

KÜRESEL KRİZ SONRASI FİNANSAL PİYASALARA YÖNELİK POLİTİKALARIN YÖNETİMİNDE MALİYE VE PARA POLİTİKALARININ UYUMU

Prof. Dr. Ekrem ERDEM⁵⁵

Yrd. Doç. Dr. M. Fatih İLGÜN⁵⁶

ÖZET

2007 küresel finansal krizi ve krizle mücadelede hükümetlerin genişletici politikaları 2009 yılından itibaren bütçe açıkları yoluyla bir borç krizine zemin hazırlamıştır. Banka fonlarına yönelik satın alımlar veya bankaların yeniden sermayelendirilmesi gibi geleneksel olmayan maliye politikaları söz konusu sıkıntıların temel nedenleri arasındadır. AB ülkeleri bu durumdan en çok etkilenen ülke grubu olmuştur. Bu durum genelde Avrupa Birliği'nin iktisadi temelleri daha özeldir ise Birlik içerisinde kriz karşıtı politikaların yönetimini tartışmaya açmıştır. Bu çalışmanın amacı AB ülkeleri kapsamında, finansal kriz ve sonrasında ortaya çıkan borç krizi sürecinde geleneksel olmayan konjonktür karşıtı politikalarının etkileşimlerinin ve etkinliklerinin değerlendirilmesidir. Çalışmada AB ülkeleri için 1995-2011 dönemini kapsayan dinamik panel veri analizi sonuçları, para politikasının kriz sonrası anlamlı etkilerinin ortadan kalktığını, maliye politikası araçlarının etkinliklerinin arttığını göstermektedir.

⁵⁵ Erciyes Üniversitesi, İİBF İktisat Bölümü, ekremerdem@erciyes.edu.tr

⁵⁶ Erciyes Üniversitesi, İİBF Maliye Bölümü, mfilgün@erciyes.edu.tr

1. GİRİŞ

2007 yılında önce ABD daha sonra diğer gelişmiş ülkelerde finans piyasalarında başlayan kriz, ardından reel sektöre de sıçrayarak küresel çapta ekonomik etkiler meydana getirmiştir. Krize yönelik olarak ilk tepkiler para politikası şeklinde başlamış olmakla birlikte, söz konusu politikalarının yetersiz kalması aktif maliye politikalarının önemini artırmıştır. Zira bir yandan finansal krizde bozulan kredi imkanları ve güvenilirlik, toplam talebi olumsuz etkileyerek işsizliğe neden olmuştur. Diğer yandan finansal sistemin bozulan yapısını düzeltmeye yönelik olarak banka fonlarına yönelik satın alımlar veya bankaların yeniden sermayelendirilmesi gibi geleneksel olmayan maliye politikalarının uygulanması gerekmiştir. Krizle mücadelede hükümetlerin yüksek işsizlik, finansal istikrara yönelik tedbirler ve talep artışı doğrultusunda uyguladığı genişletici politikalar, 2009 yılından itibaren bütçe açıkları yoluyla bir borç krizine zemin hazırlamıştır.

1990'lı yılların başında ABD ve Avrupa Birliği ülkelerinde borç stokunun milli gelire oranı birbirine yakın olmakla birlikte, sonraki yıllarda hızla artmaya başlamış, hatta ABD'deki artış hızı daha yüksek gerçekleşmiştir. Buna rağmen finansal krizin kamu finansman dengesi üzerindeki olumsuz etkilerinin de eklenmesiyle ortaya çıkan borç krizinin olumsuz makroekonomik sonuçları AB ülkelerinde daha şiddetli bir şekilde kendini göstermiştir. Bu durum Avrupa Birliği'nin iktisadi temelleri üzerindeki tartışmaları alevlendirmiştir.

Diğer yandan büyük çaplı bütçe açıkları, kredi garantileri, riskli özel sektör menkul kıymetlerinin merkez bankalarınca satın alınması, büyük çaplı kurtarma paketleri ve parasal genişleme, dikkatleri maliye ve para politikalarının birbiri üzerindeki kısıtlayıcı etkilerine çevirmiştir. Her iki politika krizle mücadelede *aktarım mekanizmaları* açısından birbiriyle yakın ilişkili olup aralarındaki eşgüdüm, politikaların başarısında anahtar faktör konumundadır.

Avrupa Birliği'nde bankacılık krizi sonrası ortaya çıkan kamu borç krizi ve sonrasındaki düşük büyüme oranlarına dayalı ekonomik yapı birbirini besleyen yeni bir süreci başlatmıştır. Şöyle ki bir yandan borç krizinin çözülmesine yönelik tasarruf tedbirleri ekonomik büyümeyi yavaşlatırken diğer yandan düşük büyüme oranları borç problemlerinin çözümüne katkı sağlayamamaktadır.

Bu çalışmada AB ülkeleri kapsamında, finansal kriz ve sonrasında ortaya çıkan borç krizi sürecinde konjonktür karşıtı maliye politikalarının etkinlikleri, para politikalarıyla olan ilişkileri çerçevesinde değerlendirilecek, kurtarma paketleri şeklinde uygulanan geleneksel olmayan maliye politikalarının makroekonomik etkileri analiz edilecektir. Bu çerçevede çalışmada ilk olarak 2007 küresel finansal krizinin nedenleri ve AB ülkelerinde finansal krizden borç krizine geçiş süreci açıklanmış, ardından kriz dönemlerinde maliye ve para politikaları arasındaki etkileşim borç krizi kapsamında tek başına uygulanan politikalar ve parasal birliğe özel durumlar çerçevesinde incelenmiştir. Çalışmanın son bölümünde ise AB(27) ülkelerinde kriz öncesi ve sonrası durumda maliye ve para politikası araçlarının kişi başına milli gelir üzerindeki etkileri analiz edilmiştir.

2. 2007-2009 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİNİN TEMELLERİ

Küresel çapta finansal serbestleşmenin yaygınlaşmasına paralel olarak 1980'li yıllarda artan bankacılık krizleri 1990'lı yıllarda en yüksek düzeyine ulaşmıştır. 2008 küresel finansal krizine kadarki dönemde kaydedilen 124 bankacılık krizinden 74 tanesi bu dönemde ortaya çıkmıştır.

Tablo 1: Finansal Krizlerin Dönemsel Dağılımı

	Bankacılık krizi	Döviz krizi	Kamu borç krizi
1970-1979	4	25	7
1980-1989	39	73	41
1990-1999	74	92	7
2000-2007	7	18	8
Toplam	124	208	63

Kaynak: Laeven ve Valencia 2008: 56'dan yararlanılarak derlenmiştir.

2007-2009 krizi ise yapısı ve etkileri itibariyle öncekilerden farklı noktalara sahiptir. Önceki krizler belli bölgeleri ve benzer özelliklere sahip ekonomileri etkilerken son finansal kriz küresel etkiler göstermiştir. Önceki krizlerin büyük kısmı yükselen piyasalar ve gelişmekte olan ülkelerde meydana gelmesine rağmen son krizin gelişmiş ekonomileri etkilediği görülmektedir. Bu durum maliyetlerin de daha büyük olacağını göstergesidir. Geçmiş yıllardaki bunalımlarla karşılaştırıldığında söz konusu krizin bir diğer önemli özelliği firma bilançoları, karlılık, likidite gibi geleneksel finansal göstergelerin kriz öncesi dönemde normal bir seyir izlemesidir.

Dünya ekonomisini 2008 küresel finansal krizine sürükleyen etmenlerin başında 1990'lı yıllardan itibaren görülmeye başlanan kredi genişlemesi gelmektedir. Söz konusu kredi genişlemesini destekleyen olgular ise son derece sakin makroekonomik koşullar ve menkul kıymetleştirmedeki hızlı artıştır. Özellikle Almanya, Japonya, Çin ve petrol ihraç eden ülkelerin tasarruf bolluğu uzun vadeli faiz oranlarını düşük seviyelerde tutmuş, sonraki yıllarda ise sakinlik paradoksunun⁵⁷ yaşanmasına zemin hazırlamıştır (Parasız, 2009: 46-47).

Bankacılık krizlerinin yönetiminde genellikle üç aşamalı bir süreç söz konusudur; ilk aşamada doğrudan likidite desteği, mevduat garantileri gibi likidite baskısını giderecek önlemler ile başlanmakta, ikinci aşamada bankacılık sisteminde bazı kurumların sistemden çıkarılması ve/veya bilançolarının yeniden yapılandırılması yoluna gidilmekte, son aşamada ise finansal karlılığı ve sağlamlığı tekrar kazandıracak politikalara ağırlık verilmektedir (Valencia vd., 2011: 8). Önceki yıllarda meydana gelen bankacılık krizleri ile karşılaştırıldığında 2007-2009 yılları arasında ortaya çıkan krizde likidite desteği ve garantilerin GSYH'ye oranla daha büyük düzeyde olması ve uygulamaların daha erken başlamasının yanında, merkez bankalarının teminat olarak kabul ettikleri varlıkların genişletilmesi, Euro Bölgesi'nde ECB'nin ipotekli tahvil programına başlaması, ABD'de FED'in varlığa dayalı senetleri satın alması; Yunanistan, Hollanda, Macaristan, Letonya gibi ülkelerde likiditenin doğrudan Hazine tarafından sağlanması gibi ek önlemler de hayata geçirilmiştir. Ancak likidite desteğinin zirvesi ile kriz öncesi düzeyine dönmesi arasında geçen süre önceki krizlerde 14 ay iken bu dönemde 2009 sonunda sadece 6 ülkenin bu seviyeye gelmesi ve halen

⁵⁷ Hyman Minsky tarafından ortaya atılan sakinlik paradoksuna göre ekonominin iyi gittiği dönemlerde ekonomik birimler düşük faiz oranından yararlanarak borçlanmakta ancak faiz oranlarının yükselmesi borçların geri ödenmesini zorlaştırmaktadır.

devam eden parasal genişleme politikaları likiditenin bu krizde önemli bir problem olduğunu göstermiştir (Laeven ve Valencia, 2010: 12-15). Sonuçta küresel finansal kriz, dünya ekonomisinde finansal sistemin büyümesi nedeniyle hasıla kaybı ve kamu borç stokunda artış açısından daha büyük etkilere neden olmuştur.

Tüm gelişmiş ülkelerde olduğu gibi Avrupa Birliği ve özeldde Euro Bölgesi ülkelerinde de ABD kaynaklı küresel finansal krizin etkileri ağır şekilde hissedilmiştir. Ancak AB ülkelerinde ortaya çıkan olumsuz tablonun tek kaynağı söz konusu kriz olmamıştır. 1999 sonrası ülke verileri incelendiğinde özellikle birliğin gelişmekte olan ülkelerinde kur riski olmadan bankaların dış piyasalardan fon sağlayabilmelerinin etkisiyle kredilerde 2007'ye kadar hızlı bir artış yaşandığı görülmektedir. Diğer yandan cari işlemler dengesine bakıldığında özellikle 2003-2007 döneminde hızla yükselen cari açık dikkat çekmektedir. Kamu maliyesi açısından bakıldığında, özel sektör faaliyetlerinin arttığı bu dönemde hükümetler sıkı maliye politikası fırsatını kaçırmıştır. Zira bu dönemde varlık fiyatlarında artış, sermaye stoku ve tüketim artışı nedeniyle vergi gelirleri artmış, ekonomilerdeki hızlı büyüme oranları enflasyon vergi gelirlerini artırmış, düşük faiz oranları ise borç servisi maliyetlerini düşürmüştür. Ancak 2007 yılına kadar mevcut olumlu finansal çevre ve yüksek büyüme oranları, birçok ülkede mali ve finansal zayıflıklar ile negatif şoklara karşı savunmasızlıkları gizlemiştir (Lane, 2012: 52-54). Ne var ki bu iki değişkendeki bozulmalar aynı dönemlerde dünya ekonomisinde hızla artan menkul kıymetleştirme ve uzun dönem faiz oranlarındaki düşük seyir ile birleştiğinde krizin temellerinin atılmasına neden olmuştur⁵⁸.

⁵⁸ Milesi-Ferretti ve Lane (2011) kriz öncesi büyük cari açık ve kredi artışı olan ülkelerde hasıla ve harcamalardaki düşüşün daha şiddetli olduğunu göstermişlerdir.

3. AB'DE FİNANSAL KRİZDEN BORÇ KRİZİNE GEÇİŞ SÜRECİ

Finansal krizin ülke ekonomileri üzerindeki olumsuz etkilerinin görülmeye başlanmasıyla birlikte hükümetler kriz karşıtı politika araçlarını kullanmaya başlamışlardır. Avrupa Birliği kapsamında krizin başlangıç dönemlerinde ulusal seviyede önlemler alınması anlayışı hakim iken krizi derinleşmesi ile birlikte, birlik çapında önlemler hayata geçirilmiştir. Bu kapsamda; bankaların sermaye yapılarının yeniden düzenlenmesi, bankaların hisselerinin bir kısmının kamu mülkiyetine geçirilmesi, bankacılık sistemine sabit faiz oranı ile önemli miktarlarda borç verilmesi, devlet garantisi kapsamındaki mevduat sınırının yükseltilmesi, bankacılık sistemine nakit enjeksiyonu, faiz oranı indirimleri, faiz aralığının genişletilmesi, Avrupa Merkez Bankası'nın Euro cinsinden tahvil alımı, bankalar arası rekabetin korunmasına yönelik yeni kurallar, finansal piyasaların koordinasyon ve denetimine yönelik yasal düzenlemeler, kredi derecelendirme kuruluşlarının şeffaflığını artırmaya yönelik tedbirler gibi para politikası ve regülasyon şeklindeki önlemler hayata geçirilmiştir.

Ancak küresel finansal krizin standart kriz karşıtı para politikalarının etkinliğini azaltması, mali canlanma paketlerini gündeme getirmiştir. Bu dönemde para politikasının etkinliğini azaltan, maliye politikalarının nispi olarak daha etkin hale gelmesine neden olan faktörler şu şekilde sıralanabilir;

- Resesyonun küresel nitelikli olması, büyük ekonomiler için devalüasyon gibi ihracatı teşvik politikalarının işe yaramayacağını göstermiştir.
- Ekonomilerde şiddetli daralmaların yaşandığı özellikle finansal şokların ekonomik aktivitelerde daralmaya neden olduğu durumlarda, iradi maliye politikası uygulamaları daha öngörülebilir ve güçlüdür (Ray 2009: 1).
- Krizin kaynakları geleneksel parasal iletim mekanizmalarına zarar vermiştir. Örneğin politika faiz oranı ile banka kredileri arasındaki bağ zayıflamıştır (Spilimbergo vd. 2008: 4); gecelik veya daha uzun vadeli piyasalarda yaşanan likidite sıkıntısı kredi kanalını etkilemiştir; bankalar arası piyasanın artan riskler nedeniyle iyi işlememesi reel ekonomiyi olumsuz etkilemiştir.
- Faiz oranlarının sıfıra yaklaştığı kriz dönemlerinde normal zamanlardan farklı olarak para politikasının ekonomik canlanma açısından etkinliği azalır. Böyle durumlarda bir yandan iradi mali politikalar istikrar aracı olarak ön plana çıkarken diğer yandan bu tür tedbirlerin maliyeti azalmaktadır. Normal ve kriz dönemlerinde çarpanın değeri üzerine yapılan ampirik çalışmalar depresyon dönemlerinde çarpanın daha büyük ve etkisinin daha uzun süreli olduğunu göstermiştir⁵⁹.

Euro Bölgesi'nde finansal piyasalardaki bozulma ve krize karşı uygulanan parasal tedbirler Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) bilançosu incelenerek izlenebilir. Fed ile karşılaştırıldığında ECB'nin varlık ve yükümlülüklerindeki artışlar kriz dönemi genelinde yaklaşık olarak aynı olmakla birlikte Fed'in bilançosundaki büyüme 2007'nin üçüncü çeyreğinde ortaya çıkarken, ECB'nin tepkisi ise 2008'in ikinci yarısından itibaren başlamıştır. ECB'nin düşük kaliteli teminatların kabulü, finansman kolaylıkları, uzun vadeli refinansman işlemleri gibi kurtarma tedbirlerinin büyük kısmı, yarı mali işlemler kapsamına girmektedir. Tablo 2'den görüldüğü üzere, kriz boyunca ECB'nin bir hafta vadeli standart refinansman işlemleri azalırken, uzun dönemli refinansman operasyonları yükselmiştir. Yükümlülük kısmında ise ticari bankaların merkez bankasında tuttıkları mevduatlarda hızlı bir artış yaşanmıştır. Bu durum ECB'nin bankalar arası piyasada artan rolünü ve Euro Bölgesi para piyasalarındaki ulusal parçalanmayı göstermesi açısından önemlidir. Burada da diğer kurtarma paketleri gibi kısa dönemli ihtiyaçlar ile uzun dönemli sonuçlar arasında bir mübadele vardır. Şöyle ki (Dabrowski, 2012: 28-29; Soros 2012); Avrupa Merkez Bankası'nın yarı mali müdahaleleri kısa

⁵⁹ Ramey (2011) geçici kamu harcama artışı durumunda çarpanın 0,8-1,5 aralığında olduğunu, resesyon dönemlerinde ise bu aralığın genişleyerek 0,5-2,0'ye çıktığını hesaplamıştır. Romer (2011) faizin sıfıra yakın olduğu zamanlarda çarpanın daha büyük olacağını iddia etmektedir.

dönemde finansal piyasaların yeniden işlerlik kazanması, olumsuz beklentilerin ülkeler arası yayılma etkisinin azalması, gerekli politikalar için zaman kazandırması açılarından faydalı iken; uzun dönemde ECB'nin bağımsızlığının sorgulanması, ülkeler arası politik uzlaşmaya zarar vermesi, özel karar birimlerini ahlaki tehlikeye özendirilmesi ve bankalar arası ilişkilerin zayıflaması gibi tehlikeleri beraberinde getirmektedir.

Tablo 2: Avrupa Merkez Bankası Bilançosunun Seçilmiş Kalemleri (2007-2012, Milyon Euro)

	Varlıklar				Yükümlülükler		
	Temel Refinansman İşlemleri	Uzun Vadeli Refinansman İşlemleri	Euro Bölgesi Kredi Kur. Diğer Alacaklar	Euro Bölgesi Yerleşiklerinin Tahvilleri	Cari hesaplar	Mevduat kolaylıkları	Sabit vadeli mevduat
2007Q1	283500	150001	14759	88942	179754	1103	155
2007Q2	313499	150002	13759	93704	182086	1100	0
2007Q3	190000	265000	13276	95415	186667	5472	0
2007Q4	368607	268476	23898	96045	267335	8831	101580
2008Q1	215999	270000	34996	108042	225091	964	0
2008Q2	208001	275004	31723	114708	226528	674	0
2008Q3	180001	300516	46408	111284	215393	28059	0
2008Q4	224400	616901	58438	121287	225947	229785	0
2009Q1	229980	430745	32042	290571	218543	45106	0
2009Q2	167902	728598	24478	301585	268244	236235	0
2009Q3	85004	595863	26356	319065	189778	116751	0
2009Q4	79293	669297	26281	328652	233490	162117	0
2010Q1	81062	644314	27156	342936	199900	213935	0
2010Q2	151512	718236	42231	414448	245063	284357	51000
2010Q3	166361	316744	26252	431319	190274	49471	61500
2010Q4	227865	298217	33941	454180	268096	24100	69000
2011Q1	100439	322855	50612	471899	234056	15292	77500
2011Q2	141461	313163	36634	477881	197395	10409	75000
2011Q3	208349	378935	48024	539218	139261	181788	129000
2011Q4	144755	703894	89977	606693	139246	334905	207000
2012Q1	61078	1090891	57880	631122	97943	797953	219500
2012Q2	180378	1079725	189547	605665	87070	788218	212000
2012Q3	117383	1058750	212652	597655	525830	315754	209000
2012Q4	89661	1035771	206254	585132	456102	261689	197559

Kaynak: <http://sdw.ecb.europa.eu> (Erişim Tarihi: 21.01.2013)

Finansal krizin Avrupa finansal sistemi üzerindeki olumsuz etkilerinin üstesinden gelebilmek, banka ve özel kesimin finansman durumlarının iyileştirilmesi ve piyasalardaki gerilimin hafifletilmesi adına birçok birlik üyesi ülke 2008'den itibaren finansal sisteme yönelik büyük çaplı devlet yardımlarını yürürlüğe koymuştur. 1 Ekim 2008 – 1 Ekim 2012 arasında Avrupa Komisyonu üye ülkelerin zarar görmüş ekonomilerinin tedavisi adına finansal hizmet sağlayan kurumlara yönelik 350'den fazla karar almıştır (EC, 2012a: 28). Aynı dönemde finansal kurumlara yönelik onaylanan yardımların toplam tutarı Birlik GSYH'sinin %40,3'üne denk gelmektedir. Yardımların en yüksek düzeyi büyük kısmının garantilerden oluştuğu 2008 yılında onaylanmıştır. Sonraki yıllarda ise bankaların sermaye yapılarının güçlendirilmesi ve aktiflere yönelik önlemlerin ağırlığı artmıştır (Tablo 3). 2012 yılına

kadar onaylanan yardımların kullanılan miktarı Birlik GSYH'sinin %12,8'i seviyesindedir (%8,6 garanti, %2,6 yeniden sermayelendirme, %0,7 likidite önlemleri). Alınan siyasi kararlar ve özellikle Avrupa Merkez Bankası politikaları ile bankacılık sektörü ve diğer finansal piyasalarda gerginlik azaltılmıştır.

**Tablo 3: Avrupa Birliği'nde Finansal Kurumlara Yönelik Devlet Yardımları
(Onaylanmış bütçeler, 2008-2012)**

	2008		2009		2010		2011		2012	
	Milyar Euro	GSYH oranı	Milyar Euro	GSYH oranı	Milyar Euro	GSYH oranı	Milyar Euro	GSYH oranı	Milyar Euro	GSYH oranı
Garantiler	3097.34	24.8%	87.63	0.7%	54.81	0.4%	179.70	1.4%	227.17	1.8%
Sermaye Yapısının Düz.	269.87	2.2%	110.04	0.9%	184.01	1.5%	37.47	0.3%	175.90	1.4%
Aktiflerin Güçlendirilme	4.80	0.04%	338.50	2.9%	77.98	0.6%	6.30	0.05%	18.17	0.1%
Likidite Önlemleri	85.48	0.7%	5.49	0.05%	66.75	0.5%	50.23	0.4%	8.31	0.1%

Kaynak: European Commission, 2012a: 57-61'den derlenmiştir.

Krizin etkilerini en aza indirmek adına hükümetler tarafından hem reel, hem finansal piyasalara yönelik geniş çaplı kurtarma ve canlandırma politikaları uygulanmıştır. Bu politikalar içerisinde finansal piyasalara yönelik müdahalelerin devlet bütçesi üzerindeki etkisi Tablo 4'te gösterilmektedir (EC, 2012b: 4-11): Önlem paketlerinin genel yönetim bütçe açığı üzerindeki net etkisinin tespitinde öncelikle gelir ve harcamalarda yol açtığı değişimler incelenmektedir. Bütçe gelirleri açısından finansal kurumlara sağlanan garanti bedeli olarak alınan harçlar, verilen borçlar nedeniyle elde edilen faiz geliri, katılım şeklinde destek sağlanan finansal kurumlardan kar payları; bütçe harcamaları açısından çıkarılan borç senetlerine ait faiz ödemeleri, sermaye transferi şeklindeki harcamalar, finansal kurumlara sağlanan garantiler dolayısıyla hak sahiplerine yapılan ödemeler ve diğer harcamalar dikkate alınmaktadır. Bu kapsamda gelir ve harcamalar arasındaki fark en yüksek değerine 2010 yılında ulaşmıştır. Söz konusu yıl Euro Bölgesi'nde finansal krize karşı uygulanan önlemlerden dolayı kamu gelirlerinde 14 milyar Euro, kamu harcamalarında ise 80.6 milyar Euro'luk artış meydana gelmiş, sonuç olarak bütçe açıkları üzerindeki olumsuz etki bir önceki yıl ile karşılaştırıldığında dokuz kat artmıştır. Avrupa Birliği genelinde önceki yıla göre dört kat artış yaşanmıştır. İkinci olarak finansal kurumların desteklenmesi nedeniyle kamu portföyünde olan finansal varlık ve yükümlülükler hesaplanmaktadır. Bu grup içerisinde; avanslar, finansal kurumlar tarafından ihraç edilen ancak likidite desteği amacıyla kamu tarafından satın alınan borç senetleri, müdahalelerin finansmanı amacıyla kamu tarafından ihraç edilen borçlanma araçları, finansal kurumların özkaynaklarına yapılan destekler yer almaktadır. Son olarak finansal kurumlara yardım kapsamında hükümetler tarafından sıklıkla kullanılan şarta bağlı borçlar yer almaktadır. Varlık ve yükümlülüklerdeki artış en yüksek değerine 2010 yılında ulaşmış, şarta bağlı borçlardaki artış ise beklentilere uygun olarak krizin etkisini en yoğun gösterdiği 2009 yılında gerçekleşmiştir.

Tablo 4: Finansal Piyasalara Yönelik Önlemlerin Genel Yönetim Dengesi Üzerindeki Etkisi (2008-2011, GSYH'nin yüzdesi)

	Euro Bölgesi (EA17)				Avrupa Birliği (AB27)			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
Bütçe açığı üzr. etki	-0.03	-0.08	-0.72	-0.10	-0.07	-0.13	-0.52	-0.07
Genel Yön. (Varlıklar)	1.90	2.37	4.28	3.77	1.72	2.60	4.78	3.96
Genel Yön. (Yüküml.)	1.92	2.49	5.16	4.88	1.96	3.07	5.07	4.69
Şarta Bağlı Borçlar	5.51	8.68	6.32	6.16	6.81	12.15	8.51	7.11

Kaynak: Eurostat

Avrupa Birliği kapsamında krizin Birlik ülkelerinde asimetrik etkiler gösterdiği, 2008-2009 yıllarında dikkatlerin ECB başta olmak üzere kamunun finansal şoklara yönelik tepkileri ve finansal sistemin istikrarı üzerinde yoğunlaştığı, ülkelere özgü risklerin ve kamu borç sorununun geri planda kaldığı görülmektedir. Hâlbuki 2009 yılı sonunda birçok ülkede kamu borç stokunun milli gelir içerisindeki payı tahminlerin üzerinde çıkmıştır. Bunda kamu harcamalarındaki hızlı yükselmenin yanı sıra tüketim ve varlık fiyatlarına yüksek oranda bağımlı olan kamu gelirlerindeki hızlı düşüş etkili olmuştur.

2011 yılında ise dünya ekonomisinde büyümenin yavaşlaması ve kamu kesimi borç sorunlarının artması başta olmak üzere kötüleşen ekonomik koşullar sonucunda, Avrupa Birliği dördüncü çeyrekte itibaren resesyona girmiş, yıllık büyüme oranı %1,5 olarak gerçekleşmiştir. Aynı yılın sonunda işsizlik oranındaki yükselme ve zaten düşük olan ortalama büyüme oranının ülkeler arasındaki dengesiz dağılımı yeni problemleri beraberinde getirmiştir. Bu olumsuz koşullar altında üye devletlerin birçoğu yılın ikinci yarısından sonra finansal sektöre yönelik devlet yardımlarını aşamalı olarak azaltmak durumunda kalmışlardır (EC, 2012a: 28).

Bir yandan hem dünya piyasalarında hem de Birlik üyesi ülkelerde yaşanan ekonomik durgunluk, diğer yandan kriz karşıtı politikalar nedeniyle ülkelerin kamu mali yapılarında meydana gelen hızlı bozulma ve borç stoklarındaki hızlı artış, 2010 baharından itibaren Avrupa Birliği ve özelde Euro Bölgesinde finansal krizin borç krizine dönüşmesine yol açmıştır.

4. KRİZ DÖNEMLERİNDE MALİYE VE PARA POLİTİKALARI ARASINDA İLİŞKİ: EURO BÖLGESİ BORÇ KRİZİ ÜZERİNE DEĞERLENDİRMELER

Euro Bölgesi'nde bankacılık krizi, kamu borç krizi ve zayıf ekonomik yapının yol açtığı düşük büyüme oranları şeklinde birbiri ile bağlantılı üç krizden bahsedilebilir⁶⁰. Şöyle ki; krizdeki bankaların kurtarılmasına yönelik destekler kamu borç stokunu artırırken, kamu borçlarının ödenmesinde çıkan sıkıntılar, kamu borç senetlerine sahip bankaları iflasın eşiğine getirmektedir. Zayıf bankaların kullandığı kredileri azaltması ekonomik büyümeyi olumsuz etkilerken, zayıf ekonomik yapı ve düşen varlık fiyatları banka bilançolarına zarar vermektedir. Kamu borç sıkıntısının neden olduğu tasarruf önlemleri ekonomik canlanmayı yavaşlatırken, düşük büyüme oranları borçlu ülkelerin temerrüde düşmelerine neden olmaktadır (Shambaugh, 2012: 47). Dolayısıyla Euro Bölgesi krizi maliye politikası, borçlanma ve finansal kırılganlık arasındaki ilişkiyi ön plana çıkarmaktadır. Söz konusu bu ilişki aşağıda tek başına uygulanan kriz karşıtı politikaların zayıf yönleri, normal dönemlerle karşılaştırıldığında kriz dönemlerinde maliye ve para politikaları arasındaki etkileşimde ortaya çıkan farklılıklar ve parasal birliğe özel durumlar kapsamında incelenmektedir.

4.1. Tek Başına ve Koordineli Olarak Uygulanan Kriz Karşıtı Politikaların Etkinliği

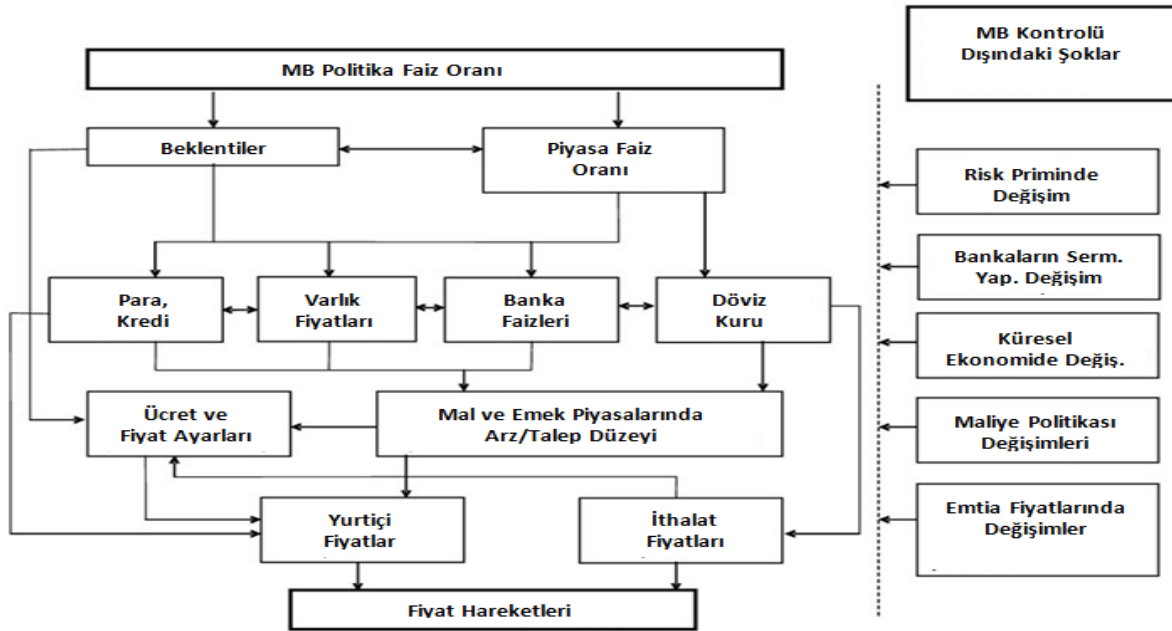
Krizle mücadelede hem para hem de maliye politikaları çerçevesinde birçok araçtan faydalanılabilmektedir. Maliye politikaları gelir ve harcama bileşimleri açısından iradi politikalar ve otomatik istikrarlandırıcılar olarak iki kısımdan oluşmaktadır. İradi politikaların kriz dönemlerinde normal zamanlara göre daha etkili olduğu, ancak bu tür politikaların gelişmiş ülkelerde konjonktür karşıtı nitelikte olmasına karşın gelişmekte olan ülkelerde ise canlanma dönemlerinde teşviklerin artması, daralma dönemlerinde azalması şeklinde konjonktür yönlü hareket sergilediği görülmektedir (IMF, 2008: 159-160). Yukarıda iradi mali politikaların etkinliği konusundaki olumlu görüşlere rağmen, kriz sonrası uygulanan canlandırma paketlerinin etkisi beklenen düzeyin altında kalmıştır. Zira bir canlandırma programının milli gelir artışı ile sağlayacağı fayda, paketin maliyetini ancak mali çarpanın değerinin birden büyük olması durumunda geçecektir. Bunun koşulu ise mal ve hizmet alımına yönelik harcama eğiliminin yüksek olması ve kapasite kullanım oranının düşük olmasıdır. Ancak bu koşullar 2008-2009 resesyonunda mevcut olmamıştır. Ekonomik birimler bilançolarını düzeltmekle ilgilenmiş, kamu ve özel sektör yüksek borçluluk nedeniyle harcamadan ziyade tasarrufu ön planda tutmuştur. İnşaat, otomobil üretimi gibi birçok sektörde fazla kapasite ortaya çıkmıştır. Bu nedenlerle harcama çarpanı tahminlerden ve sıradan konjonktürel dalgalanma durumlarındaki değerinden küçük kalmıştır (Dabrowski, 2012: 21-22) büyüme konusunda 2009-2011 arası iyileşme olmuşsa da ülkelerin mali yapıları kriz öncesi durumlarına dönememiş hatta hızla artan borç stoku ve sonrasında uygulanan mali tasarruf tedbirleri nedeniyle daha da kötüleşmiştir.

Para politika uygulamaları da farklı parasal aktarım mekanizmaları (faiz kanalı, varlık fiyatları kanalı, döviz kuru, kredi kanalı, beklentiler kanalı) yoluyla reel ve finansal piyasalar üzerinde önemli bir etki gücüne sahiptir. En önemli parasal aktarım mekanizmalarından birisi kredi kanalıdır. Küresel finansal kriz merkez bankaları tarafından uygulanan para politikalarının günümüzde paradan ziyade krediler üzerinden işlediğini göstermiştir. Dolayısıyla geçmişte iktisatçıların para odaklı (bankacılık sistemi bilançosunun yükümlülükler tarafındaki araçlara, kamu hesaplarının ise varlık kısmına ağırlık verdikleri) bakış açısının günümüzde ihtiyaçları karşılamadığı iddia edilmektedir (Friedman, 2012:

⁶⁰ Finansa kriz ve mali krizler arasındaki iki yönlü karşılıklı bağlantı konusunda çok sayıda ampirik çalışma vardır. Örnek olarak Reinhart ve Rogof (2009) tarihsel olarak bankacılık krizi sonrası kamu borç düzeyinde hızlı artış tespit etmişlerdir. Honohan ve Klingebiel (2003) bankacılık krizinin mali yük oluşturma mekanizmalarını incelemiş, kriz dönemlerinde mali dengedeki kötüleşmenin kriz öncesi dönemdeki finansal dengesizlikler ile güçlü anlamlı korelasyonunun olduğunu tespit etmiştir.

2). Ancak krizle birlikte likidite sıkıntısı ve beklentilerdeki bozulmalar kredi kanalının beklenen etkinliği sağlayamamasına neden olmuştur. Buna ek olarak bir yandan faiz oranlarının sıfıra yaklaşması, diğer yandan resesyon sonrası mali baskı nedeniyle enflasyon riskinin ortaya çıkarak merkez bankasının itibarının zedelenmesi faiz ve beklentiler kanalı başta olmak üzere iletim mekanizmalarına zarar vermiş ve Euro Bölgesi'nde para politikasında bir kavşağa gelindiğini göstermiştir (Matheron vd. 2012: 155). Şekil 1 dışsal şokların faiz aktarım mekanizması üzerinde etki şekillerini göstermektedir. Krizle birlikte faiz oranlarının volatilitesi artmış, merkez bankası ve kredi kuruluşları arasındaki bağlantı zayıflamış, finansman maliyetleri olumsuz etkilenmiş, risk primleri yükselmiş, dolayısıyla standart dışı para politikası tedbirleri gündeme gelmiştir. Bu dönemde yalnızca politika faizlerindeki değişimlere bireysel banka faiz oranlarının tepkisi şeklindeki mekanizma etkin çalışmayı sürdürmüştür. Buna ek olarak kredi desteği şeklindeki müdahalelerle kredi arzı üzerinde iki ek aktarım kanal yoluyla (bankaların likiditelerinin artırılarak kredi genişlemesi sağlanması, menkul kıymetlerin doğrudan satın alınması ile sermaye piyasasının desteklenmesi) doğrudan etki sağlanmıştır (ECB, 2010: 94-96).

Şekil 1: Para Politikası Faiz kanalının Dışsal Şoklara Duyarlılığı



Kaynak: www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html

Finansal kriz, kamu borç krizi ve büyüme krizi sürecinde her iki politikaya ait araçlardan da faydalanılmıştır. Ancak mali tasarruf tedbirleri ekonomik büyüme pahasına bütçe açıklarını azaltmış; banka kurtarma paketleri sektörün bozukluklarını giderirken kamu borçlarında sürdürülebilirliğe zarar vermiş; bankaların sermaye yapılarının güçlendirilmesi, Avrupa Merkez Bankasının uzun vadeli finansman işlemleri vb. bu kurumların likidite sıkıntılarını gidermesine ve yükümlülüklerini yerine getirebilmelerine imkan sağlarken ahlaki tehlike riskini artırmış, yapısal problemlere odaklı iktisadi büyüme politikaları orta vadede çözüm için gerekli olmakla birlikte birlikte kısa vadeli sorunların çözümüne katkı sağlayamamıştır (Shambaugh, 2012: 34). Bunun yanında mali konsolidasyon politikalarının etkisi uygulanan para politikasından etkilenmektedir. Şöyle ki merkez bankasının negatif hasıla açığına tepki olarak faiz oranlarında indirime gittiği normal bir para politikasının uygulandığı normal zamanlarla karşılaştırıldığında Euro bölgesi ülkelerinde olduğu gibi sıfır nominal faiz oranı sınırı durumunda, mali konsolidasyonun milli gelir üzerindeki olumsuz etkisi daha güçlü olmaktadır. Benzer şekilde uluslararası mali tasarruf programları ile eşanlı olarak

uygulanan kısıntıların milli gelir üzerindeki olumsuz etkisi, negatif yayılma etkisinden dolayı, düşük faiz oranı durumundakinden daha yüksektir (In 't Veld 2012, 11). Yukarıdaki açıklamalar kriz dönemlerinde maliye ve para politikalarının etkinliğinin normal zamanlardan farklı olduğunu, politikaların tek başına uygulandığında etkilerinin geçici olduğunu veya başka problemlere zemin hazırladığını göstermektedir. Dolayısıyla kriz dönemlerinde birbiriyle uyumlu politika karması uygulaması önem kazanmaktadır.

Kriz döneminde maliye ve para politikaları arasındaki ilişkinin bir diğer ayağını kamu borç yapısı ve bankacılık sektörü arasındaki bağlantı oluşturmaktadır. Finansal istikrarsızlıkların yaşandığı dönemlerde hem merkez bankası hem de ticari bankaların borçlanma ve borç verme stratejileri değişmektedir. Genişleme dönemlerinde reel sektörü finanse eden bankacılık sistemi, istikrarsızlık yaşanan yıllarda kamu kesimini finanse etmeye yönelmektedir⁶¹. Euro Bölgesi'nde bankalar başta olmak üzere mali kuruluşların varlıklarının büyük kısmı kamu borç senetlerinden oluşmaktadır. Bu durum mali canlanma politikalarının etkisini zayıflatmaktadır. Zira borçla finanse edilen mali genişleme özel sektörün kredi imkânlarını azaltarak dışlama etkisine neden olmaktadır (Kirchner ve Wijnbergen, 2012: 3). Diğer yandan Euro bölgesinde bankacılık sisteminin gelişmiş bir yapıya sahip olduğu, ABD'de firmaların doğrudan sermaye piyasalarını kullanmalarına rağmen EA'da finansmanın ağırlıklı olarak bankalara dayandığı da dikkate alındığında söz konusu durum daha fazla önem kazanmaktadır. Avrupa Merkez Bankası ise borç krizinin etkilerinin görülmeye başlaması ile birlikte önemli miktarda kamu borç senedi satın almış (2010'dan bu yana satın alınan borç senetleri Euro bölgesi milli gelirinin yüzde 2'sinin üzerindedir), ayrıca mali disiplin kriterlerine uyan ülkelere faiz oranı üst sınırı belirleyerek ihtiyaç durumunda kamu borç senetlerini alma garantisi vererek destek olmaktadır⁶².

4.2. Parasal Birliğe Özel Durumlar

Krizin ABD ve Japonya gibi yüksek borçlu ülkelerle karşılaştırıldığında Euro Bölgesi'nde çok daha şiddetli hissedilmesi, birliğin dayandığı iktisadi argümanların tekrar tartışmaya açılmasına neden olmuştur. Parasal birlik durumunda dengeleyici ortak maliye politikası olmaması nedeniyle dışsal şokların birlik üyesi ülkeler arasında asimetric etkilerinin olacağı birliğin kurulmasından itibaren üzerinde durulan bir konudur. Bu açıdan parasal birliğin sahip olduğu özellikler, kriz sürecinde birlik içerisinde maliye ve para politikalarının karşılıklı etkileşimi ve birbiriyle uyumlu kullanımının önemi konusunda ipuçları vermektedir. Parasal birliğin kendine has özelliklerinden kaynaklanan ve borç krizinin etkisini artıran faktörler şu şekilde sıralanabilir;

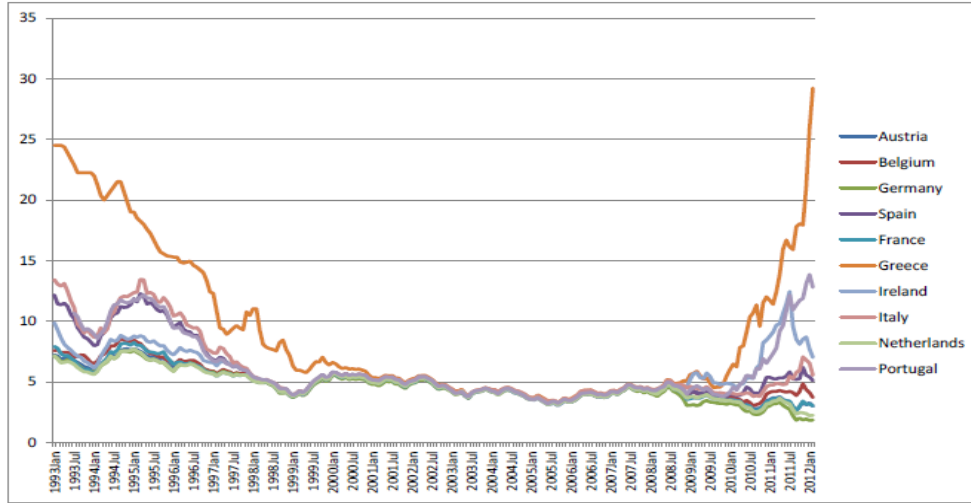
Yayılma etkisi: 2010'ın ikinci yarısında yüksek borçlu ülkelerde başlayan kamu borç krizi bir yıl içerisinde birlik geneline yayılmıştır. Borç krizi önce ülkelerin kamu mali yapıları arasında, ardından da kamu hesaplarından bankacılık sistemine doğru genişlemiştir. Yayılma etkisi dışsallık meydana getirmiş, yani fiyat mekanizması ile çözülemeyen ve doğrudan politika uygulanması gereken bir problemdir. Dolayısıyla politikacıların üzerinde durması gereken öncelikli konu bu yayılma etkisinin ortadan azaltılması olmalıdır. Constancio (2012: 119)'a göre ülkelerin kredi risklerinin dışında 2008-2011 döneminde Yunanistan'ın kredi notunun da diğer Euro Bölgesi ülkelerinin tahvil getirileri üzerinde anlamlı etkisi vardır. Bu etki ekonomik yapısı zayıf ülkelerde daha yüksektir.

⁶¹ Erdem vd. (2011) tarafından analizde Türkiye'de faiz oranları, döviz kuru ve döviz rezervlerindeki hareketleri dikkate alan finansal baskı endeksinin arttığı dönemlerde bankacılık sisteminin kamu kesimine borç vermeyi tercih ettiği tespit edilmiştir.

⁶² Bu noktada kamu borçlarının parasallaşmasının yüksek enflasyonu beraberinde getirme riski gündeme gelmektedir. Ancak EBC likidite oluşumunu sterilizasyon işlemleri ile dengelemekte, diğer bir deyişle para piyasalarına doğrudan müdahale yerine dolaylı müdahaleyi savunan modern yaklaşıma uygun hareket etmektedir (Lane 2012: 60).

Ortak para birimi etkisi: Borç krizi nominal faiz oranı, büyüme oranı ve birincil bütçe dengesine bağlı olduğundan bir bakıma bankacılık krizine benzemektedir. Faiz oranları düşük iken ülkelerin borçlarını sürdürmelerinde sıkıntı yaşanmazken faiz oranları yükseldiğinde bütçe denk dahi olsa borç servisinde problemler ortaya çıkmaktadır (Shambaugh 2012: 9). Şekil 2’de kamu borçlanmasında faiz oranları üzerinde Euro’nun etkisi açık şekilde görülmektedir. Birliğe katılan ülkelerde borç faiz oranları 1998’den itibaren azalmaya ve birbirine yaklaşılmaya başlamıştır. Yunanistan ise birliğe 2001 yılında dahil olmuştur. Kriz döneminde ise 2008’in ikinci yarısından itibaren faiz oranlarında küçük farklılaşmalar ortaya çıkmış, kamu borç sıkıntısının ön plana çıkmaya başladığı 2010 yılından sonra ayrışma daha da artmıştır.

Şekil 2. Euro Bölgesi 10 Yıl Vadeli Kamu Borçlanması Faiz Oranları



Kaynak: Eurostat

Diğer yandan ortak para birimi kullanımı borç krizi sürecini her aşamada etkilemiştir. Öncelikle Euro’nun kurumsal yapısı kriz öncesi dönemde mali riskleri artırmış, bu dizayn parasal aktarım mekanizmalarını kısıtlayarak krizin mali etkisini genişletmiş, kriz sonrası dönemde ise iyileşme sürecini uzatmıştır. Zira ülkelerin ortak para birimi üzerinden borçlanmaları kur riskinin olmaması ve kurtarılmaya güdüsüyle bedavacılık sorununa yol açarak aşırı borçlanma politikalarına yol açmıştır. Ayrıca ulusal paranın devalüasyonu gibi geleneksel kriz karşıtı mekanizmalar devre dışı kalmış, merkez bankalarının son ödünç verme mercii olma özellikleri ortadan kalkmıştır (Buiter, Corsetti ve Roubini 1993; Wyplosz 1997; Lane 2012). Bu nedenlerle konjonktürel karşıtı müdahaleler açısından para politikası zayıflamış, maliye politikasına yeni görevler yüklenmiştir.

Maastricht kriterleri ve SGP: Kamu mali yapılarındaki bozulmada krizin etkisi bilinmekle birlikte birçok Avrupa Birliği ülkesinde bozulma 1990’ların ikinci yarısından itibaren görülmeye başlanmıştır. Her ne kadar Maastricht kriterleri (1992) ve İstikrar ve Büyüme Pakti (1998’de yürürlüğe girmiş, 2005’te revize edilmiştir) mali disiplin konusunda sınırlamalar ve yaptırım mekanizmaları öngörmüş olsa da uygulamada beklenen etkinliği gösterememişlerdir. Bunun bir nedeni mali disipline yönelik kuralların uygulanmasındaki gevşekliliktir. Yunanistan, İtalya, Portekiz, Belçika, Fransa, Almanya, Macaristan gibi ülkelerde kriz öncesi dönemde borç stokunun milli gelire

payı %60'ın üzerindedir⁶³. İngiltere, İspanya, İrlanda gibi ülkelerde ise finansal kriz sonrası kurtarma paketlerinin etkisiyle borç stoku sınırın üzerine çıkmıştır. Yunanistan Euro Bölgesi'ne girdiği tarihten bu yana bütçe açığı kriterini hiçbir dönem sağlayamamıştır. Aşırı açık prosedürünün her aşamasında kararların ECOFIN'de ve nitelikli çoğunluk ile alınmasının bu tablonun oluşmasında önemli etkisi olmuştur.

Maastricht kriterlerinin beklenen etkinliği sağlayamamasının bir diğer nedeni kendi içerisindeki tutarsızlıktır. Bütçe açığı ve borç stoku sınırlamaları arasındaki bağlantı şu şekilde gösterilebilir (Dabrowski 2012: 15-16);

$$d_{t+1} = \frac{d_t}{1+yn_{t+1}} + g_{t+1}(1)$$

Yukarıdaki eşitlikte d_t t dönemindeki genel yönetim borç stokunun GSYH içerisindeki payını, yn_{t+1} t+1 döneminde GSYH nominal büyüme oranını, g_{t+1} ise t+1 döneminde bütçe açığının GSYH'ye oranını ifade etmektedir. t döneminde %60 borç stokunu sonraki yıl %3 bütçe açığı ile birlikte devam ettirmek isteyen bir ülke %5,3; %40 borç stoku ve %3 bütçe açığını sürdürmek isteyen bir ülke ise sonraki yıl %8,1 büyüme oranını yakalamak zorundadır. Ancak 1998 sonrası ortalama büyüme oranının söz konusu değerlerin altında olduğu düşünüldüğünde %3'lük bütçe açığı kuralının uzun dönem mali sürdürülebilirlik için çok gevşek olduğu anlaşılmaktadır.

Gelecekte aynı problemlerin yaşanmaması için 2011-2012 yıllarında yeni reform paketleri hayata geçirilmiş; mali dengenin konjonktür devresinde sağlanması, devresel etkilerden arındırılmış yapısal bütçe dengesine odaklanması, borç sınırına geri dönmek için süre tanınması, risk göstergelerinin ülkelere sürekli takip edilmesi yönünde düzenlemeler yapılmıştır⁶⁴.

Parasal Birlikte İmkansız Üçlü: Bilindiği üzere klasik imkansız üçlü kavramı açık bir ekonomide sabit döviz kuru, bağımsız para politikası ve serbest sermaye hareketliliğinin aynı anda gerçekleşmeyeceğini ifade etmektedir. Beck ve Prinz (2012, 40-43) ise bağımsız ülkelere oluşan bir parasal birlikte bağımsız para politikası, ulusal kamu mali bağımsızlığı ve finansal sıkıntı içerisindeki ülkelere yönelik kurtarma paketlerinin olmadığı bir durumun mümkün olamayacağını iddia etmektedirler. Zira merkez bankalarının müdahale etmediği bir durumda borçların temerrüde düşmesi istenmiyorsa Euro Bölgesi'nde olduğu gibi kurtarmadan başka çare kalmamaktadır. Eğer merkez bankası kamu mali dengesini ön planda tutarak borç senetlerini satın alması ise para politikasının bağımsızlığına zarar verir. Son olarak kurtarma operasyonlarının olmadığı ve bağımsız para politikasının uygulandığı bir sistemin tercih edilmesi durumunda ülkeler borçlanmayı sınırlandırmak zorunda kalacaklardır. Euro Bölgesi'nde kriz dönemindeki uygulamada ise Avrupa Merkez Bankası krizin daha da derinleşmemesi için zor durumdaki ülkelerin kamu borç senetlerini satın almıştır⁶⁵. Dolayısıyla söz konusu imkansız üçlü Parasal Birlik'te ulusal mal bağımsızlık uygulamasının doğru olmadığını göstermektedir.

Benzer şekilde Pisani-Ferry (2012: 4-8) de kamu borçlarından sadece ülkenin kendisinin sorumlu olması (kurtarma operasyonlarının uygulanmaması), kamu borçlarının parasal finansmanının olmaması (merkez bankasının kamu borç senetlerini doğrudan satın almaması), bankacılık sistemi ulusal hükümet bağlantısı şeklinde bir imkansız üçlü tanımlamıştır. Bu üç ilkenin bir arada olması

⁶³ Veriler Eurostat veri tabanından alınmıştır.

⁶⁴ http://european-council.europa.eu/media/639235/st00tscg26_en12.pdf

⁶⁵ AB'nin İşleyişine Dair Antlaşmanın hükümlerine göre Avrupa Merkez Bankası tarafından yürütülecek olan ortak para politikası fiyat istikrarına odaklanmıştır ve kamu borçlarının finansmanında kullanılmaz (m. 123), ayrıca yüksek borçlu birlik üyesine yönelik kurtarma yapılmaz (m.125), ancak ikincil piyasalardan bu borç senetlerini alma opsiyonu vardır.

Parasal Birliği eşsiz kılmaktadır. Mevcut federasyonlar ilk iki koşulu uygulayıp uygulamamakta özgürdür ancak üçüncü prensipten taviz veremezler. Çünkü bankalar önemli miktarda kamu ve özel sektör borç senedine sahiptir ve birlik üyesi ülkelerde hala bankaların kurtarılmasından ülkenin hükümeti sorumludur. Söz konusu bu imkansız üçlü Euro Bölgesini kırılğan bir hale getirmektedir. Literatürdeki her iki tanım da ulusal veya uluslararası düzeyde uygulanan maliye ve para politikalarının birbiriyle uyumlu olmasının önemine işaret etmektedir.

5. AB ÜLKELERİNE YÖNELİK PANEL VERİ ANALİZİ

5.1. Ampirik Literatür

IMF (2010) tarafından 15 gelişmiş ülke için 1980-2009 dönemi verileri kullanılarak yapılan analiz sonuçları para politikası çerçevesinde uygulanan politika faizindeki değişimlerin harcama kesintisi şeklindeki mali konsolidasyonun etkisini azalttığını, ancak vergi artışının etkisini artırdığını göstermiştir. Çünkü vergi artışı uygulamalarının büyük kısmı değer artış kazancından oluşmaktadır ve bu artış enflasyonu yükseltir. Bu durum maliye politikasının para politikası tarafından kısıtlandığı fikrini desteklemektedir. Kollman vd. (2012) ABD ekonomisine ait 1990-2010 yıllarına ait üç aylık verileri kullanarak yaptığı analizlerde bankacılık sistemine yönelik kamusal destek politikalarının reel ekonomi üzerinde güçlü pozitif etkisinin olduğunu; mal ve hizmet alımına yönelik kamu harcamalarının yatırımları dışlamasına rağmen banka yardım programlarının yatırımları pozitif etkilediğini tespit etmiştir. Benetrix ve Lane (2012) ise Ekonomik ve Parasal Birliğe dahil ülkelerde (1980-2007) mali dalgalanmaları inceledikleri çalışmalarında mali çıktılarının devresel özelliklerinde Maastricht kriterleri sonrası gelişme varken parasal birliğin oluşumundan sonra bir bozulma görülmektedir. Ayrıca söz konusu devresel hareketler kredi büyümesi ve sermaye akımı şeklindeki finansal faktörlerden etkilenmektedir. İlk kısım mali reformları olumlu etkisini, ikinci ise parasal birlikte mali disiplinin sürdürülmesi için güçlü bir güdünün olmadığını göstermektedir Baldacci vd. (2009) 1980-2008 yılları arasında gerçekleşen 118 bankacılık krizinde maliye politikalarının etkisini incelemişlerdir. Analizde finansal piyasalara yönelik politikaların kamu finansman kısıtının olduğu ülkelerde resesyon üzerinde güçlü etkisinin olmadığı, bu kısıtın olmadığı ülkelerde ise etkisinin olduğu tespit edilmiştir. In't Veld (2012) normal zamanlarla karşılaştırıldığında Euro bölgesi ülkelerinde olduğu gibi faiz oranlarının sıfıra yaklaştığı kriz dönemlerinde, mali konsolidasyonun milli gelir üzerindeki olumsuz etkisinin daha güçlü olduğunu savunmaktadır.

Diğer yandan Christiano, Eichenbaum ve Rebelo (2011) dinamik stokastik genel denge modelleri çerçevesinde, nominal faiz oranının sıfır alt sınırında sabit olduğu bir ekonomide, para politikasının Taylor kuralına göre yürütüldüğü durumla karşılaştırıldığında kamu harcama çarpanının değerinin daha yüksek olduğunu göstermişlerdir. Benzer şekilde Woodford (2011) bir yeni keynesyen genel denge modelinde, para otoritesinin mali canlanma paketleri sonrası ekonomik faaliyetlerdeki artış ve enflasyona karşılık reel faiz oranlarını artırmasının, faiz oranlarının sabit kaldığı duruma nispetle kamu harcama çarpanının değerini düşürdüğünü ifade etmektedir.

5.2. Veriler ve Metodoloji

Çalışmanın bu bölümünde Avrupa Birliği ülkelerinde GSYH üzerinde iktisadi politikaların etkileri ve bu etkilerin finansal kriz öncesi ve sonrasında değişim gösterip göstermediğı dinamik panel veri analizi kullanılarak incelenmektedir. Analizlerde 27 AB üyesi ülkenin 1995-2011 dönemine ait yıllık verileri kullanılmıştır⁶⁶. Modellerde bağımlı değişken olan GSYH'nin göstergesi olarak kişi başı reel GSYH endeksi (2005=100), açıklayıcı değişkenlerden para politikasını temsilen kısa vadeli reel faiz

⁶⁶ Analizde kullanılan veriler Eurostat ve AMECO veri kaynaklarından derlenmiştir. Avrupa Birliği ülkelerinden oluşturulan dengesiz panelde N: 27, max.T: 459.

oranı (int) kullanılırken, maliye politikası için üçlü bir ayırma gidilmiştir. Bu kapsamda ilk olarak bütçe dengesi için; genel bütçe dengesi (bb) ve devresel etkilerden arındırılmış birincil bütçe dengesi (capb) kullanılmış, kamu gelirleri için genel yönetim toplam kamu gelirleri (rev_{total}), dolaylı vergiler (rev_{indtax}), dolaysız vergiler (rev_{dirtax}) ve sosyal güvenlik katkı payları (rev_{soc}); kamu harcamalarını temsilen toplam genel yönetim kamu harcamaları (exp_{total}), kamu tüketim harcamaları (exp_{cons}), işgücü ücret ödemeleri (exp_{emp}) ve sosyal harcamalar (exp_{sos}) GSYH'ye oran şeklinde analizlere dahil edilmiştir. Açıklayıcı değişken olarak ayrıca her ülkeye ait reel ihracat (logaritmik değer) ve hasılanın normal dinamiklerini politikaların etkilerinden ayırmak için bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri modellerde yer almaktadır.

5.3. Panel Birim Kök Testleri

Panel veri analizi öncesinde ilk olarak serilerin dönemin bütünü için durağanlığının test edilmesi gerekmektedir. Son dönemlerde hızla gelişim gösteren panel birim kök testleri, veri setine zaman boyutuna ek olarak yatay kesit boyutunun da dahil edilmesi nedeniyle zaman serisi birim kök testlerine göre istatistiksel olarak daha güçlüdür. Bunlar içerisinde yatay kesitlerin birbirinden bağımsız olduğu varsayımına dayanan birinci nesil panel birim kök sınamalarından Levin, Lin ve Chu (2002) Breitung (2000) ve Hadri (2000) homojen testlere (yatay kesit birimleri için ortak birim kök), Im, Peseran, Shin (2003), Maddala ve Wu(1997) ise heterojen panel birim kök testlerine örnektir. Bu çalışma kapsamında analize dahil edilen serilerin durağanlıkları LLC ve IPS birim kök testleri kullanılarak incelenmiştir.

Tablo 5: Levin, Lin ve Chu (2002) ve Im, Peseran, Shin (2003) Panel Birim Kök Testleri

	LLC		IPS			LLC		IPS	
	Test ist.	Prob.	Test ist.	Prob.		Test ist.	Prob.	Test ist.	Prob.
rGDP	-1.96797	0.0245	-1.63498	0.0510	rev_{dirtax}	-3.21941	0.0006	-4.59550	0.0000
int	-2.55075	0.0054	-4.58751	0.0000	rev_{indtax}	-2.66687	0.0038	-4.23312	0.0000
bb	-3.61043	0.0002	-7.04567	0.0000	rev_{soc}	-2.01127	0.0221	-1.69623	0.0449
capb	2.27604	0.9886	-0.68129	0.2478	exp_{cons}	0.49840	0.6909	0.32053	0.6257
export	-4.61022	0.0000	-0.58043	0.2808	exp_{emp}	2.06783	0.9807	-0.33366	0.3693
rev_{total}	-4.43343	0.0000	-4.02416	0.0000	exp_{sos}	1.88629	0.9704	0.57321	0.7167
exp_{total}	-3.26823	0.0005	-3.14767	0.0008					

* Gecikme sayıları Schwarz bilgi kriterine göre belirlenmiştir.

Tablo 5'de verilen panel birim kök test sonuçlarına göre devresel etkilerden arındırılmış birincil bütçe dengesi, ihracat, sosyal güvenlik katkı payları (GSYH'ye oranı) ve kamu harcamaları bileşimleri (exp_{cons} , exp_{emp} , exp_{sos}) değişkenleri seviyelerinde durağan olmadığından analizlerde birinci farkları kullanılmıştır. Diğer değişkenler ise seviyelerinde durağandır.

5.4 Dinamik Panel Analiz Sonuçları

Ekonomik ilişkilerin birçoğunda dinamik ilişkiler mevcuttur. Bu kapsamda milli gelir düzeyindeki değişimlerin kendi geçmiş değerleri ile bağlantılı kurularak incelenmesi daha gerçekçi sonuçlar elde edilmesini sağlayacaktır. Ancak bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin dahil edildiği modellerde sabit etki veya rassal etki metotlarının kullanımı gecikmeli bağımlı değişken ile hata terimleri arasındaki korelasyon nedeniyle tutarlı sonuçlar sağlayamamaktadır. Bu nedenlerden dolayı

çalışmada Arellano ve Bond (1991) tarafından geliştirilen, gecikmeli değişkenlerin dinamik panel veri modellerinde araç değişken olarak yer aldığı GMM yöntemi kullanılmıştır. Çalışmanın temel amacı doğrultusunda finansal kriz öncesi ve kriz döneminde politika değişkenlerinin kişi başına milli gelir üzerindeki etkisi 1995-2006 ve 2006-2011 alt dönemleri karşılaştırılarak incelenmiştir. Tahmin edilen modellerde bağımsız değişkenlerin bir bütün olarak bağımlı değişkeni açıklamada anlamlı olup olmadıkları Wald testi, modellerde otokorelasyon sorununun var olup olmadığı AR(1) ve AR(2) spesifikasyon testleri ile incelenmiş ve tüm testlerde problem olmadığına ilişkin beklentilere uygun sonuçlar elde edilmiştir. Modellerde kullanılan araç değişkenlerin içsellik sorunu içerip içermediği Hansen J istatistiği kullanılarak test edilmiştir. Bu test istatistiğinin anlamsız olması beklenmekle birlikte modellerde test istatistiğinin %10 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir.

Analiz sonuçlarına göre 1995-2006 yılları arasında Avrupa Birliği (AB27) ülkelerinde milli gelir geçmiş değerleri ile ilişkili olup dinamik bir yapı arz etmektedir. Beklentilere uygun olarak kısa dönem reel faiz oranları tüm modellerde kişi başına reel milli gelir ile anlamlı ve negatif, ihracat ise anlamlı ve pozitif ilişkilidir. Mali değişkenler açısından bakıldığında devresel etkilerden arındırılmış birincil bütçe dengesi istatistiksel olarak anlamlı şekilde bütçe disiplinin büyümeyi olumlu etkileyeceğine işaret etmektedir. Kamu gelirlerinde yalnızca dolaysız vergilerin işareti beklentilere uygun olarak negatif olmakla birlikte istatistiksel olarak anlamsızdır. Bu grupta tek anlamlı değişken sosyal güvenlik katkı paylarıdır ve işareti pozitifdir. Bilindiği üzere kamu gelirleri içerisinde sosyal güvenlik katkı paylarında artış, sosyal güvenlik sistemi açıklarının kapanması anlamında istikrarı ve ekonomik büyümeyi olumlu etkileyen önemli büyüklükteki bir faktördür. Kamu harcamaları açısından bakıldığında ise toplam kamu harcamaları ve kamu tüketim harcamalarındaki artış beklendiği gibi kişi başına milli geliri olumlu etkilemektedir.

2006-2011 dönemi analiz sonuçları incelendiğinde ise kriz döneminde reel GSYH endeksinin bir önceki değeriyle anlamlı pozitif ilişkili iken iki gecikmeli değeri ile ilişkisine ait katsayının negatif ve anlamsız olması, AB'de uzun dönemde istikrar ve öngörülebilirliğin olmadığını göstermektedir. Analizlerde tüm modellerde faiz oranı değişkeninin anlamlılığının ortadan kalktığı görülmektedir. Bu durum hızla düşen faiz oranlarının belli düzeyden sonra likidite tuzağına yol açtığı şeklinde yorumlanabilir. Ayrıca faiz oranlarının etkisinin anlamsız olması, fiyat istikrarı yerine finansal istikrara önem verildiğini ve dolayısıyla klasik faiz kanalının artık birinci öncelikli araç olma özelliğinin ortadan kalktığını göstermektedir. Finansal istikrar; bankacılık sisteminde istikrar ile döviz kuru ve kredi mekanizmasının etkin çalışmasını ifade etmektedir. Bunun sağlanması için literatürde yeni yapısal konjonktürel mekanizmalar gündeme gelmiştir. Kamu gelirleri açısından bakıldığında toplam kamu gelirleri, dolaysız ve dolaylı vergiler pozitif ve anlamlı katsayılara sahiptir. Beklentilere uymayan bu sonuçlara karşın kamu harcamalarında beklentilere uygun olarak tüm kamu harcama alt kalemlerinin milli gelir üzerinde pozitif ve anlamlı etkilere sahip olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar para politikası faiz kanalının etkinliğinin azaldığı, özellikle kamu harcamaları yoluyla uygulanan politikaların (hem genişletici hem de daraltıcı politika uygulamalarının) olumlu sonuçlar verdiğini göstermektedir.

Tablo 6: Arellano-Bond Dinamik Panel Veri (GMM) Analiz Sonuçları (1995-2006)

	Bütçe Dengesi			Kamu Gelirleri					Kamu Harcamaları			
rGDP ₋₁	1.4003*** (0.076)	1.3773*** (0.0823)	rGDP ₋₁	1.5572*** (0.0594)	1.5444*** (0.0488)	1.5551*** (0.0575)	1.5461*** (0.0518)	rGDP ₋₁	1.6067*** (0.0648)	1.5810*** (0.0644)	1.5668*** (0.0615)	1.5450*** (0.0539)
rGDP ₋₂	-0.3429588 (0.077)	-0.3458*** (0.0843)	rGDP ₋₂	-0.4961*** (0.0722)	-0.4921*** (0.062)	-0.49973*** (0.0672)	-0.47261*** (0.0646)	rGDP ₋₂	-0.5242*** (0.0756)	-0.5336*** (0.0820)	-0.5166*** (0.0766)	-0.4921*** (0.0727)
bb ₋₁	0.0491 (0.0698)		rev _{total,-1}	0.0441 (0.0951)				exp _{total,-1}	0.12116** (0.0568)			
capb ₋₁		0.1403** (0.0589)	rev _{dirtax,-1}		-0.2024 (0.1801)			exp _{cons,-1}		0.2499** (0.1125)		
			rev _{indtax,-1}			0.0084 (0.1736)		exp _{emp,-1}			0.2246 (0.2152)	
			rev _{soc,-1}				0.59919** (0.2915)	exp _{soc,-1}				0.02539 (0.1922)
int ₋₁	-0.2251*** (0.0330)	-0.2429*** (0.0349)	int ₋₁	-0.0548** (0.0224)	-0.0544*** (0.0201)	-0.0521** (0.0224)	-0.0855*** (0.0213)	int ₋₁	-0.0497** (0.0204)	-0.0663*** (0.0208)	-0.0742*** (0.0221)	-0.0634** (0.0246)
export ₋₁	15.6567*** (3.1815)	15.4235*** (3.7158)	export ₋₁	15.217*** (3.1561)	14.971*** (3.1111)	15.327*** (3.0949)	14.9027*** (2.8885)	export ₋₁	14.622*** (3.1836)	15.740*** (3.1836)	15.165*** (3.1578)	15.623*** (3.152)
trend	-0.1931** (0.0804)	-0.1431* (0.0776)	trend	-0.0830 (0.0795)	-0.0866 (0.0857)	-0.071 (0.0757)	-0.0983 (0.0902)	trend	-0.10373 (0.0763)	-0.6879 (0.0885)	-0.0750 (0.0832)	-0.1389 (0.0849)
cons	-1.5490 (2.7647)	-1.9358 (2.6452)	cons	-5.2809 (3.7331)	-0.38536 (3.5781)	-3.320 (2.1120)	-11.238** (4.6951)	cons	-10.855*** (3.1125)	-2.622 (2.3875)	-2.7397** (3.3710)	-10.056 (2.2506)
Wald T.	10560***	7418***		8014***	6849***	7119***	4940***		11188***	7536***	6105***	11695***
HansenJ	6,53*	6,35*		7,59*	14,35**	6,20*	8,26*		9,12*	9,43*	8,25*	9,43*
AR(1)	-3,97***	-3,808***		-3,09***	-3,47***	-3,39***	-3,41***		-3,36***	-3,38***	-3,27***	-3,35***
AR(2)	-0,322	-0,431		-0,152	-0,095	-0,186	-0,104		0,481	0,626	0,611	0,444
N	204	194		217	217	217	217		210	201	207	207

Not: Parantez için değerler düzeltilmiş standart hatalardır. ***, **, * işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde katsayıların anlamlı olduklarını göstermektedir.

Tablo 7: Arellano-Bond Dinamik Panel Veri (GMM) Analiz Sonuçları (2006-2011)

	Bütçe dengesi			Kamu Gelirleri					Kamu Harcamaları			
rGDP ₋₁	0.26488*** (0.0959)	0.27155*** (0.0958)	rGDP ₋₁	0.32962*** (0.0816)	0.23623** (0.0975)	0.2930*** (0.0898)	0.3424*** (0.1115)	rGDP ₋₁	-0.3252 (0.3176)	0.5003*** (0.1123)	0.8516*** (0.1815)	0.4778*** (0.1401)
rGDP ₋₂	-0.2532** (0.0992)	-0.24899** (0.0985)	rGDP ₋₂	-0.2250* (0.1103)	-0.2629** (0.1088)	-0.209** (0.1028)	-0.2908*** (0.1047)	rGDP ₋₂	-0.2287 (0.1306)	-0.4023*** (0.1326)	-0.5761*** (0.1416)	-0.4327*** (0.1152)
bb ₋₁	0.30126** (0.1249)		rev _{total,-1}	0.8614*** (0.1915)				exp _{total,-1}	-0.6677** (0.3720)			
capb ₋₁		0.31003** (0.1221)	rev _{dirtax,-1}		1.0796*** (0.3418)			exp _{cons,-1}		1.5613** (0.5092)		
			rev _{indtax,-1}			1.5936*** (0.4312)		exp _{emp,-1}			1.141** (0.574)	
			rev _{soc,-1}				-0.3868 (0.5900)	exp _{soc,-1}				0.7092* (0.3934)
int ₋₁	-0.0962 (0.1223)	-0.1064 (0.1249)	int ₋₁	-0.0279 (0.1116)	-0.0240 (0.1394)	-0.0559 (0.1007)	0.0072 (0.1232)	int ₋₁	-0.3043 (0.2021)	0.0944 (0.1418)	0.1531 (0.1482)	0.1050 (0.1617)
export ₋₁	30.397*** (8.098)	30.471*** (8.0283)	export ₋₁	38.278*** (7.8375)	35.139*** (7.624)	32.426*** (8.3470)	31.055*** (7.5399)	export ₋₁	20.584 (12.950)	39.877*** (6.8087)	46.35*** (6.438)	37.003*** (7.902)
cons	53.457* (31.285)	51.518 (30.819)	cons	-3.5784 (30.655)	35.45 (29.86)	21.435 (29.978)	50.918 (35.447)	cons	161.20** (71.679)	25.985 (27.608)	-5.355 (25.304)	36.914 (30.273)
Wald T.	232***	223***		114,9***	190,4***	123,8***	330,2***		113,2***	227,6***	142,6***	292***
HansenJ	8,39*	12,72*		13,65*	12,03*	8,65*	6,57*		14,05**	10,39*	12,13*	8,85*
AR(1)	-2,02**	-2,05**		-1,52*	-1,42	-1,75*	-2,20**		0,42	-2,31**	2,24**	-2,16**
AR(2)	1,701*	1,72*		0,955	1,18	1,26	1,89*		1,65	1,69	1,44	0,92
N	78	78		78	78	78	78		78	78	78	75

Not: Parantez için değerler düzeltilmiş standart hatalardır. ***, **, * işaretleri sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde katsayıların anlamlı olduklarını göstermektedir.

6. SONUÇ

Küresel finansal kriz öncesi dönemde uygun konjonktürel koşullar sayesinde sağlanan mali disiplin, temel göstergeler itibarıyla yapısal olumsuzlukları gizlemiş, dikkatlerin kamu mali dengeleri ve ulusal/uluslararası riskler yerine hasıla açığına yönelmesine yol açmıştır. Bu dönemde finansal piyasalara yönelik düzenlemelerin ülkelere bırakılması sebebiyle ulusal hükümetlerin bankacılık krizinin doğrudan ve dolaylı maliyetleri üstlenmeleri, sonra yıllarda ortaya çıkan borç krizinin temellerini atmıştır. Ancak bu durum, yaşanan finansal krizin kamu maliyesine getirdiği yükün, gelişmiş ülkelerde daha önceki finansal krizlere nispetle daha ağır olmasına neden olmuştur.

2007 sonrası birbiriyle bağlantılı üç kriz (bankacılık, kamu borç krizi ve büyüme krizi) geleneksel kriz karşıtı politikaları tartışmaya açmış ve iktisat politikalarına yönelik mevcut bakış açısını birçok açıdan değiştirmiştir.

İlk olarak kısa dönemde istikrar için daha esnek ve politik müdahalelerden uzak olması nedeniyle para politikasının daha etkili bir araç olduğu kabul edilirken, faiz oranlarının sıfıra yaklaştığı dönemlerde canlanma için maliye politikasının gerekli olduğu anlaşılmıştır. Diğer yandan borç krizinden çıkış için uygulanan mali konsolidasyon politikaları kısa dönemde hem reel ekonomi hem de bankacılık sisteminin mali yapısı üzerinde güçlü etkilere sahiptir.

Finansal piyasalara yönelik düzenlemeler bir diğer etkili kriz aracıdır. Zira bir yandan banka kurtarma operasyonları yoluyla maliyetlerin kamuya aktarılması, diğer yandan güvenilirlik etkisi (too big to fail problems), finansal sisteme olan güvenin hala hükümet desteklerine bağlı olduğunu göstermiştir.

Kriz süreciyle birlikte parasal aktarım mekanizmaları ve dolayısıyla para politikası uygulamalarında da değişim yaşanmıştır. Normal zamanlarda temel para politikası aracı kısa vadeli faiz oranları iken ve faiz oranlarının sıfıra yaklaşmasının nadir karşılaşılan bir durum olduğu düşünülürken; likidite tuzağının bir anda makroekonomik tartışmaların merkezine yerleşmesi, merkez bankası bilançolarının kısa dönemde etkili bir politika aracı olarak kullanılmasının yolunu açmıştır. Merkez bankası geniş ölçekli likidite desteği ve kamu borç senetlerinin satın alınması gibi standart dışı politikalar uygulamıştır. Ancak bu tür tedbirlerin kalıcı bir çözüm değil bir kriz yönetim aracı olarak algılanması çok önemlidir. Aksi takdirde merkez bankalarının temel hedefi olan enflasyonla mücadele gücü ve güvenilirlikleri azalacaktır.

Borç krizinin Avrupa Birliği içerisinde diğer ülkelere nispetle daha şiddetli yaşanması, birliğin iktisadi temellerindeki zayıf noktalarını gün yüzüne çıkarmıştır ve Euro'nun orijinal yapısına zarar vermiştir. Parasal birliğin yanında maliye politikasının dizaynına yardımcı olmak üzere 2008 sonrası bağımsız mali kurumlar oluşturulmuştur. Mali ve finansal dalgalanmalar arasındaki ilişki, maliye ve para politikalarının krize karşı uyumlu bir şekilde kullanılmasının önemini göstermiştir. Her iki politika arasında ekonominin normal zamanlarında var olan ilişkiye ek olarak kriz dönemlerinde yeni bağlantı kanalları da ortaya çıkmıştır. Bu durum çarpanın parasal rejime bağlı olması nedeniyle doğrudan hesaplanmasının yanlışlığını kanıtlamıştır. Çalışmanın uygulama bölümünde elde edilen sonuçlar AB ülkelerinde kriz öncesi dönemde para politikasının reel faizler üzerinden ekonomide önemli etkilere sahip olduğunu, ancak kriz sonrası bu etkinin istatistiksel olarak anlamlılığının ortadan kalktığını, dolayısıyla faiz kanalının etkinliğini kaybettiğini ve para politikasında önceliğin finansal istikrara verildiğini; maliye politikası araçlarının ise özellikle

harcamalar kanalı ile reel kişi başına gelir üzerinde kriz öncesi döneme göre daha anlamlı etkilere sahip olduğunu göstermiştir.

KAYNAKÇA

- Arellano, Manuel ve Bond, Stephen (1991), "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations", *Review of Economic Studies*, 58 (2), pp. 277–297.
- Baldacci E.; Gupta S. ve Mulas-Granados C. (2009), How Effective is Fiscal Policy Response in Systemic Banking Crises?, *IMF Working Paper* 09-160.
- Beck H. ve Prinz A. (2012), "The Trilemma of A Monetary Union: Another Impossible Trinity" *Intereconomics*, Volume 47, Issue 1, pp 39-43
- B n trix A.S ve Lane P.R. (2012), Fiscal Cyclicalit  and EMU, The European Debt Crisis: Background and Perspectives conference, Copenhagen, 13/14.04.2012.
- Breusch, T. S. ve Pagan, A. R (1980), "The Lagrange Multiplier Test And Its Applications To Model Specification In Econometrics", *Review Of Economic Studies*, Blackwell Publishing, Vol. 47 (1), s. 239-253.
- Buiter, Willem; Corsetti, Giancarlo ve Roubini Nouriel (1993), "‘Excessive Deficits’: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht." *Economic Policy*, Vol.8 No.16, s.57–100.
- Christiano, Lawrence, Martin Eichenbaum, and Sergio Rebelo. 2011. "When Is the Government Spending Multiplier Large?" *Journal of Political Economy*, 119 (February): 78-121.
- Constancio V. (2012), "Contagion And The European Debt Crisis", *Banque de France Financial Stability Review*, No. 16, s109-121.
- Dabrowski, Marek (2012), Fiscal and Monetary Policy Determinants of the Eurozone Crisis and its Resolution, *Case Network Studies & Analyses* no. 443.
- ECB (2010), "Monetary Policy Transmission in The Euro Area, A Decade After The Introduction Of The Euro", *ECB Monthly Bulletin* May 2010, s85-98.
- European Commission (2012a), Facts and figures on State aid in the EU Member States, Commission Staff Working Document, Brussels.
- European Commission (2012b), Eurostat Supplementary Table For The Financial Crisis, Background note (October).
- Erdem, Ekrem; M. Fatih  lg n ve C neyt Dumrul; (2011), "Finansal  stikrarın Bankacılık Sisteminin Bor Verme Politikaları  zerindeki Etkisi: 2008 K resel Krizi erevesinde T rkiye  zerine Bir  nceleme", *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, Cilt:5, Sayı :1, s9-34.
- Friedman, B.M. (2012), "Monetary Policy, Fiscal Policy, and the Efficiency of Our Financial System: Lessons from the Financial Crisis", *International Journal of Central Banking*, Vol. 8 No. S1, s.301-309.
- Honohan, Patrick ve Daniela, Klingbiel (2003), "The Fiscal Cost Implications of an Accommodating Approach to Banking Crises", *Journal of Banking and Finance*, 27(8), p.539-1560.
- Im, K.S.; Pesaran, M.H. ve Shin, Y. (2003), "Testing for unit roots in heterogeneous panels", *Journal of Econometrics*, Volume 115, Issue 1, p. 53–74.

- In 't Veld J. (2012), Fiscal Policy in the Euro Area Crisis and its impact on growth, CEPS-ENEPRI conference “EU Growth prospects in the shadow of the crisis”, Brussels, 22.09.2012
- IMF (2008). “World Economic Outlook October 2008: Financial Stress, Downturns, and Recoveries”. *World Economic and Financial Surveys*.
- IMF (2010), “Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation.” *World Economic Outlook: Recovery, Risk, and Rebalancing*: 93-124. October.
- Kirchner, M. ve Wijnbergen S. (2012), “Fiscal Deficits, Financial Fragility, and the Effectiveness of Government Policies”, *Tinbergen Institute Discussion Paper* 044/2.
- Kollmann R.; Roeger W. ve In't Veld J. (2012), “Fiscal Policy in a Financial Crisis: Standard Policy versus Bank Rescue Measures”, *American Economic Review: Papers & Proceedings* 2012, 102(3): 77–81.
- Laeven, Luc ve Valencia, Fabian (2008), Systemic Banking Crises: A New Database, IMF Working Paper WP/08/224.
- Laeven, Luc ve Valencia, Fabian (2010), Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly, IMF Working Paper WP/10/146.
- Lane, Philip R. (2012), “The European Sovereign Debt Crisis”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.26, No.3, p.49–68.
- Levin, Andrew; Chien Lin; James Chu, (2002) “Unit Roots Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties.” *Journal of Econometrics* No.108, p.1-24.
- Matheron, J; Mojon B. ve Sahuc J. (2012), “Public Debt, Monetary Policy And Financial Stability”, *Banque de France Financial Stability Review*, No. 16, s.155-167.
- Milesi-Ferretti, Gian Maria and Lane, Philip R., External Adjustment and the Global Crisis (August 2011). IMF Working Papers 11/197 <http://ssrn.com/abstract=1917918> (erişim tarihi: 14.12.2012)
- Parasız, İlker (2009), Finans Krizinin Güven Krizine Dönüşmesi: Küresel Kriz, Ezgi Kitabevi, 193s.
- Pesaran Hashem. (2004). “General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels.” Working Paper 0435 University of Cambridge.
- Pisani-Ferry, Jean (2012), “The Euro Crisis And The New Impossible Trinity”, *Bruegel Policy Contribution*, issue 2012/01.
- Ramey, Valerie (2011), “Can Government Purchases Stimulate the Economy?” *Journal of Economic Literature* 49:3 (September): 673–685
- Ray, Nigel (2009). “The Role of Fiscal Policy in the Current Environment”, Keynote Address to the Finance Professionals Forum, Sydney, 31 March 2009.
- Reinhart, CarmenM. ve Kenneth S. Rogoff (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- Romer, Christina (2011), “What Do We Know About the Effects of Fiscal Policy?: Separating Evidence from Ideology” (Berkeley, CA: U.C.) <http://elsa.berkeley.edu>.

- Shambaugh J.C. (2012), The Euro's Three Crises, Brookings Papers on Economic Activity, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.228.9892&rep=rep1&type=pdf>
- Soros, G. (2012a): Remarks at the Festival of Economics, Trento, Italy, June 2, <http://www.georgesoros.com> (Erişim tarihi: 21.01.2013)
- Spilimbergo A., S. Symansky, O. Blanchard, C. Cottarelli (2008). Fiscal Policy for the Crisis. IMF Staff Position Note SPN/08/01.
- Valencia, F.; Nedelescu O.M; Seal K; Pazarbasioglu C; Laeven L; Dobler M ve Claessens S (2011), Crisis Management and Resolution: Early Lessons from the Financial Crisis, IMF staff discussion note 2011/05.
- Woodford, Michael (2011) "Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier", *American Economic Journal*, Macroeconomics 3 (January): 1-35.
- Wyplosz, Charles (1997), "EMU: Why and How It Might Happen", *Journal of Economic Perspectives*, Vol.11 No.4, p.3-22.