

**İNGİLTERE’DE MALİYE POLİTİKALARI: KRİZ  
ORTAMINDA DOLAŞAN KEYNESYEN RUH\***  
**FISCAL POLICY IN UK: THE KEYNESIAN SPIRIT IN  
CRISIS ENVIRONMENT**

**Yrd. Doç.Dr. Hale BALSEVEN\*\***

**ÖZET**

*Son otuz beş yılda, maliye politikasının konjonktür karşıtı bir araç olarak kullanımı popülaritesini yitirmiştir. Bununla birlikte, 2007 ortalarında başlayan finansal kriz, 2008 sonbaharında zirvesine ulaştığında her şey çok fazla değişmiştir. Bu çalışma, İngiltere’deki ekonomik durumdaki kötüleşmeye karşı bir araç olarak maliye politikasının rolünü analiz eder. Maliye politikası, politika alternatifleri oluşturmada ve şokları ve dengesizlikleri yönetmede önemli olmaya devam eder.*

**ABSTRACT**

*The use of fiscal policy as a counter-cyclical tool has declined in popularity over the last 35 years. However, everthing has changed a lot since the financial crisis that started in mid-2007 has reached a climax in the autumn of 2008. This paper analyses the role of fiscal policy as a tool against economic downturn in UK. Fiscal policy remains important in setting the policy mix and in managing shocks and imbalances.*

Maliye Politikası, İngiltere, Keynezyen Politikalar, Finansal Kriz  
Fiscal Policy, United Kingdom, Keynesian Policies, Financial Crisis

**GİRİŞ**

ABD’de Fanni Mae ve Freddie Mac’in alımı, Lehman Brothers’ın rekor iflası ve sermaye piyasası ayağının Barclays’e satışı, Merrill Lynch’in Bank of America ile zorla gerçekleştirilen evliliğinin ardından devletin likiditesi kurumuş American International Group’u devralması liberal ekonominin merkezinde gerçekleşen radikal gelişmeler olarak finansal tarihe geçti.

\* Çalışmanın tasarımından son haline ulaşmasına kadar geçen aşamada büyük emeği olan İsmail Engin’e katkıları için teşekkür ederim.

\*\* Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Maliye Bölümü Öğretim Üyesi

Dünyanın yedinci büyük ekonomisi İngiltere ise 2008'in iki çeyreğinde gerçekleşen negatif büyüme rakamlarıyla bir resesyona doğru ilerlerken, Ağustos 2007'de ABD'de kredi tıkanması ile başlayan krizin etkilerine maruz kalmıştır. İngiltere'de finansal hizmetler ekonominin daha büyük bir kısmını oluşturduğu ve hane halkları daha borçlu olduğu için bu ülkedeki emlak piyasasındaki şişme daha tehlikeli olarak değerlendirilmektedir. İngiltere hükümeti ekonominin varolan sorunlarının farkındalığıyla ABD ve Avrupa Merkez bankasından önce piyasalara likidite desteği sağlamış ve ciddi bir resesyon tehditine karşı hızlı bir kurtarma paketi devreye sokmuştur.

2008'in son çeyreğinde Dünya ekonomisinde yaşanan gelişmeler devletin ekonomideki işlevlerine ilişkin bir tartışmayı da başlatmıştır. Endüstrileşmiş ülkelerde John Maynard Keynes'in öncülüğünü yaptığı devletin en geniş kapsamlı ekonomik müdahalesinin erdemlerinin tekrar farkına varılırken dünya laissez-faire'nin nasıl sona erdiğine tanıklık etmiştir. İngiltere Maliye Bakanı, Keynes'in yazdıklarının çoğunun hala geçerli olduğunu açıklarken Başbakan, düşen talebe karşı koymak için daha yüksek borçlanmayı savunmuştur. İngiltere'de monetarizmin etkinliğini sürdürdüğü 30 yılı aşkın süreden sonra Keynesyenizm'e bu resmi geri dönüşün sembolik önemi bir yana politikaların kapsam ve etkilerinin ortaya konulması daha az önemli değildir.

Ekonomik çöküşün önlenmesi için AB dönem başkanı, AB komisyonu başkanı, Avrupa Merkez Bankası ve Euro kullanan ülkelerden oluşan Euro grup başkanından oluşacak bir ekonomik kriz komitesi oluşturulması gündeme gelmiştir. Bu önlem serbest piyasa ekonomisinin iki vazgeçilmez kanadı olan finans ve üretimin sağlıklı, doğal bir yapılanmayla büyüebilmesi için ihtiyaç duyulan koordinasyon gereksiniminin kriz ortaya çıkmadan önce oluşturulacak klasik eşgüdüm çabalarında bulunacak kurullarla giderilmesinin zorunlu olduğunu ortaya koyuyor. Bu kapsamda üzerinde fikir birliğine varılan konular; her ülkenin ulusal çapta sorumluluğunu üstlenmesi ve mali kurtarma işlemleri yapılırken rekabet kurallarına saygı gösterilmesi, devlet garantisi verilerek bankalar arası kredi alışverişinin desteklenmesi, zor durumdaki bankaların operasyonları ve finansmanlarına 31 Aralık 2009 tarihine kadar güvence sağlanması ve bu bankalara sermaye desteği verilmesidir. Banka idaresine getirilecek alt düzeydeki kamusal denetimler, finansal stabilitenin korunmasına katkı sağlayabilir. Kapitalizmin gördüğü en teknik kriz karşısında, bir yandan küresel ölçekte girişimler sürerken diğer yandan da ülkeler ulusal bazlı düzenlemelerle krizden korunma ve hasarı en sınırlı biçimde atlatma yollarını aramaktadırlar.

Bu çalışmanın amacı, İngiltere'de krize karşı çözüm olarak gündeme getirilen Keynezyen maliye politikalarının kapsamı ve işlevselliğinin ortaya konulmasıdır. Bu konu, gerek devletlerin ekonomideki rolüne ilişkin teorik tartışmaları, gerekse günümüzde maliye politikasının alabileceği biçimleri gündeme getirmesi bakımından önemlidir. Bu çerçevede, çalışmada öncelikli olarak İngiltere'de Maliye Politikalarının evrimine yer verilecektir. İzleyen

bölgelerde, ortaya çıkan krizin kısa bir serüveni, etkileri ve İngiltere’nin tekil olarak krizi aşma çabaları konu edilecektir.

## 1. İNGİLTERE’DE MALİYE POLİTİKALARI

İngiltere’de savaş sonrası dönemin başından sabit kur rejiminin sonu olan 1970’lere kadar maliye politikası istikrar politikasının temel aracıdır. Maliye politikası, düşük talep dönemi boyunca tam istihdam amacına ulaşmak için yurt içi talebi canlandırmak için kullanılırken, talep yüksek olduğunda, gelirler ve fiyatlar yükselmeye başladığında, ödemeler dengesi ve kur krizlerinden kaçınmak için ekonomiyi sınırlandırmak için kullanılmıştır. 1950 ve 1960’larda maliye politikasının yönündeki genişletici ve daraltıcı politikalar dönemleri biçiminde gerçekleşen sürekli değişim, dur-kalk (stop-go) politikalar olarak bilinir hale geldi.

1950 ve 1960’lardaki ödemeler dengesi krizleri maliye politikasının bir stabilizasyon aracı olarak etkin bir biçimde işleme kabiliyetini azaltmıştır. Krizler temelde, çevrimin her çıkış döneminde ücret ve fiyatlar artarken, çevrimin düşüş döneminde ücret ve fiyatlardaki aşağı yönlü esneklik çok düşük olmasının reel kur oranlarında bir değerlenmeye neden olması ile ilgiliydi. Bu dönemde, tam istihdam hedefi ile sabit kur oranı paritesinin sürdürülmesi bir ölçüde tartışmalıydı. Bu problemlere rağmen talep yönetimi ilkesi geniş ölçüde kabul edilmişti. Keynezyenizm geçerli ekonomik düşünce okulu ve temel yetersizlik parasal geçiş mekanizmasını anlamaktı<sup>1</sup>.

Maliye politikasının talebi istikrarlı kılmak için etkinliğini azaltan bir diğer konu politika uygulama gecikmeleri idi. Kamu yatırımlarını ayarlama problemleri 1950’lerde zaten ortaya konulmuş olduğu için daha fazla önem dolaylı ve dolaysız vergiler üzerindeki değişimlere verildi. 1961’de hükümet maliye politikası ile ilgili gecikmeleri önlemek için bir “Vergi Regülatörü” getirdi. Vergi regülatörü düzenlemesi, bütçeler arasında tüketim vergisi oranlarını her iki yönde de %10 değiştirme kabiliyetini Maliye Bakanı’na sağladı.

1950’ler boyunca kamu harcamalarına ilişkin kararlar talep yönetiminden ziyade büyük ölçüde diğer politika amaçlarına hizmet etmeye dayalıydı ve ekonomik ortam ya da diğer harcama gereklilikleri dikkate alınmıyordu. Kamu harcamalarına ilişkin bazı ayırıcı revizyonların bir miktar istikrar etkisine sahip olmasına rağmen, talep yönetimi büyük ölçüde gelir yönüyle yönetildi.

1970’lerde gözlenen yüksek enflasyon oranları ilginç enflasyonun düşük tutulması biçiminde makro ekonomik politikaya çevrilmesine neden oldu ve 1970’lerde para politikası geçerli stabilizasyon aracı haline geldi. Bunun yanında 1970’lerde yaşanan gelişmeler maliye politikasının istikrar aracı olma işlevini azalttı. Bunlardan ilki, 1972’de makroekonomik politikada sabit kur rejiminden dalgalanan kur oranı rejimine geçilmesi diğeri ise,

<sup>1</sup> HM Treasury, **Fiscal Stabilisation in EMU**, A Discussion Paper, HM Treasury Stationery Office, London, (2003), s. 35.

1970'lerde gerçekleştirilen finansal piyasalardaki deregülasyonlardı. Maliye politikasının sabit kur rejimine göre dalgalı kur rejiminde daha az etkin iken para politikası sabit kur rejimine göre dalgalı kur rejimlerinde daha etkindir.

1980'lerde talep yönetimi aracı olarak para politikasının kullanımına kayma devam etti. Genellikle Thatcher hükümetinin enflasyonun kontrolünü makroekonomik politikanın merkezine koyarak İngiltere'ye monetarist bir deneyim uyguladığı söylenir. Bununla birlikte ayrıntıda hükümetin stratejisi liberal ekonomik ideoloji ve ondan miras olarak alınan politika araçlarının karmasıdır. Makroekonomik politikanın temelleri "Orta Dönem Finansal Strateji"dir. (Medium Term Financial Strategy). Burada para arzı büyümesi için tanımlanan hedefler yer alır ve bu amaçlara ulaşmak için tasarlanan araçlar faiz oranı ve kamu borçlanmasıdır. Bu para arzının doğrudan kontrol edilmesini savunan ortodoks monetarizmle uyumlu değildir<sup>2</sup>.

1979-82 arasında hükümet hedeflediği parasal büyümeyi sürdürmek üzerine odaklandı ve bunu yapmak için faizleri rekor seviyelere çıkardı. Diğer yandan yüksek ve yükselen işsizliğe rağmen kamu harcamalarında ve kamu borçlanmasında çok büyük kesintiler gerçekleştirdi. Bu deflasyonist politikalara rağmen, para arzı büyümesine ilişkin hedefler tutturulamazken, bu politikalar ekonominin derin bir resesyona girmesine neden olmuştur. Yüksek faiz oranları yatırım ve tüketimi caydırırken, pek çok şirket için iflas ve fabrika kapanmalarına varan nakit problemi yarattı. Sıkı maliye politikası, resesyon döneminde tüketim ve kamu sektör yatırımlarını daha da azaltarak normal olarak işleyen mali stabilizatörlerin etkinliğini ortadan kaldırdı. Yüksek faizler kur oranının değerlendirilmesine varırken düşük ihracat ve yüksek ithalatla ticaret performansında kötüleşme yaşandı. Bu politikalar, 1979-1981 arasında GSMH'nın yıllık ortalama %1.6'lık düşmesine neden olmuştur<sup>3</sup>.

1982'den sonra işsizlikteki büyük artış karşısında faiz oranı ve maliye politikasında gevşeme yapıldı. Faiz oranları düşürüldü (1981'de %16'dan 1984'te %8.5'e) ve 1982 ve 1983'te vergi indirimleri yapıldı. 1980'lerin ortasında parasal hedefler ikinci plana alınırken kur oranı onun yerine merkezi bir konuma geçti. 1980 ortasında finansal deregülasyon ve varlık fiyat enflasyonunun hızlanması çevrimi ile ateşlenen yurtiçi şok, yurt içi kredi patlamasıdır<sup>4</sup>. Kredinin kolaylıkla elde edilebilirliği mortgage'lerde dahil olmak üzere özel sektörün zenginliğini artırarak mülk fiyatlarının artması ile sonuçlandı. Bu zenginlik artışı mülk fiyatlarını daha da artırdı ve kredi talebini yükseltti. Kredi genişlemesi üretim ve istihdamda kısa dönem bir canlanmayı sağlamasına rağmen enflasyonu da hızlandırmıştır.

1980'lerde, politika yapıcıların ekonomik çevrimin mali durum üzerindeki etkisini dikkate almadaki başarısızlıkları maliye politikasının ekonomi üzerinde bir istikrarsızlık etkisine sahip olmasına neden olmuştur. 1980'ler boyunca bütçeler açık veriyorken, dönemin sonuna doğru üretim hızla artışı için bütçe fazlaları gerçekleşmiştir. Çevrimsel etkilerden

<sup>2</sup> Michael Kitson and Jonathan Michie, **The Political Economy of Competitiveness**, Routledge, London, 2000, s. 84.

<sup>3</sup> Michael Kitson and Jonathan Michie, a.g.e., s. 84.

<sup>4</sup> Michael Kitson and Jonathan Michie, a.g.e., s. 85.

arındırılmış rakamların bir bütçe açığının olduğunu göstermesine rağmen, hükümet bir yandan para politikasını gevşetirken diğer yandan 1986, 1987, 1988 ve 1989 bütçelerinde önemli vergi indirimlerine gitmiştir. 1988 ve 1989 yılındaki düşük de olsa (GSMH'ya oranla %1.7 ve %1.5) gerçekleşen bütçe fazlaları, hükümeti sağlam bir bütçesel pozisyona sahip oldukları gerekçesi ile vergi indirimlerinden ortaya çıkacak enflasyon riskini önemsememeye itti. Gerçekte ise talep hızla büyürken vergi indirimleri hiç kuşkusuz stabilize edici idi ve hem para hem de maliye politikasının büyüyen talebi sınırlandırmak için kullanılması gerekiyordu<sup>5</sup>. Örneğin emlak piyasasındaki patlama ciddi ve karmaşık bir faktördü daha sıkı regülasyonu da kapsayan çok daha spesifik politikalar gerektirirken, mali sıkılaştırma ya da çok daha doğrudan önlemlerden ziyade para politikası düzenlemeleri getirilmiştir. Politika yapıcılar, kur oranlarında büyük yukarı yönlü hareket olmaksızın 1988/89'da kısa dönem faiz oranlarını, %15 zirve değerine kadar yükseltme yönünde yönettiler. İstikrarlı bir finansal ortam oluşturacağı varsayılan bu politika, zıttını oluşturdu. 1980 sonrasında uygulanan, enflasyonist şoklara karşı stabilize edici olarak düşünülen orta dönem finansal strateji, kredi patlamasında ortaya çıktığı gibi diğer şokların çoğuna karşı etkisizdir. 1990'ların başında ekonomi resesyona girdiğinde bütçe açığı GSMH'nın %6'sını aşarak rekor düzeylere ulaştı<sup>6</sup>.

1990'ların ilk yarısında istikrar politikasının temel odağı para politikası olarak kaldı. Ekim 1990'dan Eylül 1992'ye kadar yurt içi faiz oranı sterlin değişim oranı ERM Kur Oranı Mekanizması bandı içinde baskılı bir dönemden sonra, 1992'de sterlinin ERM'den çıkışını izleyen dönemde, para politikası ilk defa başlangıçta bir bant içinde enflasyon hedeflemesi için açıkça kullanıldı. Bununla birlikte, politikadaki bu değişikliğe rağmen enflasyon beklentileri enflasyon hedefinden yüksek kaldı ve sorun uygulanan politika düzenlemelerine kredibilite yetersizliği olarak değerlendirildi<sup>7</sup>.

1990'lar boyunca para politikası istikrar aracı olarak sadece çok küçük bir rol oynamaya devam etti. Hazine tarafından hesaplanan 1970'lerden bu yana iktisadi faaliyetteki kısa dönem çevrimlere ilişkin verilere göre, ekonomi bu dönemde kendi uzun dönem üretim trendinin ya altında ya da üstünde bulunmaktaydı. 1997'de göreve gelen İşçi Partisi hükümetinin para ve maliye politikasının en önemli özelliği ekonomik istikrarı sağlamaktır<sup>8</sup>. 1997'de İşçi Partisi tarafından getirilen yeni mali çerçeve, hükümete mali kuralları gerçekleştirdiği sürece maliye politikasını ekonomiyi stabilize etmek için kullanmasına izin verdi. Bu yeni düzenlemede, para politikası ve faiz oranlarının talep yönetimi için temel araç olma rolü devam eder. Maliye politikası sadece para politikasının

<sup>5</sup> T. Buxton, P. Chapman, P. Temple, **Britain's Economic Performance**, Second Edition, Routledge, 2004, s. 53.

<sup>6</sup> Ed Balls and Gus O'Donnell, **Reforming Britain's Economic and Financial Policy**, Palgrave, 2002, New York, s. 223.

<sup>7</sup> HM Treasury, **Fiscal Stabilisation in EMU**, A Discussion Paper, HM Treasury Stationery Office, London, (2003), s. 37.

<sup>8</sup> Ed Balls and Gus O'Donnell, a.g.e., s. 211-212.

istikrar rolünü otomatik stabilizatörlerin işlemesiyle ekonominin yönünü yumuşatması ile desteklemektedir.

Bu mali çerçeve, finansal istikrar kodlarından oluşturulan (Code For Fiscal Stability) beş mali yönetim ilkesine dayalıdır. Bunlar; açıklık, istikrar, sorumluluk, adalet ve etkinliktir. Bu ilkelere dayalı olarak hükümetin temel mali amaçları;

i. Orta dönemde sağlam kamu maliyesini garantilemek ve hem şimdiki hem de gelecek kuşaklar arasında harcama ve vergi politikalarında adaleti sağlamak

ii. Kısa dönemde para politikasını desteklemek, özellikle ekonomik dalgalanmaların yumuşatılmasında ekonomik stabilizatörlerin işlemesini sağlamak

Bu amaçlar iki mali kural aracılığıyla uygulanır ve maliye politikasının performansı bu kurallara göre değerlendirilir.

i. Altın kural; ekonomik çevrimde hükümet cari harcamaları finanse etmek için değil sadece yatırım için borçlanabilir.

ii. Sürdürülebilir yatırım kuralı; GSMH'ya oran olarak kamu sektörü net borcu istikrarlı ve ihtiyatlı bir düzeyde tutulacak (GSMH'nın %40'ının altında olması öngörülür)<sup>9</sup>.

Bu çerçeve, otomatik stabilizatörlerin çevrim boyunca rollerini oynamasına izin verirken, kamu maliyesini uzun dönemde sıkı bir biçimde kontrol etmek için tasarlanmıştır. Bu yapıda ekonomide stabilizatörlerin işlemesi, ekonominin istikrarlı kılınması için stabilizatörlerin olmadığı duruma göre, Merkez Bankası'nın faiz oranı değişikliklerini daha küçük tutmasını ifade edeceği için savunulmuştur<sup>10</sup>. Bu yapıda makroekonomik çevrim, devlete ekonominin canlanma döneminde daha az harcadığı sürece resesyonda daha fazla harcama yapma esnekliği veren genişletilmiş zaman periyodlarıdır. Ayrıca yatırım için borçlanmanın açıkça onaylanmış olması borçlanmanın maliyetlerine katlanacak nesiller arası eşitlik bakış açısından savunulmuştur. Bu iki açıdan mali kurallar yıllık bütçe hedeflerine göre açık bir avantaj getirir.

1998-99'dan beri temel kamu sektörü net borcu ulusal gelirin %40'ının altında tutulmuştur. Altın kurala uygun olarak kamu sektörü cari harcamaları bir ekonomik çevrim döneminde kamu sektörü gelirleriyle bütünüyle karşılanmış, Hazinesinin ölçümlerine göre 1997-98'de başlayan çevrim ile 2006-07 arasında küçük de olsa kümülatif bir cari bütçe fazlası vardır<sup>11</sup>.

Bununla birlikte 2007-2008'de ortaya çıkan gelişmeler gelecek birkaç yıl sürdürülebilir yatırım kuralının işletilebileceği alanı daraltmıştır. Başlangıçta Northern Rock'un kamu maliyesi üzerindeki etkisinin geçişi olacağı savunulmuş olmasına rağmen ardından gelen RBS, HBOS ve Llyods

<sup>9</sup> HM Treasury, (2003), a.g.e., s. 9.

<sup>10</sup> HM Treasury, (2003), a.g.e., s. 13.

<sup>11</sup> IFS, **Analysis of Today's Public Finance Figures**, 20th October 2008, s.1-4.

TSB 37 milyar sterlinlik hisse alımı ve Bradford&Brindley'in kamulaştırılması ile ortaya çıkan ek borçlanma kuralın işletilmesini tehlikeye sokmuştur<sup>12</sup>. Ardından ise ekonominin devlet harcamalarının desteği ile canlandırılması ve ekonomide bir resesyonun olma tehditini savuşturmak için Brown-Darling'in borçlanma ve harcama planı gündeme getirilmiştir. Bu plan ile GSMH'nin %40'ından fazla borçlanabilmek için altın kural kaldırılmıştır.

## 2. İNGİLTERE'DE FİNANSAL KRİZİN GELİŞİMİ VE HÜKÜMET TARAFINDAN GETİRİLEN DÜZENLEMELER

Dünya ekonomisinde 2000 sonrası dönemin en belirgin özelliği yüksek global likidite birikiminin sonucu olarak global reel faiz oranlarında 2001 sonrasında başlayan düşmedir. Bu durum, söz konusu dönemde ABD'de izlenen (düşük nominal ve reel faiz oranı getiren) para politikası ile birlikte varlık fiyatlarında önemli artışlar oluşturdu. Bu para politikası ABD'de özel tüketim harcamalarının artırılarak ekonominin resesyondan kurtarılmasını hedefliyordu ve hisse senedi yatırımı ve gayrimenkul yatırımı cazip kılarak servet artışı kanalıyla tüketicilerin harcama eğilimlerinin artırılması hedeflenmiştir. ABD'de gayrimenkul piyasasında varlık fiyatlarında büyük bir köpük oluşturan bu çevrim, fiyatların düşmeye başladığı Ağustos 2007'de sona ermiştir.

ABD'de 2007'de konut fiyatlarında oluşan büyük köpüğün patlamasıyla, ev alanlar borçlarını geri ödeme güçlüğüne düştüğünde bu krediye dayalı tahvilleri ve türevlerini (ipotekli konut kredisine dayalı menkul kıymetler) bilançolarında tutan mali kurumların bilançoları bozulmaya başlamıştır. Ağustos 2007 sonunda mortgageleri karşılık olarak kullanan 1.2 trilyon dolarlık varlık temelli senet (comercial paper) piyasasında likidite kurumuştur. Diğer yandan Bankaların kendilerine verdikleri ödünçleri mortgage paketlerine yatıran Hedge fonlar, çok sayıda ev sahibinin mortgage yükümlülüklerini geri ödeyemeyebilecekleri açık hale geldiğinde bu fonlara nakit akışı durdu ve fon yöneticileri büyük kayıplarla karşı karşıya kaldıklarını fark ettiler. Türev ürünlerin fiyatlanamama sorunu ve hangi mali kurumun bu tür kağıtları taşıdığı bilinmemesi ile yaratılan mali kurumlar arasında güven bunalımı, bankalar arası piyasada faizleri yükseltmiş ve likidite ihtiyacı şiddetlenmiştir. Likidite sıkışıklığı bir yanda bilançoları bozarken, diğer yandan kurumlar kredileri kısmak zorunda kalmış ve sonuçta ekonomide genel bir kredi daralması ortaya çıkmıştır.

Kredi kesilmesinin İngiltere'de ilk etkileri, Eylül 2007'de, İngiltere Merkez Bankasının (İMB) uluslararası kredi piyasalarından borç bulmakta zorlanan mortgage bankası Northern Rock'a kredi açmasıyla görünür hale geldi. 14 Eylül'de maliye bakanı, İMB'yi Northern Rock'a likidite desteği sağlaması için yetkilendirdi. 20 Eylülde Hazine tarafından Northern

---

<sup>12</sup> IFS, a.g.e., s.1-4.

Rock'taki varolan mevduat için garanti getirildiği duyuruldu. Bu garanti planına göre garanti, 19 Eylül gece yarısında varolan bütün hesaplara ait gelecekteki faiz ödemelerini, varolan hesaplararası fon hareketlerini ve varolan hesaplara yeni mevduatı kapsar. Düzenleme 19 Eylül'den sonra oluşturulan hesapları kapsamazken, söz konusu hazine garantileri, finansal piyasalardaki istikrarsızlık devam ettiği sürece geçerli olacaktır. Bu düzenlemelere rağmen bankanın fonlama problemlerinin devam etmesi karşısında, hükümet bankacılık kanunundan aldığı yetkiyle kurumu kamu mülkiyetine aldı.

Bundan yaklaşık 1 yıl sonra hükümet benzer bir radikal adımı bankacılık sisteminde Bradford ve Bingley'e ilişkin attı. Bu bankanın durumu, Hükümetin Northern Rock deneyimi sonrasında 2008 Şubat ayında getirdiği yeni düzenlemeye<sup>13</sup> konu oldu. Bu düzenlemenin verdiği yetkiyle, işlemleri büyük ölçüde düşük kaliteli finansal araçlara (buy-to-let ve self-certified mortgage) dayanan bankanın fon sağlama ve tahahütlerini yerine getirmede zorluk çekmesi üzerine, perakende mevduatı ve şubeleri İspanya'nın Banco Santander'inin bir şubesi olan Abey National'a rekabetçi olarak adlandırılan bir satış süreci ile transfer edilirken, kalan varlıkları kamulaştırıldı. Eylül 2008'de ise, İngiltere'nin büyük bankalarından Lloyds TSB, zor duruma düşen İngiltere'nin en büyük mortgage kuruluşu olan Halifax'ı 12 milyar sterline satın aldı. Bu satış ile Halifax'ı elinde tutan HBOS'un hisselerindeki değer kaybının durması hedeflenmiştir. Bankalar arası birleşmeleri inşaat şirketleri arasında gerçekleşen birleşmeler izledi.

İngiltere'de hükümet finansal piyasalarda devam eden istikrarsızlık karşısında 8 Ekim 2008'de önemli sekiz banka için kurtarma paketi hazırladı<sup>14</sup>. Bu düzenleme, ilk olarak; Abbey, Barclays, HBOS, HSBC, Lloyds TSB, Nationwide Building Society, Royal Bank of Scotland (RBS) ve Standard Chartered bankalarına 50 milyar sterlin (87 milyar dolar) tutarındaki likidite paketinden yararlanma imkanı getirdi. Amaç bankaların ödeme yükümlülüğünü yerine getirememesi sorununu çözmek olup, mekanizma hükümet tarafından kurulan 50 milyar sterlin sermayeli "Banka Sermaye Artırımı Fonu" ile işlerlik kazanmıştır. Bu çerçevede Royal Bank of Scotland, HBOS ve Lloyds 37 milyar sterlinlik bir sermaye artırımı gerçekleştirmiş oldu. Diğer bankalar imzaladıkları yeni sermaye artırımına ilişkin taahhütlerini devlet desteği olmadan gerçekleştireceklerini duyurdular. Kurtarma operasyonu İngiliz hükümetini, Royal Bank of Scotland, HBOS ve Lloyds'un en büyük hisse sahibi haline getirmiştir.

İkinci olarak İMB, kendi özel likidite penceresi (special liquidity scheme) kanalıyla, bankalara ve inşaat şirketlerine mortgage varlıklarının 1/10 oranında (yaklaşık 200 milyar sterlin) kendi likiditesi kurumu

<sup>13</sup> Bu düzenleme Hazine'ye zor durumda olan bankaların ya da inşaat şirketlerinin menkul kıymet ya da mülkiyet haklarını ve yükümlülüklerini kamu sektörüne ya da herhangi bir özel sektör şirketine transfer etme yetkisi sağladı.

<sup>14</sup> Bu kısımdaki bilgiler; Bank of England, **Financial Stability Report Contents**, Issue.24, 28 October 2008, ve HM Treasury, **Pre-Budget Report, Facing Global Challenges: Supporting People Through Difficult Times**, November, 2008, Stationery Office, London içindeki bilgilerden derlenmiştir.



varlıklarının, işlem yapılan hazine bonolarıyla swap yapılmasını mümkün kıldı. Böylelikle piyasaya kısa dönem likidite sağlanması hedeflenmiştir.

Hükümet üçüncü olarak, finansal kurumlar arası güven yetersizliğinden kaynaklanan fonlama sorununu çözmek için “Kredi Garanti Planı” oluşturdu. Bu plan ile hazine bankaların yeni kısa ve orta dönem borçlanma araçlarının 250 milyar sterline kadarını garanti ederek, bankalar arası piyasanın tekrar işlemini ve ekonominin tümüne kredi vermeye devam etmelerini sağlamayı amaçlar. Fakat bu seçenek sadece sermayelerini arttıran bankalara açıktır.

Ayrıca mevduat sahiplerinin bankalardaki paralarının garantiye alınan miktarı 35 bin sterlinden 50 bin sterline yükseltilmiştir.

Bunun dışında İMB bankalara ihtiyaç duyduğu likiditeyi sağlamak için yeni para piyasası işlemleri devreye sokmuştur. İMB, Merkez Bankası parası sağlama pozisyonunu yükselterek bankaların merkez bankasındaki rezerv dengelerini artırmalarına izin verilmiştir. Banka, piyasada finansman kaynaklarının vadesi kısaldığı için daha uzun dönemli borçlanmaya kaymayı sağlamak için uzun dönemli repoları kabul etmeye yöneldi. Nisan ayında likiditesi kurmuş varlıklar için 3 yıla kadar bankalara finansman sağlamak için özel bir plan getirdi. Eylül’ün üçüncü haftasında açık piyasa işlemleri kanalıyla ilave sterlin likiditesi önerildi. Aynı tarihte, Federal Reserve, Avrupa Merkez Bankası, Japonya Merkez Bankası ve İsviçre Merkez Bankası ile koordineli olarak ABD doları likiditesi sağlamıştır. 2009 Ocak ayına kadar “Özel Likidite Penceresi” ile bankaların genişletilen swap seçenekleri ile likiditelerini artırabilmeleri olanaklı kılınmıştır<sup>15</sup>. Bu düzenlemelerle bankacılık sistemin ödeme gücünün sürdürülebilmesi sağlanmaya çalışılmıştır.

İngiltere’de Hazine, İMB ve Finansal Hizmetler Kurumu (FSA)’nun koordineli olarak ekonomik yönetim ve finansal regülasyondan sorumlu oldukları bir yapı bulunmaktadır. Bu yapı içinde, finansal hizmetleri düzenlemek ve denetlemekten sorumlu olan FSA, hisse senetlerinin açığa satışı geçici olarak yasakladı. FSA’dan yapılan açıklamada, yasağın 16 Ocak 2009’a kadar yürürlükte kalacağı, ancak bu kararın 30 gün sonra gözden geçirileceği ve diğer sektörlere de genişletilebileceği ifade edildi. FSA Başkanı Hector Sants, yasağa rağmen, açığa satışı yasal bir yatırım yöntemi olarak gördüklerini, ancak ekonomideki "uç durumların" mali krizden korunmak için yeni kurallar gerektirdiğini belirtti.

İngiltere’de Northern Rock deneyiminde açık hale gelen Hazine, İMB ve FSA’dan oluşan üçlü denetim ve regülasyon sisteminin başarısızlığı problemi yeni yasal düzenlemelerin getirilmesine neden olmuştur. Bu kapsamda, getirilen düzenlemelerden biri, bir bankanın ödeme yükümlülüklerini yerine getirmemesi durumuna düşmesini önlemeyi amaçlayan Özel Çözüm Rejimi (Special Resolution Regime-SRR)’dir. Bu rejimde FSA, regülatif koşulları yerine getiremeyen ya da getireme

<sup>15</sup> John Gieve, “Credit Crunch and the UK Economy”, **Bank of England**, 22 September 2008, s. 1-13.

ihtimali bulunan bankaların İMB ve Hazine'ye de danışarak SRR'ye dahil olması kararını verir. Bunun dışında, İMB'na yasal düzenleme ile yeni bir finansal istikrar amacı verilmiştir. Bu çerçevede, banka yönetimi altında finansal istikrar alt komitesi oluşturulmuş ve bu komiteye bankalar arası ödemeler sistemini idare etmede yasal bir rol verilmiştir. Böylece İMB'ya finansal sektöre likidite desteği ve piyasa gözleme ve risk değerlendirmeye ilişkin var olan sorumlulukları yanında, her birinin açıkça tanımlanmış rolleriyle Hazine ve FSA ile birlikte çalışarak İngiltere'de finansal istikrarın sürdürülmesine katkı yapacak kapsamlı ve uyumlu bir araç paketi sağlanmıştır<sup>16</sup>. Bu düzenlemeler Ekim 2008'de parlamentoya sunulan Bankacılık Yasa tasarısıyla tamamlanmıştır.

Bütün bu düzenlemeler piyasalarda bir rahatlama yaratmış görünmekle birlikte, 2009 için resesyonun şiddetleneceğine ilişkin İMB tüketici anketleri olumsuz beklentileri göstermektedir. Hükümetin, bankalara yardım etme anlaşmasının bir parçası olarak onların küçük özel sektör girişimcilerine daha fazla borç verme ve alanlara yardım etmeleri ilişkin beklentisi gerçekleşecek görünmemektedir. İMB'nın kredi durum anketinde mortgage kredi için finansman talebinde keskin bir düşüş görülmekte ve bunun daha da derinleşeceği beklenmektedir. National Building Society'e göre ev fiyatları ulaştıkları en yüksek düzeye göre Eylül 2008 itibariyle %25 değer kaybetmiş bulunuyor. 2008'in son çeyreğinde ekonomi bir yandan negatif büyüme rakamları diğer yandan işsizlik oralarında artış gözlenmektedir. Kredi yetersizliğinin 2009 yılında ekonomik büyümeyi GSMH'nin %1'i kadar sınırlandırması beklenmektedir. Özel sektör borçlanmasındaki muhtemel küçülme, kamu borçlanmasının genişletilmesi için iyi bir gerekçe olarak görülmektedir. Bu durum karşısında hükümet toplam talebi artıracak kararları, kamu gelir ve harcamaları yönüyle almak durumunda kalmıştır.

Bu düzenlemeler Hazine tarafından hazırlanan Pre-Budget Raporu ile duyurulmuştur. Hükümet tarafından açıklanan talebi canlandırıcı özel harcama artışının iki temel mali araç ve onları tamamlayıcı araçlarla gerçekleşmesi beklenmektedir. Bu araçlardan ilki, 1.12.2008-31.12.2009 tarihleri arasında KDV oranının %17.5'ten %15'e indirilmesidir. Böylelikle tüketiciler için yaklaşık 12.5 milyar sterlin kadar harcanabilir gelir artışı tahmin edilmektedir. Buna ek olarak, 2008 Mayıs ayında getirilen 2008-09 mali yılı için 22 milyon düşük ve orta gelirli vergi mükellefi için geçerli olan kişisel indirimdeki 600 sterlin'lik artış, yeni düzenlemelerle sürekli hale getirilmektedir<sup>17</sup>. Bu düzenlemenin de tüketiciler için 2.9 milyar sterlin kadar gelir artışı yaratacağı hesaplanmaktadır<sup>18</sup>.

<sup>16</sup> House of Commons, "Banking Reform", **Fourteenth Special Report of Session 2007-08**, 22 October 2008 s.25-32.

<sup>17</sup> HM Treasury, **Pre-Budget Report, Facing Global Challenges: Supporting People Through Difficult Times**, November, 2008, Stationery Office, London, s. 84.

<sup>18</sup> HM Treasury, **Pre-Budget Report, Facing Global Challenges: Supporting People Through Difficult Times**, a.g.e, s.10.

Tablo 1: İngiltere'de Mali Göstergelere Ait Projeksiyonlar (GSMH'ya Oran Olarak)

	2007-08	2008-09	2009-10	2010-11	2011-12	2012-13	2013-14
Kamu Kesimi net borçlanma	2.6	5.3	8.0	6.8	5.3	4.1	2.9
2008 bütçesine göre değişim	0.0	2.4	5.5	4.8	3.7	2.8	-
Maliye politikası araçlarının Kamu kesimi net borcu üzerindeki etkisi	0.0	0.6	1.1	-0.3	-0.9	-1.3	-1.6
Bütçe fazlası	-0.5	-2.8	-5.3	-4.7	-3.3	-2.2	-1.1
Çevrimle ayarlanmış fazla	-0.8	-2.8	-4.4	-3.4	-2.3	-1.6	-1.0
Kamu kesimi net yatırım	2.1	2.5	2.7	2.1	2.0	1.9	1.8
Kamu kesimi net borç	36.3	41.2	48.2	52.9	55.6	57.1	57.4

Kaynak: HM Treasury, Pre-Budget Report, Facing Global Challenges: Supporting People Through Difficult Times, November, 2008, Stationery Office, London s. 4.

İkinci olarak, sermaye yatırım harcamaları kanalıyla ekonomik büyümeyi desteklemek amaçlanmaktadır. Hükümet sermaye yatırım harcamaları içinde en büyük pay ulaşım altyapısı, konut altyapısı ve okul alt yapı harcamalarına yönelik olmak üzere toplam 3 milyar sterlin harcama yapmayı planlamaktadır. Böylelikle, kamu yatırımlarının GSMH'ya oranının 2009-10 döneminde 2.7'ye çıkması öngörülmektedir (Bkz. Tablo 1).

Yine aynı düzenlemelerle, gerek KDV indirimi gerekse diğer mali araçlarla yaratılan vergi kaybının telafisi için 2011'de gelir vergisi en yüksek oranının 150 bin sterlin ve üstü gelirler için %45'e (temettü gelirleri için %37.5) çıkarılması ve 2011 Nisan'ından itibaren bütün kesimler için sosyal güvenlik katkılarının %0.5 artırılması öngörülmüştür. Gelir vergisi ve sosyal güvenlik katkılarına yönelik getirilen bütün düzenlemeler vergi sisteminin teşvik yapısında da bir değişimi getirmiştir. 2011 Nisan'ında 2008 Nisan'ına göre; yıllık gelirleri 40 bin sterlinin altındaki kişiler daha fazla gelir vergisi ve sosyal güvenlik primi ödemezken; 40 bin ile 100 bin arasında olanlar haftada 3 sterlin; 100 bin ile 140 bin arasında olanlar haftada 22 sterlin ve

140 bin ile 200 bin arasında olanlar haftada 61 sterlin olmak üzere, gelir yükseldikçe artan oranlı olacak biçimde daha çok öderler<sup>19</sup>.

Ayrıca hükümet, kamu maliyesini orta dönemde sürdürülebilir kılmak için kamu hizmetlerinin üretilmesiyle ilgili etkinlik kazançlarından 5 milyar sterlin tasarruf yapmayı beklemektedir<sup>20</sup>.

Bunların dışında hükümet spesifik olarak küçük ve orta ölçekli işletmeler ve hane halklarını destekleyici bir takım düzenlemeler gerçekleştirmiştir. Kredi kısıtı yaşayan bu şirketler için getirdiği “Küçük İşletme Finans Planı” ile vergi ödemeleri için uygun bir ödeme planı, zararda olan işletmeler için vergi kolaylığı getirilmiştir. Bunun yanında, hükümet yabancı kurum karlarının vergilendirilmesiyle ilgili yabancı hisse muaflığının getirilmesini de kapsayan bir reform paketi de getirerek borç sermayesini dünya ölçeğinde desteklemeyi hedeflemiştir. Hane halklarını destekleyici düzenlemeler ise, getirilen kişisel gelir vergisi indirimleri yanında, çocuk yardımında artış ve diğer destekler ve emeklilere yapılan nakit ve emekli ikramiyelerine ilişkin destek sayılabilir. Hükümet, finansal zorluklarla karşı karşıya kalan ailelere ise “Yeni Borçlanma Paketi” ile destek olmayı planlamaktadır.

### 3. KRİZİN ETKİLERİ

Finansal krizin etkileri bu kapsamda, kamu maliyesi ve bankacılık sistemi ile sınırlandırılmıştır. Çünkü yapılan operasyonların, bir yandan bankacılık yapısının işleyişini, mülkiyet yapısını ve gelecekteki işlevini şekillendirirken; diğer yandan da toplam talep yetersizliğini gidermek için alınacak kararların bütçesel yükler ortaya çıkaracağı açıktır.

#### 3.1 Kamu Maliyesi Açısından

Ekonominin içine girdiği resesyona ortamında gerçekleşen düşük büyümenin gelir, tüketim ve karları azaltırken Gelir vergisi, Kurumlar vergisi ve KDV hasılatında düşüşlerle kamu gelirlerini azaltması beklenmektedir. İngiltere’de Kurumlar vergisinin %25’ini oluşturan finansal sektörden alınan vergilerde düşme ve emlak ve hisse fiyatlarındaki keskin düşüşler nedeniyle sermaye kazanç vergileri ve damga vergisinde önemli düşüşler beklenmektedir.

2 Eylül’de Hükümet emlak piyasasını desteklemek için bazı araçlar tasarladığını duyurdu. Bunlardan ilki ev satışlarına uygulanan damga vergisi eşliğini 125 bin sterline 175 bin sterline yükseltmektir. İkincisi yeni inşa edilmiş evin fiyatının %30’una kadar 5 yıl faizsiz ödünç sağlayacak bir planın (Shared-Equity Scheme) tasarlanmasıdır. Konsey ve Emlak Kurumu (Councils and Housing Associations) zor durumda olan ev sahiplerine evlerinin bir kısmını ya da tamamını alıp onlara geri leasing yaparak yardım edebileceklerdir. Son olarak en sert biçimde kayıplara uğramış ev

<sup>19</sup> HM Treasury (2008), a.g.e., s. 85.

<sup>20</sup> HM Treasury (2008), a.g.e., s. 122.

sahiplerinin güvenlik alanı genişletilmiştir. Bu araçların devlete maliyeti 1.6 milyar sterlidir<sup>21</sup>.

Bu gelişmeler ışığında bütçe açığının 2009'da 78 milyar sterlin ve 2010'da 128 milyar sterline ulaşarak (GSMH'nın %5.3'ü) 1970'ten bu yana en yüksek düzeye ulaşması beklenmektedir (Bkz Tablo 1).

Kuşkusuz krizin kamu maliyesi üzerindeki en önemli etkisi hükümetin 2008 bütçesinde belirtilen nakit ihtiyacında 93.6 milyar sterlinlik bir artış oluşturmaktır. Bu miktarın 37 milyar sterlini "Banka Yeniden Kapitalizasyon Fonu", 21 milyar sterlin Bradford and Bindley ve İzlanda bankalarıyla ilgili işlemlerde kullanılmak üzere "Finansal Hizmetler Tazmin Planı" için, 5.4 milyar sterlin bu bankaların perakende mevduatı için, 5.7 milyar sterlin Bradford and Bingley'e işletme sermayesi ödünçü için, 12.2 milyar sterlin Northern Rock için tahsis edilmiştir<sup>22</sup>.

Bu gelişmeler sonucunda kamu kesimi net borçlanmasının hızla artarak 2009-10'da GSMH'nın %8'ine ulaşacağı tahmin edilmektedir (Bkz. Tablo 1). Bu oranın ancak 20015-16 tarihinde, büyüme tahminler ölçüsünde gerçekleşirse, düşme eğilimine girmesi bekleniyor.

Hükümet, bankacılık krizinden önceki 2006-07 mali yılında kamu borcunu GSMH'nın %40'ının altında tutma taahhüdüne bağlı kalmıştı. Bu oran Mart 2008'de Northern Rock dahil edilmeden %36.9 iken dahil edildiğinde %44.8'e çıkmaktadır. Bu orandaki %6.9'luk artış Northern Rock'un yaklaşık 100 milyar sterlinlik yükümlülükleri nedeniyle gerçekleşmiştir<sup>23</sup>. Son yayınlanan pre-budget raporu projeksiyonlarına göre 2013-14'te kamu kesimi net borcu %57.4 olarak tahmin edilmektedir.

### 3.2. Bankacılık Sektörü Açısından

Kredi patlaması sadece varlık fiyatlarını suni olarak yükseltmemiş aynı zamanda finansal varlık fiyatlarını da suni olarak şişirmiştir. Toplam Amerikan şirket karları içinde finansal şirket endüstrisinin payı 1980'lerin başında % 10'dan son zirve yılı olan 2007'de %40'lara yükselmiştir<sup>24</sup>

Kredi piyasalarındaki krizin bankacılık sektörü üzerindeki en önemli etkisi bu sektörde meydana gelen konsolidasyon ve küçülmedir. Nitekim İngiltere'de Northern Rock'un kamulaştırılması, Santander'in Alliance & Leicester'i alması, Nationwide'in iki daha küçük şirketi devralması ve HBOS ile Lloyds'un birleşmesi sektörde küçülme ve tekelleşme getirmiştir. Nitekim İngiltere'de Lloyds TSB'un Halifax'ı satın almasıyla, iki bankanın mortgage ve mevduat faaliyetlerinin birleştirilmesi anlamına gelen bu adımın sonucunda ortaya, ülkenin mortgage ve bankacılık alanındaki faaliyetlerinin üçte birini elinde tutan dev bir yapı ortaya çıkmıştır.

<sup>21</sup> The Economist (2008) "Home's Where The Hurt Is", September 6th 2008, s. 35.

<sup>22</sup> HM Treasury (2008), a.g.e., s.32.

<sup>23</sup> Office for National Statistics, **Public Sector Finance**, First Release, 20 August 2008, s. 7.

<sup>24</sup> The Economist (2008), "What Next?", September, 20th 2008, s. 13.

#### 4. PRAGMATİK VE TEORİK TARTIŞMALAR: KEYNEZYEN ÇÖZÜMLER Mİ?

Kapitalist sistemde devletin bir rolünün olmadığını savunan liberal görüşe karşı son kriz, devletin para ya da maliye politikası aracılığıyla ekonomiyi istikrarlı kılmada bir rol oynaması gerektiğine yönelik tartışmaları alevlendirmiştir. Bu tartışmalarda devlet müdahalesi piyasaların ihtiyaç duyduğu zaman doğrulanırken Keynezyen politikalara bütünsel yaklaşım kısa dönemli pragmatik çözümlerin ötesinde bir anlam taşır. Bu yaklaşım, maliye politikasının bir talep yönetimi aracı olarak kullanımının yanında piyasalarda istikrarsızlık ve risk birikiminin başlangıçta oluşmasını engelleyecek devlet müdahalelerine yer veren önerileri kapsar.

İngiltere’de finans kesimi ve sistem mağdurları, İşçi Partisinin ev sahiplerini mülksüzleşmekten ve küçük özel sektör girişimcilerini banka hacizlerinden koruyacağını duymaktan memnundur. Bununla birlikte, şu anki krizin altında yatan varlık fiyat şişmeleri probleminin oluşmasını önleyici, Keynes’in hisse senedi alım satımına yüklenen işlem vergileri ve diğer vergisel önerileri de kapsayan geniş kapsamlı bir bakış açısı gerekli görülmektedir. Bu bölümde bu öneriler ve çözümler tartışılmaktadır.

##### 4.1. Faiz Oranı Politikası

Merkez bankalarının aşırı kredi yaratılmasını önleyerek sistemi aşırılıklarından temizlemek için aktif olmaları ve enflasyon hedefine ek olarak varlık fiyat sapmalarını da dikkate almaları bu krizle yoğunlaşan bir tartışma konusudur. Para politikasının kendi istikrar amacını elde etmesi için faiz aracını şoklara göre ayarlarken, varlık fiyat şişmeleri de her optimal faiz oranı politikasının müdahale edeceği bir diğer şok tipi olarak alınır<sup>25</sup>.

İngiltere örneğinde sürdürülemez konut fiyat artışı ve son 3-4 yılda oldukça düşük gerçekleşen enflasyon oranları, faiz oranlarının borç birikimi ve konut fiyat artışını önlemek için daha yüksek belirlenmesinin gerekliliğinin savunulmasına neden olmuştur<sup>26</sup>. Örneğin İsveçte Merkez Bankası, sadece enflasyonu değil varlık fiyatlarını da açık biçimde referans alarak faizlerde daha düşük indirime gittiler. Bu görüşlere göre, “Rüzgara Karşı Durmak” (Leaning Against the Wind) olarak bilinen LATW-tipi para politikası çevrim kırıcı finansal çerçevenin bir kısmı olmalıdır.

Nitekim, Weale (2008)’e göre İngiltere’nin finansal regülasyon sisteminin başarısızlığı finansal faaliyetin makroekonomik etkilerine yeterli önem vermemesidir. İMB uygun bir finansal regülasyonla varlık şişmesini yönetseydi sistemik başarısızlık riski küçültülebilir ve finansal istikrar sürdürülebilirdi<sup>27</sup>. Muellbauer ve A. Murphy’e göre ise, İngiltere gibi küçük bir açık ekonomide eğer kısa dönem faiz oranı konut fiyatlarındaki aşırı

<sup>25</sup> S. G. Cecchetti, “The Brave New World of Central Banking: Policy Challenges Posed by Asset Price Booms”, *National Institute Economic Review*, No. 196, April 2006, s.107

<sup>26</sup> Wadhvani, S. “Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles Revisiting the Debate”, *National Institute Economic Review*, (2008), 206, s. 33.

<sup>27</sup> Martin Weale, “Commentary: The Policy Framework”, *National Institute Economic Review*, No.206, October 2008, s. 68.

değerlenmeye yanıt olarak yükseltirirse, kur oranının değerlenme ihtimali vardır ve eğer reel kur oranı büyük bir sapma gösterirse bu da reel ekonomiye zarar verebilir<sup>28</sup>.

LATF-tipi para politikasının ve benzeri önerilerin daha geniş bir çevrimkırıcı finansal çerçevenin bir kısmı olması, bu politika ile ilgili maliyetleri küçültür. Bu çerçevede faiz oranı politikasına diğer alternatifler çerçevesinde daha fazlasının daha iyi ve etkin regülasyon ve maliye politikası yönüyle yapılması savunulabilir.

#### 4.2. Regülasyon Politikası

Dünyanın en gelişmiş ekonomik ve finansal sistemlerinde yaşanan 2007/8 finansal krizleri, genellikle gelişmekte olan piyasalara özgü olduğu düşünülen regülatif yapıların başarısızlığı tartışmalarına konu olmaktadır. Nitekim İngiltere'de ekonomi yönetiminin üçlü ayağından biri olan FSA'nın Northern Rock durumunda regülatör olarak başarısızlığı tartışmaların odağındadır. Avam Kamarası'nın hazine komitesine göre<sup>29</sup>, Northern Rock'un riski yüksek yatırım stratejisi, kısa ve orta dönem toptan fonlamaya dayanan ve riski küçültecek faaliyetler geliştirmemiş olması ile ilgili başarısızlığı aynı zamanda regülatörün başarısızlığıdır.

İngiltere örneğinde zor duruma düşen bankalara yönelik FSA'nın kendi sermaye ve likidite kurallarını uygulamadığı görülüyor. İngiltere'de kriz bu alanda kapsamlı bir bankacılık reformunu gündeme getirmiştir. Bununla birlikte bu kriz günümüzde sadece belirli likidite oranlarının sağlanmasının ötesinde finansal kurumların reel işlemlerinde kullandıkları finansal araçların likiditesi üzerinde yoğunlaşmak gerektiğini göstermiştir. Bunun için ya merkez bankaları piyasaları oluşturmaya hazır olarak varlık aralığını genişletmeli ya da alternatif olarak bu tür araçların sınırlandırılması düşünülebilir<sup>30</sup>. Mortgage yaratılması, bazı kredi ürünleri ve ödünç taahhütleri için sermaye yeteliklerinin artırılması gibi düzenlemeler yatırımcıların yeni ürünlere yönelirken dikkatli olmalarını sağlayabilir. Böylelikle varlık fiyat şişmesine neden olan kredi genişlemesini, ödünç alanlara ya da verenlere getirilen regülatif mekanizmalar yoluyla sınırlandırmak zararların boyutlarını azaltmada etkili olabilir.

Regülasyonların yararlar sağlayacağı kadar finansal sistemlere dayalı etkinsizliklerin de büyük kayıplara neden olabileceği ve her iki alana ilişkin ekonomi yöneticilerinin tedbirli olmasının gerekliliğini gündeme getirmiştir. Amerika'nın gözden kaçan bölünmüş sistemini önleyecek, daha fazla açıklığı, ekonominin genişleme dönemlerine karşı duracak ve durgunluk dönemlerinde esnetilecek, American International Group gibi çok büyük ve çok bağlantıları olduğu için iflas etmemesi gereken devasa şirketlerin gözetimi, riski daha iyi değerlendiren muhasebe, türevleri daha

<sup>28</sup> John Muellbauer and A. Murphy "Housing Markets and Economy: The Assessment", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol.24, No.1, (2008), s. 24

<sup>29</sup> House of Commons Treasury Committee, "The Run On Rock: Government Response to the Committee's" **Fifth Report of Session 2007-08**, 2 July 2008, House of Common, London.

<sup>30</sup> Martin Weale, a.g.e., s. 70.

güvenli ve daha az gizli kılmak için düzenlemelerin bir iyileştirme olarak belirtilmesine rağmen sistemin istikrarlı kılınmasına ne ölçüde katkı sağlayacağı tartışmalıdır. The Economist'e göre<sup>31</sup> "Finansçılar her zaman regülatörlerden daha fazla şey biliyorlar ve onların sesi ekonomik genişleme döneminde çok daha fazla duyuluyor. Bankalar, regülatörlerden kaçabilecek yollar bulabilirler (bilançolarından gizli varlık tutabilirler ya da American International Group durumunda olduğu gibi sigorta tutabilirler) ki bu onlara regülatörlerin oluşturduğu sermaye yeterliliklerinden kurtularak kar elde etme olanağı sağlar. Her iki yöntemde krizin kalbinde yer alması tesadüfi değildir".

1980'li yıllar boyunca tanık olunan kriz deneyimlerinde banka ve finansal kurumların işlemlerinden kaynaklanan bilançolarındaki vade uyumsuzluklarına dayalı risk birikmesi ile ilgili sorunlar ve bazı dersler zaten tanımlanmıştır. Bu krizde de tekrarlanan biçimde, bankalar, piyasalarda likidite sıkışıklığı baş gösterdiğinde, düşük düzeyde likit varlık tutmaya, kısa dönem toptan fonlamaya ve menkul kıymetleştirmeye yönelmişler, SIV (Structured Investment Vehicle) ve türevleriyle ilgili bilanço vade uyumsuzluklarının artmasıyla kırılganlıkları artmıştır<sup>32</sup>. Bu durum, regülasyonların gerekli ama yeterli olmayabileceğini sistemin bütününe yönelik olarak düzenlemelerin yapılmasının gerekliliği için bir gerekçe sunmaktadır.

#### 4.3. Vergisel Çözümler

Kredinin getirilen regülasyonlarla doğrudan tayınlanması yerine mortgage üzerine konulacak bir vergi ile dolaylı yoldan tayınlanması ile makro ekonomik istikrar iyileştirilebilir.

İngiltere'de emlak piyasasındaki bilgisel problemler oldukça uzun süredir görünür hale gelmiştir. Borç alanların uzun dönem mortgage maliyetleri, faiz oranı ve diğer risklere ilişkin olarak bilgi eksikliği, piyasa dengesizliği ve konut fiyat volatilite riskini artırdığı ve bilgisel süreçlerin iyileştirilmesi gerekliliği tavsiye edilmiştir. Hazine tarafından 2003 yılında emlak piyasasını baskılayacak mali araçların ekonominin bu sektörünün volatilitesini azaltmaya yardım edeceği belirtilmiştir<sup>33</sup>. Allshop ve Vines'e göre, mülk fiyatlarını istikrarlı kılacak belirli araçlar oluşturmada maliye politikası için önemli bir rol vardır ve böyle bir mali müdahale para politikasının reaksiyon fonksiyonuna herhangi bir biçimde sınırlama getirmemektedir<sup>34</sup>.

İngiltere'de 1980'lerden beri tüketimin emlakla ilgili zenginliğe duyarlılığının yüksek olması ve Euro alanı ülkeleri ile karşılaştırıldığında konut zenginliğinin kısa dönem faiz oranlarına duyarlılığının yüksek olması,

<sup>31</sup> The Economist (2008), "What Next", September 20th 2008, s.13-14.

<sup>32</sup> Ray Barrell ve E. Philip Davis, "The Evolution of the Financial Crisis of 2007-08", **National Institute Economic Review**, 2008, No: 206, October, s.5

<sup>33</sup> HM Treasury, (2003), s. 85.

<sup>34</sup> C. Allshop ve D. Vines, "The Macroeconomic Role of Fiscal Policy", **Oxford Review of Economic Policy**, Vol.21, No.4, (2005), s. 485-509.



varlık fiyatları ve dolayısıyla ekonomi için mülkiyet vergileri gibi güçlü bir stabilizatöre ihtiyacı artırmıştır. Verginin stabilize edici bir rol oynaması için konut fiyat göstergelerine endekslenmiş olması gereklidir. Böyle bir vergi, konut fiyatları yükseldiğinde yükselerek, bir yandan ev fiyatlarının yükselmesini diğer yandan hanehalklarının nakit gelirini azaltır. Sonuçta yüksek gelirden yüksek talep ve yüksek ev fiyatlarına ve yüksek tüketime giden mekanizmalar kısıtlanmış olur. Emlak piyasası düşüşe geçtiğinde ise düşen vergi/gelir oranı resesyonu yumuşatan bir etki yaratacaktır<sup>35</sup>. Verginin, piyasa fiyatlarıyla bağlantılandırılmış özelliği temel bir gelir kaynağı olarak etkinliğini azaltır. Bununla birlikte, bu tür vergi yapıları, diğer reformlarla birlikte kaynak tahsisi, mülkiyetin dağılımı ve ekonomik eşitsizlikleri azaltmada da önemli roller oynayabilir.

Krizin etkilerinin büyümesinde ve kontrolünde güçlük yaratan kompleks finansal araçların regülasyonunda vergisel çözümler bu araçlarla ilgili riskin düşürülmesine önemli bir katkı yapabilir. Global ölçekte finansal liberalizasyon ile yeni piyasa fırsatları araştıran finansal araçların süreç tarafından yönlendirilen hızlı inovasyonu, bu araçlarda riskin eksik fiyatlandırılmasına yol açmaktadır. Bu araçların piyasalarda işlem maliyetlerini düşürme ve etkinliği artırma faydalarının olmasına rağmen, pek çoğu regülasyonlardan kaçınmayı (off balance/capital saving vehicles) amaçlar. Dolayısıyla bir yandan aşırı risk almayı diğer yandan yanlış fiyatlamayı caydıracak, finansal makinenin hızla işleyen dümeninin hızını kesecek, vergilere ihtiyaç bulunmaktadır.

Nitekim, Keynes'in finansal piyasaların işleyişiyle ilgili temel tezi, reel ekonominin finansal piyasalardaki casino etkileri ile yönetilmesine izin vermemek gerektiğidir. Keynes'e göre, finansal piyasalardaki işlemciler bir varlığın beklenen getirisinin uzun dönem tahminini temel belirleyici yapmazlar. Onlar daha ziyade büyük bir psikolojinin ve çoklukla sürü psikolojisinin etkisi altındaki piyasanın, bu varlığı hangi değerden fiyatlandıracağı ile ilgilidirler. Bu koşullar altında finansal işlemler üzerine bir finansal işlem vergisinin getirilmesi, ABD'deki işletmeler üzerindeki bu tür spekülasyonun azaltılmasında etkili olabilir; yüksek işlem maliyetleri spekülasyonu caydırarak, finansal piyasaların kaynak tahsis etkinliğini iyileştirebilir<sup>36</sup>.

Bu tür vergiler dünya'da bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanmaktadır. İngiltere'de hisse senetlerinin borsalardaki işlemlerine yönelik damga vergisi uygulayan ülkelerden birisidir. Ayrıca, 1986'da getirilen damga rezerv vergisi (Stamp Duty Reserve Tax-SDRT) ile her hangi bir enstrümanın transferini içermeyen dolayısıyla damga vergisi alanı dışında kalan işlemler vergi kapsamına almıştır. SDRT'de bir işlem vergisidir ve hesaba geçirilebilir bir menkul kıymetin bir anlaşma ile transferine yüklenir. CREST adı verilen elektronik bir ödeme sistemi ile doğrudan hazine hesabına

<sup>35</sup> John Muellbauer, "Property Taxation and The Economy After The Banker Review", *The Economic Journal*, 115 (March), 2005, s. 2.

<sup>36</sup> John M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, (London, 1936), 154-159.

aktarılan SDRT bu gün, Londra borsasındaki hisse işlemleri üzerinden toplanan vergilerin büyük çoğunluğunu oluşturmaktadır<sup>37</sup>. Hükümet ise Kasım 2007’de aracılık eden kurumlara ve hisse senedi borçlanmasına getirdiği vergi indirimleri yanında gelecekte de global finansı daha çok çekmek için damga vergisi indirimlerini kullanmayı tasarlamaktadır<sup>38</sup>.

## 5. SONUÇ

İngiltere’de 2007/08 krizinin, 1997 ile yönetime gelen hükümetin dayandığı para ve maliye politikası çatısını; para, maliye ya da regülasyon politikalarındaki farklı önem ve ağırlıklandırılan hatalar nedeniyle başarısız kıldığı genel olarak kabul edilmektedir<sup>39</sup>.

İngiltere örneğinde, tüketici ve firmaların tasarrufa değil tüketim için desteklenmeleri, sonuçta çok düşük düzeydeki tasarruf oranları ekonomiyi gelecekteki ters şoklara karşı tehlike bir pozisyona sokmuştur. Risk alma teşvik edildiği için sistem artan ölçüde daha az istikrarlı hale gelir. Bu çerçevede İşçi Partisine getirilen en önemli eleştiri, Brown’un, finansal hizmetlere ağır bir bağımlılığı destekleyerek ve 10 yıl üretimi ihmal ederek İngiltere’yi kırılgan hale getirdiğidir.

Krizle karşı önlemler ve devletin yapması gerekenler daha geniş bir tartışma alanı bulurken konunun daha az tartışılan yönü krizin sistemsel nedenleridir. Bu yönüyle kriz 1980’lerde finansal piyasaların deregülasyonu ile başlamıştır ve Brown’ın 1997 de finansal hizmet otoritesini getirdiğinde bu yeni sistem, mortgage borçlanması ve diğer para fonları gibi ürünlerin denetimsiz yaygın biçimde kullanımını mümkün kılarak sistemde risk birikiminin temel nedeni olmuştur.

Bütçe dengesi için orta vadeli hedeflere katı bir biçimde uyulması mali araçların sadece resesyonda değil izleyen iyileşme döneminde de kullanılmasını olanaksız kılar. Diğer yandan bu politika özel sektörün finansal dengesini dikkate almadığı için eleştirilmiştir. Bu eleştirilere göre, eğer özel yatırım harcamaları doğrudan ve güvenilir biçimde yönlendirilebilirse zorlukların pek çoğu ortadan kalkabilir. Bu anlamda devletin yapacağı geçici yardımlar ya da vergisel kolaylıklar yatırımların zamanlamasını değiştirebilir.

İngiltere’de maliye politikasının temelde otomatik stabilizatörlere dayanmasının ve istikrar fonksiyonunun güçsüzlüğünün bazı göstergeleri bulunmaktadır. Yapılan hesaplamalara göre, İngiltere’de bütçesel duyarlılık ölçümleri düşük olup, 1997’den bu yana hafif de olsa bu düşme devam etmektedir. Bu etkiyi güçlendirecek vergisel önlemler gündeme getirilmektedir. Ayrıca İngiltere’de kamu sektörünün Avrupa Birliği

<sup>37</sup> HM Treasury; “Stamp Duty Reserve Tax”, [http://www.hmrc.gov.uk/so/sdrt/index .htm](http://www.hmrc.gov.uk/so/sdrt/index.htm), (Erişim Tarihi: 5.12.2008.)

<sup>38</sup> HM Treasury, (2008), s. 4.

<sup>39</sup> Ayrıntılı bilgi için Bkz. **National Institute Economic Review**, No.206, October, 2008.

ülkelerine göre küçük olması otomatik stabilizatörlerin daha güçsüz olabileceğinin bir diğer göstergesidir<sup>40</sup>.

Son 35 yılda gerçekleşen mikroekonomik optimizasyon, rasyonel beklentiler ve Ricardian eşitliğe dayalı makro modellere yönelme, maliye politikasının kısa dönemde talep yönetimi aracı olarak selektif kullanımını gündemden düşürmüştür. Bununla birlikte bu modellerin gerek teorik yetersizliği gerekse ampirik olarak doğrulanmaması maliye politikası araçlarına yönelik yenilenen bir ilgi oluşturmuştur. Wren-Lewis'e göre özellikle kamu harcamaları, gelir transferleri ve dolaylı vergiler daha kesin ve öngörülebilir etkilere sahip olduğu için belirgin bir şekilde avantajlıdır. Ona göre harcama politikasının uygulanmasıyla ilgili belirsizlik ve gecikmeler Merkez bankasına sınırlı bir "mali regülatör" rolü verilerek önlenemez. Bu mali araçlardaki değişiklikler para politikası ile birlikte işleyerek istikrar rolüne sahip olabilir. İMB, kendi faiz oranı politikasının bazı sektörleri vurduğunu tespit ederse selektif mali araçlar devreye sokarak mali regülatör için iyi bir adaydır<sup>41</sup>. Bu bağlamda baktığımızda, maliye politikası uygulamalarının otomatik stabilizatörlük işlevine indirgenmediğini görmek mümkündür. Uzun yıllardır devam eden monetarist egemenlik, maliye politikası uygulamaları için dahi Merkez Bankası'nın icazetine ihtiyaç duymaktadır. Kuşkusuz, bu yönelişin temelinde, "mükemmel" işlediği varsayılan aktarım mekanizması ve parasal uygulamaların gecikme sorununun olmadığı-olmayacağı gibi sorunlu bir yaklaşım yer almaktadır.

İMB para politikası komitesi ekonomik durumdaki kötüleşme karşısında faiz oranını 1955'ten bu yana uygulanan en düşük düzey olan %3'e düşürmüştür. Hükümet ise maliye politikası aracılığıyla talebi canlandırmak için bir takım mali araçlar tasarlamıştır. Bu düzenlemeler büyük bir ağırlıkla (%75) vergi indirim ve kolaylıklarına dayanırken, ikinci büyük pay diğer doğrudan ve dolaylı yararlar ve ödemeler oluşturur. Düzenlemelerde en düşük pay (%5) yatırım harcamalarına aittir. Bu durum, 2010 ile 2011'de getirilmesi planlanan vergi geliri artışı öngören düzenlemelerle bir arada hükümetin 2015'te kamu maliyesini dengeye getirme planının bir parçasıdır. Dolayısıyla hükümetin maliye politikası amaçları değişmemiştir. Pre-Budget raporunda belirtildiği üzere ekonomik durumdaki kötüleşme gerçeğinde, global şoklar ekonomide etkisini yitirene kadar mali kurallardan geçici olarak ayrılınmakta ve 2015'te bütçe dengesine ve düşen bir borç düzeyine dönmek amaçlanmaktadır. 2008 pre-budget raporu gerek neredeyse bütünüyle finansal sektör kaynaklı kamu borç yüküne getirdiği çok büyük artışlarla gerekse vergi teşviklerinin yapısında getirdiği değişikliklerle yeni iken, kamu harcama yaklaşımıyla eski geleneği sürdürmüştür.

Oysa iktisat teorisi finansal piyasaların taşıdığı riskleri azaltmada devletlere çok çeşitli alternatifler sunar. Finansal kriz devletlere ekonomik sistemlerini krize daha az kırılğan biçimde yeniden şekillendirme yönünde

<sup>40</sup> Ed Balls and Gus O'Donnell, a.g.e, s. 221.

<sup>41</sup> Simon Wren-Lewis, "The Limits to Discretionary Fiscal Stabilization Policy", **Oxford Review of Economic Policy**, Vol.16. No.4, Winter (2000), s. 92-105.

verdiği fırsat kadar, pek çok kişiyi etkileyen daha fazla sosyal alternatifleri devreye sokmak için de bir fırsat sağlar. Keynezyen müdahale ve kamu mülkiyetine yönelik ilgi, sadece krizin birincil aktörlerine ödeme yapmak için değil, krize en kırılgan olanları korumak için de yönlendirilebilir.

Kapitalizmin karşılaştığı “en büyük” ve “en teknik” kriz karşısında, küresel girişimlerin yanında; her ülke krizden etkilenme olasılığına bağlı olarak tedbir alma yarışına girmiş ve bu girişimlerin bizatihi küresel finansal istikrarı da tehdit etme potansiyeli bulunmaktadır. Keynezyen uygulamaların geri döndüğüne ilişkin çıkarsamalar için henüz erken olmakla birlikte; kısa-orta dönemde Devletin ekonomide ağırlığının olacağı kuşkusuzdur. Bu ağırlık en azından finans kapitalinin kamuya yıktığı safralardan kurtulana kadar devam edecektir. Fakat, ekonomide Devletin bu ağırlığının İkinci Dünya Savaşı sonrasında olduğu gibi sosyal devlet açılımlarına ne kadar olanak tanıyacağı ise şimdilik belirsizlik taşımaktadır. Küresel ve ulusal ölçekteki gözlemler henüz “sıranın” krizin ikincil mağdurlarına gelmediğine işaret etmektedir. Gerek küresel düzeyde gerekse ülkeler bazında krizin ortaya çıkardığı-çıkaraacağı sorunlara, politika çözümlerine ve bunların “siyasal” ve “sosyal” sonuçlarına hep birlikte tanık olacağız.

#### KAYNAKÇA

1. Allshop, C. ve D. Vines, (2005) “The Macroeconomic Role of Fiscal Policy”, **Oxford Review of Economic Policy**, Vol.21, No.4, s. 485-509.
2. Balls Ed and Gus O’Donnell, (2002) **Reforming Britain’s Economic and Financial Policy**, Palgrave, NewYork, s. 223.
3. Bank of England, **Financial Stability Report Contents**, Issue.24, 28 October 2008
4. Barrell, Ray ve E. Philip Davis, (2008) “The Evolution of the Financial Crisis of 2007-08”, **National Institute Economic Review**, No: 206, October, s.5
5. Buxton, T., P. Chapman, P. Temple, (2004) **Britain’s Economic Performance**, Second Edition, Routledge, s. 53.
6. Cecehetti, S. G. (2006) “The Brave New World of Central Banking: Policy Challenges Posed by Asset Price Booms”, **National Institute Economic Review**, No. 196, April, s.107
7. Gieve, John (2008) “Credit Crunch and the UK Economy”, **Bank of England**, 22 September, s. 1-13.
8. HM Treasury, (2008) **Pre-Budget Report, Facing Global Challenges: Supporting People Through Difficult Times**, November, Stationery Office, London, Table 1.2, s.10.
9. HM Treasury, (2003) **Fiscal Stabilisation in EMU**, A Discussion Paper, HM Treasury Stationery Office, London, s. 35.

10. HM Treasury, (2003) **Fiscal Stabilisation in EMU**, A Discussion Paper, HM Treasury Stationery Office, London, s. 37.
11. HM Treasury (2008), “Stamp Duty Reserve Tax”, <http://www.hmrc.gov.uk/so/sdrt/index.htm>, (Erişim Tarihi: 5.12.2008.)
12. House of Commons, (2008) “Banking Reform”, **Fourteenth Special Report of Session 2007-08**, 22 October, s.25-32.
13. House of Commons Treasury Committee, (2008) “The Run On Rock: Government Response to the Committee’s” **Fifth Report of Session 2007-08**, 2 July 2008, House of Common, London.
14. IFS (2008), **Analysis of Today’s Public Finance Figures**, 20th October 2008, s.1-4.
15. Keynes, John M., (1936) **The General Theory of Employment, Interest and Money**, London, 154-159.
16. Kitson Michael and Jonathan Michie, (2000) **The Political Economy of Competitiveness**, Routledge, London, s. 84.
17. Muellbauer, John, (2005) “Property Taxation and The Economy After The Banker Review”, **The Economic Journal**, 115 (March), s. 2.
18. Muellbauer, John and A. Murphy, (2008) “Housing Markets and Economy: The Assessment”, **Oxford Review of Economic Policy**, Vol.24, No.1, s. 24
19. Office for National Statistics, (2008) **Public Sector Finance**, First Release, 20 August 2008, s. 7.
20. The Economist (2008) “Home’s Where The Hurt Is”, September 6th 2008, s. 35.
21. The Economist (2008), “What Next?”, September, 20th 2008, s. 13.
22. The Economist (2008), “What Next”, September 20th 2008, s.13-14.
23. Wadhvani, S., (2008) “Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles Revisiting the Debate”, **National Institute Economic Review**, 206, s. 33.
24. Weale, Martin (2008) “Commentary: The Policy Framework”, **National Institute Economic Review**, No.206, October, s. 68.
25. Wren-Lewis, Simon (2000) “The Limits to Discretionary Fiscal Stabilization Policy”, **Oxford Review of Economic Policy**, Vol.16. No.4, Winter, s. 92-105.