. Her ülke için ulusal tahvil ihraç etme büyüklüğü ortak ihraç edilen istikrar tahvilleri büyüklüğüne bağlıdır. Bu tahvil piyasasının büyüklüğü, ihracatı ve ülkenin kredi kalitesi bu tahvillerin ülkeye özgü likidite, kredi özellikleri ve faiz farklarına bağlı olacaktır. Bu ulusal tahvillerin çoğu kredi riski içerecektir. Ulusal tahviller üzerindeki piyasa baskısı piyasa disiplinini sağlayacaktır (EC, 2011: 14).

İstikrar tahvilleri ve ulusal tahvillerin çıkartma oranlarının nasıl belirleneceğine ilişkin çeşitli öneriler vardır. Bunlardan ilki, basit kurala dayanan sistemdir. Buna göre istikrar tahvilleri GSYİH'nın %60 oranını geçmemelidir. Önemli olan konu ulusal tahvilin ihraç miktarıdır. Bu ulusal borcun ne kadar risk alacağı anlamına da gelmektedir. Ulusal tahvillere yoğunlaşmış kredi riskini doğurur. Bu da istikrar tahvilleri ile elde edilecek likidite yararlarını olumsuz etkiler, bu yüzden ulusal tahvil miktarı ihtiyatlı bir şekilde ayarlanmalıdır.

İkinci öneri ise politika uyumu ile bağlantılı esnek sistemdir. Buna göre; istikrar tahvilleri ihracı belirtilen sabit bir oranda olabilir; ancak zaman içerisinde hükümetlerin kural ve tavsiyelere uyması şartıyla bu oranın sabit olmayıp politikaya göre şekillenmesi gerektiği savunulmaktadır. Örneğin, bu sistemde otomatik bir denge gereği, eğer üye devlet düşük performans gösteriyorsa, payı azalacaktır (EC, 2011: 15).

İstikrar tahvilleri ihraç tavanı belirlenirken piyasanın kredibilitesi dikkate alınmalıdır. Mavi tahvil ihracı tükendikten sonra üye ülkeler için finansman maliyeti artacaktır. Bu da tavan seviyesinin artırılması için politik baskılara neden olabilir. Ancak bu baskılara karşı güçlü önlemler alınması önerilmektedir. Çünkü tavan miktarında yapılabilecek bir yumuşama beklentisi bile piyasalarda mavi ve kırmızı tahviller disiplinini bozabilir. Piyasa disiplini için bu kriterlerin katılığı çok önemlidir (EC, 2011: 15).

Esnek yaklaşım altında ön koşullar daha az bağlayıcıdır. İstikrar tahvilleri tavan seviyesinin yayınlanması ile piyasa disiplini sağlanarak ahlaki risk oluşumu azaltılacaktır. Bununla birlikte ahlaki risk, piyasa disiplini ve bulaşıcı risk arasındaki ilişkiden dolayı istikrar tahvilleri için tavan seviyesi belirlemek pek de kolay gözükmemektedir. İstikrar tahvilleri tavan seviyesini düşük tutmak ahlaki risk sorununu sınırlasa da ulusal tahvil ihracının artması ve bunların sorumluluklarını yerine getirmeme riski ülke ekonomilerini olumsuz etkileyecektir. Olumsuzlukla ortaya çıkan risk bulaşıcılık etkisiyle tüm Avrupa'ya yayılabilir. İstikrar tahvillerinin tavan seviyesinin yüksek olması durumunda ise ahlaki risk artar ancak ulusal tahvillerin yaratacağı olumsuz etkiler azalır. Mali disiplin ve ekonomik rekabet için istikrar tahvilleri ihracatı desteklenmelidir. Çünkü tavan seviyesinin seçimi istikrar tahvillerinin kredi kalitesini belirleyecektir (EC, 2011: 16).

Bu yaklaşıma göre istikrar tahvillerine geçişin nasıl olacağına baktığımızda; burada da ilk olarak hızlandırılmış şekilde piyasaya sürülme şeklini görüyoruz. Bu geçiş türünde hükümet tahvilleri istikrar tahvilleri ile değiştiriliyor. Bu hızlı geçiş ile birlikte faiz eğrisi tamamlanacak ve piyasada likidite sağlanacaktır. Değişim tavan seviyesine ulaşınca ulusal hükümetler ulusal tahviller çıkaracaklardır. Şuan ki piyasa şartları altında bu durum bazı ülkeler için engel oluşturacaktır (EC, 2011: 16).

Kademeli geçiş türünü incelediğimizde ise, bu geçiş türü uzun yıllar alabilir. Ancak piyasanın bu yeni araca uyum sağlaması, reformlarını yapması üye ülkeleri daha sağlam bir konuma getirecektir. Sürecin uzun olması yüksek borçlu ülkelerin durumunun daha kötüye gitmesine neden olabilir (EC, 2011: 16).

Bu yaklaşımda da birinci yaklaşım gibi, AB anlaşmasında değişikliklere ihtiyaç duyulur. Ancak ekonomik ve finansal sitemde yapılacak değişiklikler daha az olacaktır. (EC, 2011: 16-17).

Sonuç olarak, finansal istikrar, para transmisyon mekanizması ve Euro'nun uluslararası piyasalarda rolü için benzer yararlar sağlayacaktır. Bütün bunlara rağmen istikrar tahvillerinin ulusal tahvilleri tam ikame olarak düşünüldüğü sisteme göre daha az başarılı olacaktır. Bu yaklaşımda, istikrar tahvillerinin piyasada tutunma aşaması uzun yıllar alabilir; ancak piyasaya girdiğinde üye ülkeler tarafından kolaylıkla elde edilecektir. İstikrar tahvillerinin ihracı tavan seviyesine ulaştığında ulusal tahvillerin çıkartılmasında gerekli yapısal ve bütçe disiplini çalışmaları yapılmış olmalıdır. Ulusal tahviller için gerekli güven ve garanti sağlanmalarıdır. Yeni çıkan bu tahvillerin faizleri yeni çıkmış tahvil statüsüne bağlı olarak yükselecektir. Eğer piyasadaki tüm tahviller istikrar tahvilleri özelliğinde ihraç edilseydi; sunulan bu tahvillerin likiditesinin daha az olması beklenirdi. (EC, 2011: 15- 16).

Üçüncü yaklaşıma göre, ulusal tahvillerin yalnızca bir kısmı istikrar tahvillerine dönüştürülmektedir. Katılımcı ülkeler sadece belirli oranda münferiden (Several but not Joint) garanti verilecektir. Bu yanları ile ikinci yaklaşımdan farklı olmasına karşın tahvilin ihracı tavanın belirlenmesi gibi konularda benzer hareket etmektedir (EC, 2011: 18).

Bu yaklaşımda yararın daha az olmasına karşın uygulanması diğer yaklaşımlara göre daha az ön koşula gerektirir. Önemli garanti şartları getirse de katılımcı garantisinin olmaması ahlaki risk durumunun oluşmasını azaltmaktadır. Üye ülkelerin diğer üye ülkelerden yarar sağlaması bu yaklaşımda pek de mümkün gözükmemektedir. Buna karşın piyasaya sıkı denetim getirilmektedir. Böylece istenmeyen finansal davranışlar için güçlü caydırıcı politikalar oluşturulacaktır. Bu yaklaşım piyasa etkinliğini gerçekleştirmede ve finansal istikrar konusunda sınırlı kalmaktadır. Bu yaklaşım krizin etkilerini azaltma konusunda ilk iki yaklaşımın sağladığı verimi sağlayamamaktadır (EC, 2011: 18). Bu yaklaşımda asıl mesele garantinin doğası gereği istikrar tahvillerinin desteklenmesidir. Kredi ile ilgili olası bir olumsuz durumda, ülkeler kredi derecelerine bağlı olarak istikrar tahvilleri tarafından desteklenecektir. Bu durum düşük kredi kalitesine sahip ülkeleri teşhir edecektir. Bu durum diğer kredi derecesi iyi olan ülkeleri de olumsuz etkileyecektir. Çünkü yatırımcıların bu araca duyduğu güven sarsılacaktır (EC, 2011: 19).

Bu tahvil türünün diğer bir avantajı hızlı sonuçlara ulaşılmasıdır. Bunun nedeni herhangi bir anlaşma değişikliğine ihtiyacın olmamasıdır. Ancak ek kurallar bu tahvilin başarıya ulaşmasına yardımcı olabilir (EC, 2011: 19).

Tablo 4.4: İstikrar Tahvilleri Karşılaştırma Tablosu

	YAKLAŞIM 1	YAKLAŞIM 2	YAKLAŞIM 3
İstikrar tahvillerinin ulusal tahvilleri ikamesi	Tam	Kısmi	Kısmi
Garanti yapısı	Müşterek ve müteselsil	Müşterek ve müteselsil	Münferit
Ahlaki risk	Yüksek	Orta; fakat mali disiplin için piyasa teşvikleri var	Düşük; Mali disiplin için güçlü piyasa teşvikleri var
Finansal Entegrasyon	Yüksek	Orta	Düşük
Euro'nun global piyasada yerinin artırılması	Yüksek	Orta	Orta
Finansal istikrar	Yüksek	Yüksek; ancak ulusal tahvil çıkarımı sürdürülebilir miktarda olmalıdır	Düşük; ancak krizin etkilerinin azaltılması için etkili bir yöntemdir
Likidite	Yüksek	Orta	Düşük
Ülkeler arası değişim	Yüksek; Güçlü ülkelerden zayıf ülkelerin lehine	Düşük	Etkisiz
AB anlaşmasında değişlik gerekli midir?	Evet; Anlaşma değişebilir	Evet; Anlaşma değişebilir	Hayır; Anlaşmanın değişmesi gerekmez
Minimum uygulanma süresi	Uzun	Orta	Kısa

Kaynak: EC Makalesine göre tarafımca düzenlenmiştir

Yukarıda üç yaklaşıma ait durum karşılaştırmalı olarak anlatılmıştır (EC, 2011: 19). Genel olarak üç yaklaşımı ele aldığımızda, birinci yaklaşımın başarı olasılığı daha yüksektir. Bu başarı, piyasalarda daha fazla finansal bütünleşme ve daha fazla istikrarın sağlanmasından kaynaklanmaktadır. Fakat bunun için uzun bir zaman dilimi gerekmektedir. Bunun aksine üçüncü yaklaşım ise birinci yaklaşımın aksine daha kolay uygulanacak öneridir. Birinci yaklaşımdan üçüncü yaklaşıma

gidildiğinde ahlaki risk azalıyor: ancak bununla birlikte bu yeni varlığın kredi kalitesi de azalıyor. İki durum aynı anda gerçekleşmiyor.

İstikrar tahvillerinin uygulama sorunlarını beş ana başlıkta inceleyebiliriz. Bunlar organizasyon yapısının kurulması, ESM ile ilişkisi, kanuni uyum, dokümantasyon - piyasa yapışkanlığı ve muhasebe hesap sorunlarıdır. Bütün sorunlar içinde organizasyon yapısı sorunları çok önemli bir yer tutmaktadır. Organizasyon yapısı için bir takım teknik konularda gerekli kararlar alınmalıdır. Fonlama operasyonlarının merkezi olacak olan Borç Yönetim Ofisleri'nin (Debt Management Office- DMO) nasıl kurulacağı, yapısının nasıl olacağı, fonksiyonların nasıl yerine getireceği önemli sorulardandır. Bu merkezi yapının başarılı olması için kurallara ve yüksek koordinasyona ihtiyaç vardır. Merkezi sistem ulusal tahvillerin ihracını engelleyeceği için ülkelerin finansal ihtiyaçlarına yanıt verilebilmesi için ülkelere konuyla ilgili bilgi iletimini tam yapmalı ve ihraç miktarı daha önceden planlanmalıdır. Merkezi ihraç ajanının oluşturulması için çeşitli seçenekler düşünülebilir. Avrupa Komisyonu, Borç Yönetim Ofisi gibi hizmet verebilir. İstikrar tahvilleri piyasaya giriş şekline ve krizin yönetimi için gerekli olabilecek miktara karar verebilir. EFSF ve ya ESM Borç Yönetim Ofislerine dönüştürülebilir. Yeni bir Borç Yönetim Ofisi yaratılabilir. Ancak bunun yapılması biraz zaman alabilir. İstikrar tahvilleri ile ilgili her detay önceden planlanmış olmalıdır.

Önemli teknik sorun, merkezi sistemin üye ülkelere nasıl borç vereceğidir. Bunun için iki seçenekten bahsetmek mümkündür.

a. Direkt borç alma durumu: Bu durumda üye ülkelere borç anlaşması doğrultusunda fonlama yapılır,
b. Direkt satın alma durumu: Bu seçenekte, anlaşma üzerinde belirtilen miktar DMO tarafından birincil piyasalardan satın alınır ve böylece piyasa fonlaması yapılabilir (EC, 2011: 23- 24).

Diğer bir organizasyon sorunu da tahvil ödemelerinin nasıl yapılacağıdır. Bunun en düzgün yolu tahvil ödemelerinin ulusal yetkililer tarafından yapılmasıdır. Ancak burada piyasa katılımcılarına borcun zamanında ödeme garantisinin verilmesi ve borcun ödenmesinde herhangi bir gecikmenin yaşanmayacak olması çok önemlidir. Bu yüzden Borç Yönetim Ofislerinin istikrarlı ve öngörülebilen gelirler ile donatılması şarttır. Üye ülkelerin aldıkları bu sorumlulukları karşılayabilmesi için

gerekli teminatlarının ya da nakittin olması gerekir. Ulusal borç yönetim ofisleri aynı zamanda uluslararası mali sistemin de bir parçasıdır. Ancak vergi sistemi hala hükümetlerce desteklenmektedir (EC, 2011: 23-25).

Son organizasyon sorunu ise üye ülkelerin istikrar tahvilleri yönetimi için likit yönetimine ihtiyacı olmasıdır. Üye ülkelerin ödeme akışlarının tam olarak eşleşmesi imkânsızdır. Bu nedenden dolayı istikrar tahvilleri için günlük likidite yönetimine ihtiyaç vardır. Diğer bir seçenek ise, istikrar tahvillerin orta vadeli bir araç olmasıdır. Böylece ulusal hükümetlerin ödeme yükümlülüklerini yerine getirme olanakları artar (EC, 2011: 25). Sonuç olarak organizasyon yapısının kurulma aşaması çok önemlidir. Ülkeler arası bütünleşmenin artması için prosedürlere ihtiyaç vardır. Bunlar içinde kriterlerin geliştirilmesi ve bu kriterlerin tamamlanması gerekmektedir (EC, 2011: 25).

İkinci sorun ise istikrar tahvilleri ve ESM arasındaki ilişkidir. İstikrar tahvillerin yönetimi için ajans kurulurken, ESM ile yapacağı iş bölümünün açık bir şekilde tanımlanması gerekir. ESM'nin başlangıç aşamasında gereksiz olduğu düşünülebilir. Çünkü ortak tahvil, mali disiplin ile desteklenmekte, finansal düzenlemeleri yapmakta ve bunun yanı sıra herhangi bir olağandışı durumda ek finansman sağlamaktadır. Ancak bütün bunlara rağmen borç yönetimi ile finansman yönetimi arasında oluşabilecek bir rol kargaşalığında ESM devreye girmelidir. Bu yüzden ESM olağanüstü borçların organizasyonu ve karşılanması gibi konuları yönetmek için kalabilir. ESM'nin piyasada etkinliği istikrar tahvilleri seçeceklerine göre değişmektedir. Birinci yaklaşım için ESM gereksiz olarak düşünülebilir. Çünkü birinci yaklaşımda üye ülkelerin olağan ve olağandışı finansman ihtiyaçları tam olarak karşılanmaktadır. Ancak bu durum yaklaşım 2 ve yaklaşım 3 de yaklaşım 1 kadar açık belirtilmemiştir (EC, 2011: 25).

Üçüncü sorun ise, istikrar tahvillerinin ihracında yasal dayanaklara uyumluluk konusudur. Hâlihazırda ulusal tahviller ulusal kanunların altında ihraç edilmektedir. Avrupa'da ortak tahvil AB hukukunda yer almamaktadır. Uluslararası tahvil çıkartılırken ABD ve İngiliz kurallarının kullanılması sıkça görülen bir durumdur. Ancak bu durum AB'de problemlere neden olabilir. Çünkü bu hukuk sistemi, üye ülkelerin hukuk sistemi anlayışlarından farklıdır (EC, 2011: 25).

Dördüncü sorun ise dokümantasyon ve piyasa alışkanlıkları ile ilgilidir. Finansman seçeneklerine karar verilmesinde, güvenlik özellikleri ve piyasa eğilimlerine ihtiyaç duyulacaktır. Tahvil satan kurumun konsorsiyum sağlayarak açık artırma yöntemiyle satması, fiyat güvenliği ve daha öngörülebilir bir piyasa için avantaj sağlayacaktır (EC, 2011: 25).

Beşinci ve son sorun ulusal muhasebe kuralları ile ilgilidir. İstikrar tahvilleri için muhasebe hesaplarının daha şeffaf olması gerekir. Özellikle değişik garanti şartları altında, Borç / GSYİH oranın istikrar tahvillerini nasıl etkileyeceğinin hesaplanması önemli bir konudur (EC, 2011: 26).

Sonuç olarak istikrar tahvilleri, üye ülkelere birçok önemli avantaj sağlar. Özellikle iç piyasanın derinleşmesinde ve sermeye ödemeleri konularında piyasaları daha verimli hale getirir. Artan istikrar ile mali sektör olumsuz şoklara karşı daha dirençli bir hale gelir. Getirdiği yeni değişikliklerle bütçe disiplinin sağlanmanın yanı sıra ulusal düzeyde ekonomik rekabeti de artırıcı etki yapar. Ulusal bütçeler için AB'nin kontrol oluşturmasını gerekli kılar. Böylece oluşabilecek ahlaki risk problemi minimize eder. İstikrar tahvilleri tek bir yaklaşım ile değil, piyasada oluşabilecek üç yaklaşımı, bu yaklaşımların nasıl oluşacağı, ön şartlarının neler olacağı ve piyasayı nasıl etkileyeceği bu makalede derinlemesine incelenmiştir (EC, 2011: 26-27).

5. SONUÇ

Bu çalışmada, Avrupa Borç Krizi ve ortak tahvil piyasası önerileri üzerinde durulmaktadır. İncelemelerimize göre, AB'nin en önemli sorunu sağlıklı işleyen ortak ekonomi politikalarına sahip olmamalarıdır. Sağlıklı ekonomi politikası için ortak para ve maliye politikaları olmazsa olmazdır. Ortak ekonomi politikaları için maliye politikalarındaki uyumlaştırma çabaları ve para politikalarındaki birliktelik yetersiz kalmıştır. Bu yüzden Avrupa kamu maliyesini disipline edecek çözüm önerileri üzerine çalışmaktadır.

Çalışmada, küreselleşmenin dünya ekonomileri üzerindeki önemli etkileri gösterilmektedir. Bu etkiler, ekonomik düzen üzerinde büyük değişmelere neden olmuştur. Bunlardan ilki, krizlerin küreselleşmenin de etkisiyle sadece o ülkenin sınırları içinde kalmaması, o ülke ile ekonomik ilişkileri olan tüm ülkeleri etkilemesidir. Küreselleşmenin getirdiği diğer bir değişim ise hem finansal hem de ekonomik kaynakların hareketliliğini artırmasıdır. Son olarak küreselleşme ile artık üretim değer zinciri değişmiştir. Bu yeni sisteme göre üretim aşamalara bölünüp, her aşama üretim maliyetinin en düşük olduğu yerde üretilmektedir. Küreselleşmenin getirdiği, bu yeni durumlar ülkelerin ekonomik ilişkilerini daha da karmaşık hale getirmişlerdir.

Çalışmanın, İlk bölümünden çıkarılacak diğer bir sonuç ise AB'nin yapısal sorunlarını yeterince önemsemediği, sorunları kökten çözmek yerine, sorunlar için kısa vadeli çözüm önerileri geliştirmiş olduğudur. Kriz Avrupa'ya artık uzun vadeli ve etkin çözüm önerileri sunması gerektiğini bir kez daha hatırlatmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümü krize karşı alınan genel önlemler üzerinedir. AB, bu kriz ile birlikte büyük bir sınava tabii tutulmuştur; ancak bu sınavda pek başarılı olamamıştır. Kriz önlemlerini incelediğimizde Avrupa hem ABD Krizi'ne hem de kendi krizine

verdiği tepkide gecikmiştir. Özellikle Avrupa Krizi'nin bu denli uzun vadeli ve şiddetli olmasının altında, birliğin güçlü ülkelerinin, zayıf ülkelere yardım etmekte gecikmeleri yatmaktadır. Bu dönemde, krizi yönetenler birlik olmanın zorluklarıyla karşı karşıya kalmışlardır. Çünkü karar mercileri karar verirken hem güçlü hem de güçsüz devletlerin vatandaşlarının tepkilerine göre karar vermek durumundadırlar. Bu durum aslında tek başına ortak ekonomi politikalarının, ülkeleri birbirine ülkeleri bağlamakta yeterli olmadığını, ortak tarihin, siyasetin, kültürün de ne kadar önemli olduğunu ortaya koymaktadır. Alınan önlemleri incelediğimizde önlemlerin ağırlıklı olarak geleneksel olmayan politikalardan oluştuğu görülmektedir. Bunun en önemli nedeni finansal ve ekonomik sistemlerin karmaşıklaşması ve geleneksel çözüm önerilerine tepki vermemesidir. Bu önlemler Avrupa Krizi için geliştirilmiş olup başarısının garantisi yoktur. Alınan önlemlerin etkilerinin yüksek olmaması da krizin süresinin uzamasına neden olmuştur.

Çalışmanın son bölümü ise finansal istikrar için önerilen ortak tahvil piyasası önerileri üzerinedir. Ortak tahvil piyasası, önerileri spesifik bir çözüm çabasıdır. Ortak tahvil piyasası krizin çözümü için bir anahtardan çok krizin etkisini azaltmaya ve oluşabilecek yeni krizleri engellemeye yöneliktir. Ortak tahvil piyasası uygulaması, Avrupa'da mali birliktelik için kilit noktasıdır. Çünkü Kriz sonrası Avrupa'da bile hala ortak maliye politikasına sıcak bakılmamaktadır. Bu sebepten, ortak tahvil piyasası hareketi, piyasaları bu duruma alıştıracak önemli bir uygulamadır. Ayrıca ortak tahvil piyasası önerisi hem para hem de maliye politikaları üzerinde direkt etkilerinin olması ve tahvil piyasalarının maliye politikalarının büyük bir çoğunluğunu oluşturması sebebiyle de büyük önem arz etmektedir.

Ortak tahvil piyasası önerisi, maliye politikalarını disipline etme ve yaşanan krizler sonrasında yatırımcının değişen bakış açılarına uygun varlıklar yaratma fikrine dayanmaktadır. Değişen bakış açıları, yatırımcıların güvenli limanlarda olmak istediklerini göstermiştir. Dolasıyla bu yeni araç global yatırımcılara güvenli liman hizmeti sunmaktadır. Böylece, Euro rezerv para olacak, istikrar kazanacak ve Avrupa'nın ekonomik hacmini büyütecektir. Böylece Avrupa ekonomisi, yapısal ve konjonktürel sorunlara karşı daha güçlü olacaktır.

Ortak tahvil piyasası fikrinin başarıya ulaşması için en önemli şart birlik içindeki büyük ve güçlü ekonomilerin bu yeni duruma tam destek vermesinden geçmektedir.

Ancak bu ülkeler, bu yeni oluşumun piyasalarda ahlaki riske neden olacağını düşünmektedirler. Ortak tahvil piyasasında, ahlaki risk meselesi, yeni tahvillerin garanti kapsamlarının geniş olmasından kaynaklanmaktadır. Garanti kapsamının geniş olması bu sistemin istenilen başarıya ulaşması için olmazsa olmazdır. Ahlaki risk kavramı özellikle güçlü ülkelerin vatandaşları tarafından bu durumun zayıf ülkeler için bir ödül olarak algılanmasına neden olacağı için istenmemektedir. Bu nedenle güçlü ülkeler şartlarının kabul edilmesi şartıyla bu duruma sıcak bakmaktadırlar. Ancak bu şartlar zayıf ülkelerin maliye politikalarını disipline etmeye ve kemer sıkmaya yönelttiği için zayıf ülkelerin vatandaşlarından olumsuz tepki almaktadır. Aslında bu karşılıklı tepkiler gösteriyor ki; meselenin ekonomik tarafından çok sosyal tarafında sıkıntı var. Milletler, birlik çatısı altında olsalar da aslında tam anlamıyla bir birlik olamamışlardır. Bu durumda, milletleri birbirine bağlayan sadece ekonomi politikaları olmadığının başka bir göstergesidir. Ortak tarih, dil gibi sosyal unsurların önemi ortaya çıkmaktadır.

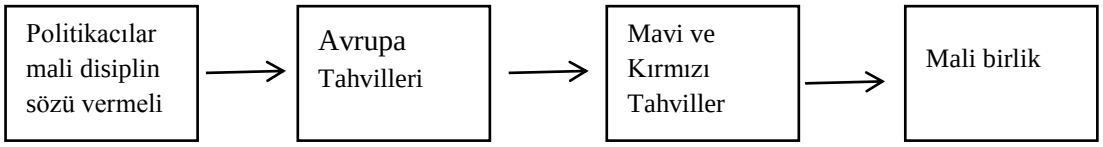
Ayrıca bu yeni tahvil piyasasının getirdiği yeniliklerin yanında belirsizlikler ve bu belirsizliklerin yaratığı kafa karışıklıkları da yer almaktadır. Bu kafa karışıklıklarına teker teker inecek olursak; bu yeni sistemde artık ülkelerin AAA kredi derecelendirme notuna sahip ülkelerden bile daha ucuza borçlanacağı sunulsa da bu durumun ne kadar sürede gerçekleşeceği, piyasa aktörlerinin bu yeni varlığa nasıl cevap vereceği ve istenilen koşullara ne kadar sürede gelineceği bilinmemektedir. Bu durumda, AAA kredi notuna sahip ülkelerin daha yüksek borçlanmasına neden olacağı gibi sürenin bilinememesi bu durumun maliyetinin ne kadar olacağının da belirlenmesini engellemektedir.

Bilindiği üzere, ekonomilerde kamu harcamalarının önemli etkileri vardır. Kamu harcamalarında da tahviller önemli bir yer tutar. Bu yeni sistemde ihraç edilecek tahvilin miktarının bilinmemesi diğer bir sıkıntıdır. İhraç miktarının düşük olması, kamu harcamalarının azalmasına, bu azalma da ekonominin küçüleceği anlamına gelmektedir. Çünkü ekonomik büyümelerde kamu harcamaları önemli yer tutmaktadır.

Bu tahvilleri, ihraç eden otoritenin siyasiler tarafından etkilenmesinin önüne geçilse de bu otoritelerin bağımsızlıklarının nasıl denetleyeceği hala belirsizliği olan diğer bir konudur. Çünkü kriz bize birlik üyesi ülkelerin getirilen uyumlaştırma ve düzenleyici kurallara uymadıklarını göstermiştir. Dolaysıyla yeni denetim

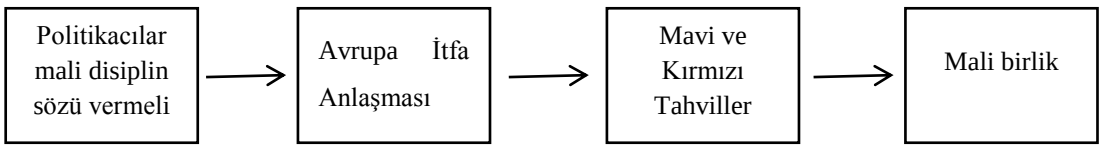
mekanizmasının güvenirliliği çok önemlidir. Bunun nasıl sağlanacağı tam olarak anlatılmamıştır.

Belirsiz olan diğer bir konu ise piyasaya bu tahvilin nasıl çıkarılacağıdır. Tahvillerin tek seferde ve aşamalı olarak çıkartması yönünde iki farklı görüş sunulmuştur. Tek sefer de ihraç edilmesinin daha hızlı bir etki oluşturacağını savunan akademisyenlerin yanı sıra aşamalı olarak ihraç edilmesinin, bu yeni varlığa olan adaptasyonu kolaylaştıracağı ve piyasaları pozitif etkileyeceğini savunmaktadırlar. Claessens – Modyve Vallee çalışmalarına baktığımızda bu duruma örnek olacak iki birleşik uygulama aşağıdaki gibidir.



İlk öneriyi incelediğimizde ilk önce politikacıların mali disiplini sağlayacaklarını taahhüt etmesi isteniyor. Bunun için de İstikrar ve Büyüme Paktı (SGP) kuralları ve mali bütünleşmenin uygulanması isteniyor. Daha sonra ise ilk aşama olarak Avrupa tahvillerine geçilmesi öneriliyor. Bunun en önemli nedeni Avrupa tahvillerinin hızlı bir giriş aşamasının olması ve çok fazla ön şart gerektirmemesidir. Ayrıca bu önlem küçük boyutlu olmasına rağmen banka ve tahvil piyasası arasında kısa sürede bağlantı kuracaktır. Bu aşama tamamlandıktan sonra ise mavi ve kırmızı tahvil aşamasına geçilmelidir. Böylece deneyimlerin artması, tahvil piyasalarının olgunlaşmasıyla piyasa alanın genişlemesi sağlanacaktır. Bu aşamada AB anlaşmasında bir takım yeni düzenlemelere gidilebilir. Bu aşamadan sonra son aşama mali birlik aşamasıdır. Bu aşama ile ülkelerin bankalarının mali durumlarının daha fazla şeffaf ve hesap verebilir olması sağlanacaktır. Bütün bu sürecin toplamda beş yıl sürmesi beklenmektedir (Claessens, Mody, Vallee, 2012: 22).

İkinci öneriyi incelediğimizde ise; bu önerinin başlangıcında da politikacıların mali disiplini sağlayacaklarını taahhüt etmeleri isteniyor. Bunun için de Büyüme ve İstikrar Paktı (SGP) kurallarına uyma, mali bütünleşmenin uygulanması ve buna ek olarak hükümetlerin hesap verebilirliğinin kanunlarla sağlanması isteniyor.



Bu aşamalar tamamlandıktan sonra ilk önce Avrupa İtfa Anlaşması'nın kullanılması öneriliyor. Avrupa İtfa Anlaşması önerisine göre katılımcı ülkelerin 25 yıl sonra GSYİH borç oranı %60'ın altına düşecektir. Bu borç sınırı sağlandıktan sonra diğer önerilerden biri devreye girebilir. Devreye girecek önerilerin başında mavi ve kırımızı tahvil şeklinde piyasaya adapte edilmesi gerekmektedir. Bu sistemin güvenliği ve devamlılığı için Avrupa Anlaşması üzerinde gerekli düzenlemeler yapılmalıdır. Bütün bu aşamaların başarıyla tamamlanması AB'yi mali birlik dönemine geçirecektir (Claessens, Mody, Vallee, 2012: 23).

Ortak tahvil piyasası önerileri birlikte kullanılarak çok farklı kombinasyonlar elde etmek mümkündür. Bu kombinasyonlar ile önerilerin birbirini tamamlaması ve daha sağlıklı bir mekanizmanın oluşturulması hedeflenmiştir.

Ortak tahvil piyasası avantajları ve dezavantajları ile birlikte incelendiğinde, avantajlarının ekonomilere önemli değerler katacağı şüphesizdir, dezavantajlarına baktığımızda bunlar bazı kısıtlar getirilerek engellenebilir ya da etkisi azaltılabilir durumlardır. Ancak Avrupa Birliğinin gerek ortak maliye politikası uygulaması gerekse ortak tahvil piyasasına geçmesi önündeki en önemli engel siyasilerden kaynaklanmaktadır. Siyasiler kamu politikaları ile ellerinde tuttukları gücü paylaşmak istememektedirler. Bu durumun altında, siyasiler bu güçle ekonomiye sınırlı müdahale hakkını da aslında ellerinde tutmak istemeleri ve bu haklardan vazgeçmek istememeleri yatmaktadır

Bilinen bir gerçektir ki; Avrupa Birliği, birlik olarak devam etmek istiyorsa öncelikle birlik yapısını güçlendirmelidir. Avrupa'nın sosyal yapısının güçlendirme gerekliliği çok önemlidir. Unutulmamalıdır ki krizin faturasının bu kadar ağır olmasında ülkelerin ulusal çıkarları doğrultusunda zayıf ülkelere yardım etmemesi yatmaktadır. Avrupa tekrar bu hatayı yapmamalı bir birlik olarak karar almalıdır. Çünkü Avrupa Birliğinden zayıf ülkelerin çıkartılması ya da birliğin dağılmasının güçlü ülkelere maliyeti daha yüksek olacaktır. Ortak tahvil piyasası fikri akademik olarak başarılı bir proje olsa da uygulama sorunları yaşayan bir projedir.

KAYNAKÇA

Akbaş, Gökşen. Apar, Altan. [14.09.2010]. Avrupa 2020 Stratejisi: Akıllı, Sürdürülebilir ve Kapsayıcı Büyüme için Avrupa Stratejisi. T.C Başbakanlık Avrupa Birliği Sekreterliği Sosyal, Bölgesel ve Yenilikçi Politikalar Başkanlığı. Bilgi Notu: http://www.abgs.gov.tr/files/SBYPB/yayinlar/avrupa_2020_stratejisi.pdf.

Alsakka, Rasha. Gwilym, Owain ap. (2011). Rating Agencies' Signal During the European Sovereign Debt Crisis: Market Impact and Spillovers, **Journal of Economic Behavior & Organization**. vol:85: 144-162.

Arnold, J.M Ivo. (2012). Sovereign Debt Exposures and Banking Risks in the Current EU Financial Crisis, **Journal of Policy Modelling.** vol:34: 906-920.

Asimakopoulos, I. Athanasoglou, P. (2009). Revisiting the merger and acquisition performance of European banks. **MPRA.** MPRA No: 31994http://mpra.ub.uni-muenchen.de/31994/

Bagus, Philipp. (2010). **The Tragedy Of The Euro**. Ludwig Von Mises Institute, http://mises.org/books/bagus_tragedy_of_euro.pdf [09.07.2011].

Bakar, Feride. Tokatlıoğlu, Yıldız, Mircan. (2012). Küresel Finansal Kriz Sürecinde Avrupa Birliği Vergi Politikaları. **Maliye Dergisi.** Sayı: 163, Temmuz- Aralık 2012: 481-504.

Bayoumi, Tamim. Richard, Harmsen. Jarkko, Turunen. (2011). Euro Area Export Performance and Competitiveness. IMF Working Paper, http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11140.pdf [14.07.2011].

Collignon, Stefan. Eurobonds: The Financial Equivalent of The Single Currency. **European Parliment Compilation of Notes for the Monetary Dialogue.** March 2011: 17-41.

BDDK. (2010). **Risk Bülteni.** Risk Yönetimi Dairesi. http z://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Risk_Bultenleri/8588bulten_ekim_2010.pdf.

BDDK. (2012). **Risk Bülteni.** Risk Yönetimi Dairesi. http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Risk_Bultenleri/10603riskbulteni_ocak12_s13.pdf.

Bocutoğlu, Ersan. Ekinci, Aykut. (2009), Genel Teori, Küresel Krizler ve Yeniden Maliye Politikası. **Maliye Dergisi**. Sayı 156: 66-82.

Brunnermeier, K. Markus, Garicano Luis. Lane, R. Philip. Pagano, Marco. Reis, Ricordo. Santos, Tano. Thesmar, David. Nieuwerburgh, Van Stijn. Vayanos, Dimitri. [30.09.2011]. European Safe Bonds (ESBies). Euronomics Group ,http://euronomics.com/wpcontent/uploads/2011/09/ESBiesWEBsept262011.pdf, :1-29.

_____. [23.05.2012]. Alternatives to Eurobonds. Euronomics Group, http://euronomics.com/wp-content/uploads/2012/06/01d-Alternatives-to-Eurobonds.pdf , ss:1-9.

Catania Moria,"Preventing another Euro Area crisis: EU Economic Governance'Six Pack'- A Case of Too Little, Too Late? , **Paper from The Colloquium: The: Politics and Economics of the Euro Crisis Institute for European Studies University of Malta**, 2 December 2011: 1- 10.

Chauffour, Jean Pierre. Farole, Thomas. (2009). Trade Finance in Crisis Market Adjustment or Market Failure? World Bank, Policy Research Working Paper No:5003, http://wwwwds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2009/07/20/000158349_20090720085356/Rendered/PDF/WPS5003.pdf.

Claessens, Stijn. Mody, Ashoka. Vallée, Shahin. (2012). Paths to Eurobond. IMF Working Paper. http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12172.pdf WP/12/172. ss:1-39.

Cour-Thimann, Philippine, De Rougemont, Philippe ve Wınkler, Bernhard. (2012). The ECB's Monetary Policy Response To The Crisis: The Role of Institutional Factors and Financial Structure, **ECB**,16 April 2012.

Çelik, Aziz. (2006). AB Sosyal Politikası: Uyum Sürecinin Uyumsuz Alanı. Litap Yayınevi. İstanbul.

Dadush, Uri. Sergey, Aleksashenko. Shımelse, Ali. Vera, Eıdelman. Moisés, Naím. Bennett, Stancil. Paola, Subacchi. (2010**). Paradigm Lost The Euro In Crisis.** Carnegie Endowment For International Peace, www.CarnegieEndowment.org [01.07.2011].

Darvas, Zsolt. Ferry, Jean Pisoni. Wolff, Guntram. (2013). European' s Growth Problem and What to Do About it. **Bruegel Policy Brief.**2013/3: 1 – 8.

Delpla, Jacques. Weizsäcker, von Jakob. (2010). The Blue Bond Proposal. **Bruegel Policy Brief.**v.3: 1– 8. http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/403-the-blue-bond-proposal/

_____. (2011). Eurobonds: The Blue Bond Concept and Its Implications.**Bruegel Policy Brief.**v.2: 1-16. http://aei.pitt.edu/30391/1/Eurobonds__The_blue_bond_concept_and_its_implications_(English)-1.pdf.

Doluca, Hasan. Hübner, Malte. Rumpf, Dominik. Weigert, Benjamin. (2012). The European Redemption Pact: An Illustrative Guide. German Council of Economic Experts Working Paper: 1-23. http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/publikationen/working_paper_02_2012.pdf .

DPT. (2007). Dokuzuncu Kalkınma Planı Vergi Özel İhtisas Komisyonu Raporu. Ankara.

Eğilmez, Mahfi. (2008). Maliye Politikasının Tam Zamanıdır. **Radikal**

_____. [25.02.2013]. Kur Savaşları nedir? http://www.cnbce.com/yorum-ve-analiz/dr-mahfi-egilmez/kur-savaslari-nedir.

Eijffinger Sylvester C.W. (2012). Rating Agencies: Role and Influence of Their Sovereign Credit Risk Assessment in the Eurozone. **Journal of Common Market Studies**. Volume: 50. Number:6: 912 – 921.

Eken, Hasan Mehmet. Selimlier, Hüseyin. Kale, Süleyman. Ulusoy, Veysel. The Effects of Global Financial Crisis on the Behaviour of European Banks: A Risk andProfitability Analysis Approach. **ACRN Journal of Finance ans Risk Perspectives**. v.1: 17-42.

Elmas, Yılmaz Fatma. (2012). AB Yaşlanıyor ve Çareyi Göçmenlerde Arıyor. Analist 9: 1-2. http://www.usak.org.tr/usak_det.php?id=5&cat=217

Ergin, Numan Emre. (2013). **Hasta Adam Avrupa: Avro Krizi**. 1.bs. İstanbul. Yapım ve Tanıtım Yayıncılık.

Eser, Bahadır H. Memişoğlu, Dilek. Özdamar, Gökhan. (2011). Sosyal siyasetin üretilmesi Sürecinde Refah Devletinden Neo – Liberall Devlete Geçiş: Devleetin Kamu Hizmeti Sunma İşlevinin Değişimi. **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi.** Cilt:16. Sayı: 2: 201 – 217.

Eser, Fabian, AMARO, Marta Carmona, Iacobelli, Stefona ve Rubens Marc, The Use Of The Eurosystem's Monetary Policy Instruments and Operational Framework Since 2009, ECB Occasional Paper Series No135, August 2012.

European Commission. (EC).(2011). **Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds**. Brussels. 23.11.2011:1-38. http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/governance/2011-11-23-green-paper-stability-bonds_en.htm .

European Commission. (EC). (2012). **The Directorate – General for Trade , Ninth Report on Potentially Trade Restrictive Measures.**http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2012/june/tradoc_149526.pdf 2012, 1- 183.

Farhad, Mohammad. (2011). The Global Economic Crisis, Contemporary Protectionism and Least Developed Countries. **World Trade Institute.** http://www.wti.org/fileadmin/user_upload/wti.org/1_masterprogramme/pdfs/Masters_thesis_Mohammad%20Farhad.pdf .

Geis, Wido. (2013). The European Labour Market Success Through Flexibility and Mobility. **Centre for European Studies and Kondrad** – Adenauer- Stiftung. v.2: 1-28.

Gençler, A. ve H. Şenocak. (2009). 1951'den 2009'a Avrupa Birliği Sosyal Politikasının Gelişimine Panoramik Bakış. **Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi,** C: 11: 181 – 233.

Gentürk, Tuğçe.[08.03.2012]. Küresel Kriz ve AB. http://www.tuicakademi.org/index.php/konular/ekonomi/2800-kuresel-kriz-ve-ab. ss:1-10.

Giovannini Group. [08.12.2000]. Co-ordinated Issuance of Public Debt in the Euro Area:1- 12.

.http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/giovannini/giovannini081100en.pdf.

Grauwe, De Paul. Moesem, Wim.(2009). Common Euro Bonds: Necessary, Wise or to be Avoided. **Intereconomics.**May/June 2009: 132 - 141. http://www.ceps.eu/system/files/article/2009/06/Forum.pdf.

Gros Daniel. Mayer Thomas.(2010).How To Deal With Sovereign Default In Europe: Towards A Euro(pean) Monetary Fund, **CEPS Policy Brief** No: 202 February 2010.

Gros Daniel. Micossi, Stefano.(2009). A Bond- Issuing EU Stability Fund Could Rescue Europe. **Europe's World.** Spring 2009. n.11: 83-92.

Hellwig, Christian. Philippon, Thomas. [02.12.2011]. Eurobills not Eurobonds. **Vox - Research-based policy analysis and commentary from leading economists.** http://www.voxeu.org/article/eurobills-not-euro-bonds. ss:1-8.

ILO. (2013). **World of Work Report.** EU International Institute for Labour Studies,http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---dcomm/documents/publication/wcms_209607.pdf.2013. 1-6.

İçli, E. AB'nin Krizden Çıkış Serüveni. **Mercek Dergisi.**:132- 138. http://www.mess.org.tr/content/mercek_09_ekim.pdf .

Kalaycı, İrfan. (2011). 2008 Küresel Finansal Kriz Sonrasında Dış Ticarette Korumacılık: Paradigma Kayması (mı ?). **Maliye Dergisi.** s.161: 76 – 104.

Kapar, Recep.(2009). İşgücü Piyasasında Esneklik ve Kriz. **Çalışma Ortamı Dergisi.** s.107: 1-7.

Kesici, Rauf Mehmet. (2011), Avrupa Emek Piyasası Dinamikleri ve Avrupa İstihdam Stratejisi Temelinde Türkiye'nin Uyumu. **Çalışma ve Toplum Dergisi**. s.1: 75- 115.

Keppel, Catherine. Wörz, Julia. (2010). The Impact of the Global Recession in Europe The Role of International Trade.**The Money and Finance Forum SUERF**.26.02.2010.
http://suerf.org/index.php?option=com_k2&view=item&id=177&Itemid=133

Koray, Meryem. (2007). **Sosyal Politika: Nereye Doğru?** (Haz.) Berrin Ceylan - Ataman, Cahit Talas Anısına: Güncel Sosyal Politika Tartışmaları.

Kouretas, Georgios P. ve Vlamis, Prodromos. (2010). The Greek Crisis: Causes andImplications. **Panoeconomicus**. v.4: 391-404.

Köse, Yaşar. Karabacak, Hakan. (2011). Yunanistan Ekonomik Krizi: Nedenleri, Etkileri ve Alınan Tedbirlere İlişkin Bir Değerlendirme. **Maliye Dergisi.** s.160: 289 – 306.

Lane, R Philip. (2012). The Europeam Sovereign Debt Crisis. **Journal of Economic Perspectives.** V: 26. Number 3: 49–68.

Monastiriotis, Vassilis. Zartalousdis, Sotirios. (2010). Beyond the Crisis. EMU and Labour Market Reform Pressures in Good and Bad Times. **LEQS**. Paper No: 23/2010: 1- 52.

Mishkin, F.S. (2011). Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis. **Journal of Economics Perspective**, v. 25: 49 -70.

National Institue on Aging. (2012).**Why Population Aging Matters Global Perspective**, http://www.nia.nih.gov/sites/default/files/WPAM.pdf. 1-32

Noeth, Bryan. Sengupta, Rajdeep. (2012). Global Europea Banks and Fiscal Problems. **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**. November/December 2012. v. 94(6): 457-79.

OECD. (2007). **Enhancing the Role of Smes in Global Value Chains**. OECD Background Report, OECD-METI.

Öz, Sumru. Kriz ve Korumacılık: Tarih tekrar tekkerrür edecek mi?. TÜSİAD – Koç Üniversitesi Ekonomik Çalışma Raporlar Serisi 0904.

Özcan, Mehmet. (2009). Bundan Sonrası: Senaryo Analizleriyle Türkiye - AB İlişkileri. Ankara: **USAK Yayınları.** ss. 223-240.

Özen, Etkin.(2010). Avrupa Parasal Birliği Piyasa Disiplinini Zayıflatır mı? Kamu Maliyesi Riskinin Uzun Dönemli Kamu Tahvil Getirilerinde Fiyatlandırılması". TCMB İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/etkinozen.pdf . ss: 1-101.

Öztürk, İlhami. Ozansoy, Ahmet. (2011). Ücret Gelirleri Üzerindeki Vergi Yükünün Analizi. **Maliye Dergisi.** S: 161, Temmuz- Aralık 2011: 197 – 214.

Öztürk, Mustafa. Aras, Nuri Osman. (2011). Euro ve Kriz Sonrası Dönemde Parasal Istikrar**. Ekonomi Bilimleri Dergisi,** c.3. s.2: 143 – 155.

Pettinger, Tejvan.[09.01.2013]. EU Policies for Economic Growth in 2013. http://www.economicshelp.org/blog/6683/economics/eu-policies-for-economic-growth-in-2013/, 09.01.2013.

Salines Mario. Glöckler Gabriel. Truchlewski Zbigniew. Existential Crisis, Incremental Response: The Eurozone's Dual Institutional Evoluation 2007- 2011, **Journal of European Public Policy,** 2012:1-17.

Shambaugh, Jay C. (2012). "The Euro's Three Crises. **Brookings Papers on Economic Activity.** Spring 2012: 157 – 231.

Seyhun, Ömer Kayhan. (2006). Avrupa Birliği'ndeki Demografik Dönüşümün Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne Üyeliği Çerçevesinde İş Gücü Piyasalarına Yansıması. T.C. Merkez Bankası Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü. Ankara. Kasım 2006. s.1. son erişim13Aralık2012.http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/omerkayhan seyhun.pdf.

Seyidoğlu, Halil. (2007). **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama.** 16. bs. Güzem Can Yayınları. İstanbul.

Sezgin, Zafer. (2012). Küresel Krizin İkinci Perdesi: Avrupa Borç Krizi. **İşletme Araştırma Dergisi**. c.4. s.2:141- 150.

Sgherri. Edda Zoli. (2009). Euro Area Sovereign Risk During the Crisis. IMF Working Paper No: 09/222.http://www.kif.re.kr/KMFileDir/129001476237347500_IMF%20wp09222.pdf.

Taşpınar, Neşe Seray. (2006).Avrupa Birliği Sosyal Politikası: Avrupa Birliği Sosyal Modeli ve Türkiye. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

T.C Başbakanlık Avrupa Birliği Sekreterliği (ABGS). (2011). Avrupa Birliği'nde Küresel Finansal Krize Karşı Alınan Önlemler ve Birliğin Rekabet Gücünün Artırılmasına Yönelik Girişimler: "Euro Rekabet Paktı". http://www.abgs.gov.tr/files/EMPB/euro_plus_pact.pdf. ss:1-40.

Tuncay, Tarık. (2010).AB Ülkelerinde Aile Politikaları ve Türkiye **Sosyal Hizmet Uzmanı Dergisi** Yayınları. Haziran. Ankara: 1-9.

USAK Raporu, (2011). Krizdeki Birlik, Euro Bölgesindeki Borç Sarmalı ve AB'nin Geleceği. **USAK AB Araştırma Merkezi**. ss:1- 52.

Vatandaş, Selim.[12.02.2013]. AB Nüfusunda Yaşlanma Sorunu ve Çözüm Seçenekleri, http://www.bilgesam.org/tr/index.php?option=com_content&view=article&id=2326:ab-nuefusunda-yalanma-sorunuvecoezuemsecenekleri&catid=70:ab-analizler&Itemid=134. ss:1 – 8.

Welfens, Paul JJ (2010). The Euro Crisis as a Starting Point for a Break-up of the EU? AICGS Advisor, http://www.aicgs.org/documents/advisor/welfens0510.pdf [12.07.2011].

Wignall, Blundell Adrian. Solving to Financial and Sovereign Debt Crisis in Europe. **OECD Journal: Financial Market Trends**. v. 2011. i.2: 1 – 23.

Wyplosz, Charles. (2011). Eurobonds- Concepts and Implications, 2011, **European Parliament Directorate General for Internal Policies.**http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201201/20120130ATT36516/20120130ATT36516EN.pdf. : 5-16.

Yavuz, Ali. Şataf, Ceyda. Kır, Gül Serap. (2013). Avrupa'da Borç Krizi ve Çözüm Yolları Arayışları. **Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi**. c.XV. s.2:131- 154.

Yay, G. Gülsün. (2012) , **Para ve Finans Teori – Politika.** İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları. 1 Baskı.

Yazıcı, Mehmet. (2009). Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Önemi ve Denetimi. **Maliye ve Finans Yazıları Dergisi,** s.82, Ocak 2009: 1-17http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/82/Mehmet_Yazici_Kredi_Derecelendirme_Kuruluslarinin_Onemi_ve_Denetimi.pdf.

Yi, K.M. (2009).The Collapse of Global Trade: The Role of Vertical Specialization. Murky Protectionism and the Crisis Recommendations for the G20, eds. Richard Baldwin, Simon Evenett. March 2009: 45- 48. Londonhttp://www.voxeu.org/article/collapse-global-trade-update-role-vertical-linkages.

Yurtsever, Şükrü. İnvestigating the Recovery strategies of European Union from the Global Financial Crisis**. Procedia Social and Behavioral Sciences.** v.24: 687 – 695.

Yiğit, Dilek. (2012). Küresel Ekonomik Kriz Öncesi ve Krizin Etkileri ile Mücadele Sürecinde Avrupa Birliği'nde Ekonomi Yönetimi. **Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi.** c: 11. n.1: 135-168.

ÖZGEÇMİŞ

BURÇİN CENDERE

ADRES: Kazım Kara Bekir Mah. 1042. Sok. No:47/8 Êsenler /İSTANBUL
TEL: (0532) 413 84 40

Email: b.cendere@gmail.com

EĞİTİM

2011 -	**Yıldız Teknik Üniversitesi, İstanbul** İktisat Tezli Yüksek Lisans
2013 - 2014	**Lille 1 Science et Technologies, Lille** İktisat Tezli Yüksek Lisans
2006 – 2010	**İstanbul Üniversitesi, İstanbul** İktisat Lisans
2001 - 2005	**Bahçelievler Kemal Hasoğlu YDA Lisesi, İstanbul**

İŞ TECRÜBESİ

04.2014 - ….	**UPS SCS, İstanbul** Finansal Raporlama Uzmanı
02.2012 – 03.2013	**SERTRANS A.Ş, İstanbul** Finansal Raporlama Uzman Yardımcısı
02.2012 – 03.2013	**DENİZBANK A.Ş, İstanbul** Dış Ticaret Operasyon Asistanı
02.2012 – 03.2013	**TCMB, Ankara** Stajyer