

BORÇ KRİZİ ve MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI İLİŞKİSİ: PARASAL BİRLİĞE DAHİL ÜLKELERE YÖNELİK PANEL VERİ ANALİZİ

RELATIONSHIP BETWEEN DEBT CRISIS and CENTRAL BANK INDEPENDENCE: PANEL DATA ANALYSIS for EURO-ZONE COUNTRIES

Ekrem ERDEM

Erciyes Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, KAYSERİ, (ekremerdem@erciyes.edu.tr)

Tekin AKDEMİR

Erciyes Üniversitesi, İİBF, Maliye Bölümü, KAYSERİ, (takdemir@erciyes.edu.tr)

M. Fatih İLGÜN

Erciyes Üniversitesi, İİBF, Maliye Bölümü, KAYSERİ, (mfilgun@erciyes.edu.tr)

ÖZ

Son 30 yıllık dönemde makroekonomik istikrarın sağlanması ve korunması amacıyla birçok ülkede merkez bankası bağımsızlığına yönelik düzenlemeler yapılmıştır. Merkez bankaları fiyat istikrarı amacı üzerinde odaklanırken, maliye politikalarının makroekonomik istikrar üzerindeki etkileri nedeniyle mali disipline verilen önem artmıştır. Ancak 2008 küresel finansal krizi sonrasında uygulanan genişletici politikalar, Avrupa Birliği'nde özellikle Parasal Birliğe dahil ülkelerde yeni bir borç krizinin temellerini atmıştır. Kriz karşıtı politikalarda maliye politikalarının genişletici etkileri öne çıkarken, para ve maliye politikalarının etkililişimi de daha fazla tartışılır olmuştur. Bu çalışmada, AB'de ortak para alanına dahil ülkelerde merkez bankasının bağımsızlığının maliye politikası uygulamaları ve kamu borç stokuna yansımalarını değerlendirilmektedir. Çalışmanın analiz sonuçları; Euro bölgesi ülkelerinde, merkez bankası bağımsızlığındaki artışın kamu borç stoku üzerinde pozitif ve anlamlı etkisi olduğunu göstermektedir.

Anahtar Sözcükler: Merkez Bankası Bağımsızlığı, Borç krizi, Politika etkileşimi, Euro Bölgesi

ABSTRACT

In the last 30 year period, the arrangements towards the central bank independence have been made in order to ensure and maintain macroeconomic stability in many countries. While the central banks focus on the goal of price stability, the importance of fiscal discipline has increased due to the effects of fiscal policy on macroeconomic stability. However, expansionary policies implemented since the 2008 global financial crisis have led to a new debt crisis in the European Union, especially in the economic and monetary union countries. While the expansionary effect of fiscal policies becomes prominent in the anti-crisis policies, the interaction of monetary and fiscal policies has become more questionable. In this study is evaluated the reflections of the central bank independence on the implementation of fiscal policy and public debt stock in the EMU countries. The results of the study show that the increase in central bank independence has positive and significant effect on public debt in Euro Area.

Keywords: Central Bank Independence, Debt crisis, Policy coordination, Euro Area

1. Giriş

Son 30 yılda makroekonomi politikalarının en önemli hedeflerinden birini, mali disiplinin tesisi oluşturmuştur. Mali disiplin, bütçe açığı ve borç stokunun sürdürülebilirliği açısından taşıdığı önemin yanı sıra, ortak para alanına dahil ülkelerde, para politikasının kredibilitesinin sürdürülmesi açısından da büyük önem taşımıştır. Özellikle 1970'li yıllarda uygulanan iradi mali politikaların makroekonomik istikrar açısından oluşturduğu olumsuzluklar, siyasi otoriteyi belirli kurullarla sınırlamanın daha rasyonel olacağı düşüncesini gündeme getirmiştir. Böylece, son 10 yılı aşkın süredir, merkezi bir para politikasının uygulandığı Avrupa Birliği'nde ademi merkezizetçi mali politikalar mali kurullar çerçevesinde uygulanır olmuştur.

1999 yılında Euro'ye geçişle birlikte, parasal birliğe dahil ülkelerde para politikasının uygulanmasından sorumlu tek kuruluş Avrupa Merkez Bankası olmuştur. Avrupa Merkez Bankası kısa vadeli faiz oranlarının yönetilmesi aracılığıyla, fiyat istikrarını sağlama hedefi üzerine odaklanmışken, ulusal düzeyde ekonomik istikrarın sürdürülmesi ve diğer makroekonomik hedefler Maastricht Anlaşması ile Büyüme ve İstikrar Paketi çerçevesinde parasal birliğe dahil ülkelere mali ve yapısal politikalar aracılığıyla gerçekleştirilmeye çalışılmıştır. Bu amaçla, ortak para alanına dahil olan ülkelerde, para politikasının kredibilitesini artırmak için mali yakınlaşma kriterleri geliştirilmiştir. Bu kriterler, Birliğin uyguladığı para politikası ile mali politikalar arasında önemli bir bağlantı ortaya çıkarmıştır.

Tek paraya geçişle birlikte, ülkeler arasında döviz kuru riski ortadan kaldırılırken, AB'nin nispeten gelişmemiş ülkeleri genişletici maliye politikalarını düşük bir maliyetle finanse edilebilme imkânına kavuşmuştur. Özellikle 2000'li yılların ilk yarısında dünya ekonomisinde yaşanan olumlu gelişmelerin etkisiyle, bütçe açıklarının artması reel faizler üzerinde yukarı yönlü bir baskı yaratmazken, artan bütçe açıkları ve borç sorunu karşısında AB üyesi ülkelerde kamu harcamalarının kompozisyonu değişmiş, toplam harcamalar içerisinde yatırım harcamalarının payı azalırken, diğer harcamaların payı artmıştır.

Özellikle, AB'nin borç stoku ve kamu kesimi ile ilgili açık kriterleri ile ilgili zayıf uygulamaların etkisiyle, AB ülkeleri, genişlemeci mali politikalarını borçlanma ile finanse etmişlerdir. Birliğe üye ülkelerde para politikaları fiyat istikrarı üzerine odaklanırken, büyüme ve istihdam gibi ekonomi politikası hedeflerini gerçekleştirmenin yükü maliye politikalarının üzerinde kalmıştır. Bu durum, küresel ekonominin nispeten olumlu bir görünüm sergilediği ortamda Avrupa Merkez Bankası politikaları ve mali politikaların sürdürülebilirliği için önemli bir sakınca oluşturmamıştır. Ancak 2007 yılının yaz aylarında ABD'de ortaya çıkan krizin 2008 yılında global bir hal almasıyla, başta AB üyesi ülkeler olmak üzere bir çok ülke sürdürülemez bir hal alan bütçe açıkları ve borçlanma sorunu ile mücadele etmek zorunda kalmıştır.

Küresel krizin olumsuz etkileri; bir çok ülkede uygulamaya konulan mali teşvik paketleri ile önemli ölçüde atlatılırken, Avrupa Birliği ülkelerinde ekonomide beklenen toparlanma bir türlü gerçekleşmemiştir. 2011 yılının son aylarında küresel kriz adeta Avrupa borç krizi haline dönüşmüştür. Gelinen noktada, İrlanda, Portekiz, Yunanistan gibi ülkelerde borç krizi ortaya çıkmış, 2011 yılı Temmuz ayı itibarıyla tırmanan Yunanistan borç krizinin etkisiyle faiz oranlarında belirgin artış meydana gelmiştir. Bu durum, kısa vadede borç çevirme sorunu olmayan İtalya'da ve görece olarak olumlu bir mali performansa sahip İspanya'da daha çok hissedilmeye başlanmıştır.

Bugün, AB borç krizinin yoğun olarak hissedildiği Yunanistan ve İtalya gibi ülkelerin krizden kurtarılabilmesi için, Avrupa Birliği liderleri mali politikalarda daha sıkı önlemleri tartışırken,

dünyanın geri kalan ülkelerini AB krizinin küresel boyutta bir borç krizine dönüşme riski endişelendirmektedir. Bu çalışmanın amacı, AB'de ortak para alanına dahil ülkelerde merkez bankasının bağımsızlığının maliye politikası uygulamalarına yansımaları değerlendirmektir. Bu kapsamda çalışmada Avrupa Merkez Bankası'nın fiyat istikrarı hedefinin, mali politikalar üzerinde meydana getirdiği etki ile, Avrupa Merkez Bankası politikalarının İtalya ve Yunanistan gibi ülkelerin borç krizine etkileri değerlendirilmiştir. Çalışmada ayrıca, artan bütçe açıkları ve borçlanma sorununun fiyat istikrarının bir bedeli olup olmadığı panel veri analizi ile değerlendirilmeye çalışılmıştır.

2. Merkez Bankası Bağımsızlığı

Son 20 yılda pek çok ülkede enflasyonla mücadele için merkez bankası yasalarında bağımsızlığı öne çıkaran değişiklikler yapılmıştır. Bu değişikliklerden biri de, enflasyonun kronik bir nedeni olduğu düşüncesiyle, merkez bankasının kamu kesimini karşılıksız fonlamasını sınırlayıcı düzenlemeleri içermektedir. Bu sınırlama merkez bankasının güvenilirliğini ve para politikasının etkinliğini artıracak temel unsur olduğu düşüncesiyle savunulmuştur. Ancak, pek çok ülkede artan kamu harcamaları karşısında vergi gelirlerinin aynı paralelde bir gelişim gösterememesi kamu kesimi açıklarını artırmıştır. Dolayısıyla merkez bankası finansmanının sınırlanması mali dengesizlikleri giderebilmek için ülkeleri yurtiçi ve yurtdışından daha yüksek maliyetle borçlanma durumuyla karşı karşıya bırakmıştır (Jácome vd., 2012: 3).

Merkez bankası bağımsızlığı, fiyat istikrarı yönünde inanılabilirlik sağlanması yoluyla enflasyonu düşürmede yardımcı olabilecek kurumsal bir özelliktir (Berument ve Neyaptı, 1999: 11). Literatürde, merkez bankası bağımsızlığı, genellikle, siyasi otoriteden bağımsız bir şekilde hareket edebilme yeteneği olarak görülmektedir. Ancak buradaki bağımsızlık, hükümete rağmen değil, hükümet içerisinde bir bağımsızlığı ifade etmektedir. Bu bağlamda, merkez bankasının bağımsızlığı kavramı; "merkez bankasının kendisine verilen hedefler doğrultusunda gerektiğinde siyasi otoritenin nüfuz ve iradesine karşı kendi politikasını uygulayabilme ve bu yönde gerekli değişiklikleri yapabilme esnekliği ve inisiyatifine sahip olması" şeklinde tanımlanabilir (Oktar, 1994: 68).

Merkez bankası bağımsızlığı hareketinin Yeni Zelanda'nın, merkez bankasının temel fonksiyonunu fiyatlar genel seviyesinde istikrarı sağlamak ve sürdürmek olarak belirleyen 1989 tarihli merkez bankası kanunu ile başladığını söylemek mümkündür (Schwartz ve Castañeda, 2009: 9). Bu değişikliği başta AB üyesi ülkeler olmak üzere birçok ülkede yapılan düzenlemeler izlemiştir. 1990'lı yıllar boyunca merkez bankası yasalarında yapılan değişiklikler, fiyat istikrarına odaklanmış bir merkez bankasının politika uygulamaları için hükümet müdahalelerinden uzak olması gerektiğini kabul etmiştir. Bu kabul, hükümetlerin merkez bankalarından borçlanmasının yasaklanması yönünde genel bir uygulamayı da beraberinde getirmiştir (Schwartz ve Castañeda, 2009: 9).

Merkez bankası bağımsızlığına yönelik girişimlerde küresel ve bölgesel bazı faktörlerin etkisi olduğu söylenebilir. Küresel faktörleri iki ana başlıkta toplamak mümkündür. Bunlardan ilki, 1970'li yıllarda yaşanan stagflasyon tarafından tetiklenen fiyat artışlarını istikrara kavuşturma arayışları ve başta Latin Amerika ülkeleri olmak üzere yüksek enflasyon yaşanan bir çok ülkede ekonomik performansın kötüleşmesidir. İkinci faktör ise, sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin azalması ve uluslararası sermaye hareketlerinin genişlemesidir. Söz konusu faktörler fiyat istikrarının önemini artırmıştır. Bunun yanı sıra, yerli ve yabancı yatırımcılar açısından

merkez bankası bağımsızlığının makroekonomik sorumluluğa karşı bir güvencenin işareti olarak algılanmasını sağlamıştır. Ayrıca IMF geliştirmekte olan ülkelerde merkez bankası reformunu desteklemiş ve yapısal uyum programlarında bir koşul olarak ortaya koymuştur (Cukierman, 2006: 7). Belirtilen küresel faktörlerin yanı sıra aşağıda belirtilen bölgesel faktörlerde merkez bankası bağımsızlığı üzerinde etkili olmuştur (Cukierman, 2006: 7);

- Nominal istikrarın sağlanması için tesis edilmiş Avrupa Para Sistemi ve Bretton Woods Sistemi gibi kurumların çökmesi,
- Yüksek ölçüde bağımsızlığa sahip Alman Bundesbank'ın gösterdiği olumlu performansın, bağımsız merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlamaya yönelik bir aygıt olabileceğini ortaya koyması,
- Avrupa Birliği'nde Maastricht Anlaşması'nın kabulü ile birlikte, merkez bankası bağımsızlığının parasal birliğe dahil olmanın ön şartı olarak kabul edilmesi,
- Latin Amerika ülkelerinde başarılı istikrar programlarından sonra, politika yapıcıların gelecekte yüksek ve süregelen enflasyon olasılığını azaltacak kurumsal düzenleme arayışları ve merkez bankası bağımsızlığını bu hedefe ulaşmak için doğal bir yol olarak görmeleri,
- Geçiş ekonomilerinde batı tarzı iyi işleyen merkez bankalarının oluşturulması ve merkez bankalarının bağımsızlığının artırılmasının piyasa ekonomisinin fonksiyonlarını düzgün bir şekilde ifa edebilmesi için gerekli kurumsal çerçeveyi oluşturmak için gösterilen çabanın bir parçası olarak görülmesi.

Bugün bağımsız merkez bankaları fiyatlar genel düzeyinde istikrarı sağlama hedefine yoğunlaşmakla birlikte, her ne kadar dile getirilmese de finansal sistemin istikrarının korunması gibi bir diğer amaç da göz ardı edilmemektedir. Bu ikincil amaç, merkez bankasının borç verme mercii olarak hareket etmesini gerektirebilmektedir (Schwartz and Castañeda, 2009: 9).

3. Avrupa Merkez Bankası ve Ortak Para Politikası Uygulaması

Avrupa Birliği, Ekonomik ve Parasal Birliğe yönelik ilk ciddi adımını 1970 yılında hazırlanan Batı Avrupa ekonomilerinin döviz kurlarını mümkün olduğunca dar bir dalgalanma marjı içinde sabit tutabilmeyi amaçlayan Werner Planı ile atmıştır. Werner Planında, Birliğe üye ülkeler arasında ekonomi politikalarının koordinasyonunu sağlamak ve tek bir para otoritesine ve tek paraya ulaştıracak kurumsal yapıyı oluşturmaya hedeflenmiştir. Bu hedefe ulaşmak için en önemli adımlardan birisini ise, 1979 yılında kurulan Avrupa Para Sistemi oluşturmuştur. Avrupa Para Sisteminin amacı, Birlik bünyesindeki ülkelerde ekonomik istikrarı sağlamak ve ülkeler arasındaki ekonomi politikalarının uyumunu mümkün olduğunca artırmaktır. 1989 yılında Avrupa Konseyi tarafından kabul edilen Delors Raporu ile Ekonomik ve Parasal Birliğin üç aşamada gerçekleşeceğini öngören bir plan hazırlanmıştır (Arslan, 2003: 4, 5).

1999 yılında Ekonomik ve Parasal Birliği'nin üçüncü aşamasına geçilmesiyle birlikte Ekonomik ve Parasal Birliğe üye ülkelerin merkez bankaları, para politikası ile ilgili tüm yetkilerini Avrupa Merkez Bankası'na devrederek Avrupa Merkez Bankası'nın belirlediği program ve direktifler dahilinde hareket etmeye başlamışlardır.

Bugün, Avrupa Birliği Anlaşması, Avrupa Merkez Bankası ve Avrupa Merkez Bankaları Sistemi'nin yanı sıra ortak para politikasının yasal dayanağını oluşturmaktadır. Avrupa Merkez Bankası ve ulusal merkez bankaları, Avrupa Merkez Bankaları Sistemi'ni (AMBS) oluşturmaktadırlar. Avrupa Merkez Bankaları Sistemi'nin birincil amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Avrupa Merkez

Bankaları Sistemi, Birliğin para politikasını belirlemek ve uygulamak, kambiyo işlemlerini yürütmek, ye devletlerin resmi döviz rezervlerini tutmak ve yönetmek ve ödeme sistemlerinin düzgün işlemesini desteklemekten sorumludur. (The Treaty On European Unon, Article 127). Bu amaçla, para politikasını birlik içerisinde merkezileştiren, ulusal politikaların tam uyumunu sağlamaktadır. Bunu sağlayacak şekilde organize edilmiş olan sistemin merkezinde Avrupa Merkez Bankası bulunmaktadır (Tunçsiper, 2000: 21). Yetkilerinin kullanımında ve kaynaklarının idaresinde bağımsızdır.

Bugün dünyanın en bağımsız merkez bankalarından biri olarak kabul edilen Avrupa Merkez Bankası ortak para politikasının uygulanmasıyla gvlelendirilmiş ve maliye poltikası ye ülkeler tarafından uygulanmıştır. Banka, orta vadede fiyat istikrarının sağlanması hedefine yönelmiştir. Avrupa Merkez Bankaları Sistemi ve tek paraya geçişin 10 yıllık başarılı uygulamasından sonra, Yunanistan krizinin Birlik yesi diğer ülkelere yayılma etkisi göstermesi, ortak para politikasının geleceği ve parasal birliğe dahil ülkelerde maliye politikasına yön veren kuralların yeniden şekillendirilmesi yönünde tartışmaları da beraberinde getirmiştir.

4. Avrupa Birliği'nde Para ve Maliye Politikalarının Eşgüdümü

Son 25 yılda dünyanın bir çok ülkesinde merkez bankalarının uyguladığı para politikalarının başarisının değerlendirilmesinde, merkez bankalarının fiyat istikrarı hedefini gerçekleştirmesi en temel kriter olmuştur. Aynı zamanda bu amacın gerçekleştirilmesi için hangi aracın seçileceği konusunda merkez bankalarının bağımsızlığı artmıştır. Ancak merkez bankalarının fiyat istikrarına odaklanmaları ve diğer kamu politikalarından bağımsız hareket etmeleri, üretim, istihdam, büyüme, vergilendirme ve sosyal politikalara ilişkin hedeflerin gerçekleştirilmesinde maliye politikası üzerindeki baskıları artırmış, para ve mali politikalarının koordinasyonu sorununu ortaya çıkmıştır (Woodford, 2001: 1). Ekonomide politika değişkenlerinin birbirleri üzerinde önemli etkileri vardır. Maliye politikası, bütçe dengesi ve bileşenleri yoluyla cari dönem fiyatlar genel düzeyi, enflasyon beklentisi, reel faiz oranları, para talebi ve para arzı gibi parasal değişkenler ile finansal istikrar üzerinde etkiler meydana getirmektedir. Benzer şekilde para politikası değişkenleri de kamu borç stoku, kamu borç senetlerinin likiditesi, bütçe dengesi ve mali çarpanın büyüklüğünü etkileyebilmektedir (Ilgn, 2010: 179).

Woodford (2001: 3-8)'a göre, maliye politikalarından bağımsız bir merkez bankası, enflasyon sürecini hızlandırabildiği gibi, merkez bankasının bağımsızlığı maliye politikasını farklı şekillerde etkileyebilmektedir. Zira bağımsız bir merkez bankasının benimsenmesi enflasyon vergisinden hükümeti mahrum bırakarak mali disiplin için güçlü bir sinyal oluştururken, zayıf bağımsızlık mali disiplinde gevşemeye yol açabilmektedir (Lucotte, 2009: 3). Ayrıca bağımsız bir merkez bankasının; hazinenin sürdürülemez borçlanma politikalarını önleyebileceği, hükümetlerin bütçe açığı vermemek için daha dikkatli davranmasına ve enflasyonist olmayan yeni mali kaynaklar aramalarına yönelmelerini sağlayabileceği yönünde görüşler de mevcuttur (Grilli vd,1991: 373; Loungani ve Sheets, 1997: 392'den aktaran; Akyazı, 2008: 89). Maliye politikaları özellikle faiz oranının belirlenmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Bütçe disiplinin sağlanamaması borç stoğu ve enflasyonu artıracadığan, yüksek faize neden olabilmektedir. Bu durum, borç-faiz-enflasyon sarmalının ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Bugün, politika yapıcılar arasındaki ilişki karmaşık bir yapı sergilemekte ve ekonomi üzerinde önemli etkilere neden olmaktadır. Literatürde bu konuyla ilgili yapılan teorik ve ampirik çalışmaların büyük bölümü; i ve dış dengenin sağlanmasında politikalar arasında

koordinasyonun önemli olduğu, koordinasyonun sağlanamamasının düşük büyüme ve yüksek enflasyon oranlarına yol açtığı, politika araçlarının birbirlerinin etkinliğini azalttığı, dolayısıyla politikalar arasındaki etkileşimi dikkate almayan analizlerin politikaların etkilerini olduğundan fazla tahmin ettiği sonucuna ulaşmışlardır (İlgün, 2010: 179).

Para ve maliye politikaları arasındaki koordinasyon sorunu, Avrupa Birliği gibi para politikasının ulusüstü bir otoriteye bırakıldığı ekonomik ve parasal birlikte daha fazla önem taşımaktadır. Şöyle ki, üye ülkelerin uygulayacağı bağımsız mali politikalar, döviz kuru ve enflasyon gibi ortak politikaların uygulandığı alanlara etki yapabilir. Bu değişkenlerdeki herhangi bir değişim faiz oranını, dolayısıyla fiyat istikrarını etkileyebileceğinden, ekonomik ve parasal birlikte mali politikaların koordinasyon içerisinde yürütülmesi büyük önem taşımaktadır (Delors, 2001: 6). Bu noktadan hareketle, Avrupa Birliği'nde mali politikaların koordinasyonunu sağlamak için kurallı mali politikalar benimsenmiştir. Birliğin mali kuralları benimsemiş olmasının çeşitli nedenleri vardır. İlk olarak, parasal birlik üyesi ülkeler para politikasını ve döviz kurunu belirleme yetkisini Avrupa Merkez Bankası'na devrettikleri için üye ülkelerden birinde yaşanacak asimetrik şoklara karşı uygulanacak bütçe açıkları politikası, açıkların ve borçların sürdürülebilirliğini tehlikeye atacaktır. Bu tür şoklara karşı, ulusal bütçeler merkezileştirilerek krize giren ülkelere transfer yapılması politik açıdan sorunlara yol açabileceğinden, bu durum pek tercih edilmeyecektir. Ulusal bütçeler merkezileştirilemediği takdirde ise ulusal mali politikalar esnek bir şekilde kullanılacak, bütçe açıklarında artış meydana gelecek ve aşırı açıklardan kaçınmak için kurallı mali politikaların uygulanması gerekecektir (De Grauwe, 2000, 197). İkinci olarak, bir üye ülkede kısa vadeli politik kaygılarla uygulanacak genişletici politikaların, enflasyon ve faiz oranları üzerinde yaratabileceği negatif dışsallıkların Avrupa Merkez bankasının fiyat istikrarı hedefini olumsuz etkilemesi, mali kurallar sayesinde önlenebilecektir. Birlik üyesi ülkelere birinde borç GSYİH oranında yaşanacak artışlar, Avrupa Birliği faiz oranlarının artmasına yol açarak, ülkelerin borç yükünü artırabilir ve borç yükünün azaltılması için sıkı mali politikaların uygulanmasını zorunlu kılabilir. Bu durum, Avrupa Merkez Bankası'nın para politikasında gevşemelere yol açarak, fiyat istikrarı hedefini tehlikeye sokabilir. Parasal birlikte piyasa mekanizmasının mali otoritelerin politikalarını disipline edici etkisi yetersiz kalacağından, mali kurallar negatif dışsallıkların önlenmesi açısından önem kazanır (De Grauwe, 2000: 203; Payzanoğlu, 2009: 6; Castro, 2007: 2). Üçüncü olarak, parasal birlik üyeliği mali disiplini olumsuz etkileyebilir. Parasal birlik ile birlikte yurt içi borçlanma maliyetini etkileyen kur riski ortadan kalkmakta, geri ödeme riski ise dolaylı olarak azalmaktadır. Bu kapsamda hükümetlerin aşırı borçlanma eğilimini ortadan kaldırmak için mali kurallar getirilmesi yarar sağlamaktadır (Payzanoğlu, 2009: 6).

Avrupa Birliği'nde, parasal birlikte uygulanan mali politikaların kurumsal çerçevesi, Maastricht Anlaşması'nda öngörülen yaklaşma kriterleri ile Büyüme ve İstikrar Pakti'nde belirlenmiştir. Maasricht Anlaşması'nda üye ülkelerin aşırı kamu açığı vermekten kaçınması öngörülmüş ve mali politikaların koordinasyonu için 2 yaklaşma kriteri belirlenmiştir. Buna göre, Komisyon kamu açığının GSYİH'ye oranının %3'ü geçmemesi ile kamu borcunun GSYİH'ye oranının %60'ı geçmemesinden oluşan iki kriter temelinde, bütçe disiplinine uyulup uyulmadığını incelemektedir.

Birlik üyesi ülkelerde mali politikaların koordinasyonuna ilişkin bir diğer önlem Büyüme ve İstikrar Pakti'dir. Büyüme ve İstikrar Pakti, ekonomik ve parasal birlikte ulusal mali politikaların koordinasyonu için uygulamaya konulmuş kuralla dayalı bir düzenlemedir. Avrupa Birliği üyesi ülkelerde aşırı açıklardan kaçınarak bütçe disiplinin korunmasının sağlanması amacıyla hayata geçirilmiştir. Parasal birliğin fonksiyonunu düzenli bir şekilde ifa edebilmesi için gerekli olan bu

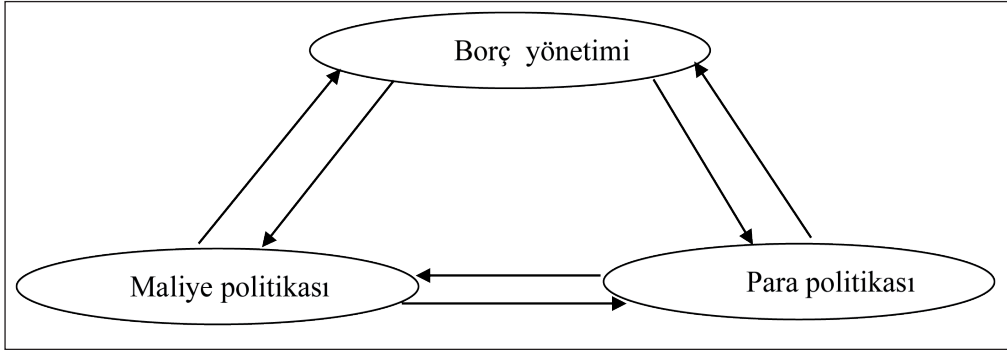
pakt, sağlam kamu maliyesinin tesisi için geliştirilmiştir. İstikrar Pakti'nin önleyici ve caydırıcı tedbirlerden oluşan 2 temel bölümü vardır. Önleyici tedbirler çerçevesinde, ye ülkeler nüfusun yaşlanmasının olası btsel etkilerini dikkate alarak, orta vadede sağlam kamu maliyesi hedefine ulaşmayı ve bunu sürdürebilmeyi nasıl gerçekleştireceklerini gösteren yıllık istikrar veya yakınsama programları sunmalıdır. Önleyici tedbirler 2 politika aracını içermektedir. Konsey Komisyon'un nerisi temelinde, aşırı bt iğinin ortaya çıkmasını önlemek için, erken uyarı gönderebilir. Ayrıca Komisyon bir ye devlet için maliye politikalarının genel etkileri ile ilgili olarak doğrudan politika önerilerinde bulunabilir. Büyüme ve İstikrar Pakti'nin caydırıcı önlemleri içeren kısmı aşırı bt iği süreci çerçevesinde yürütülmektedir. Aşırı bt iği süreci ye ülkelerdeki bt iğinin GSYİH'nin %3'n geçmesi durumunda devreye girmektedir. ye ülkelerden herhangi birindeki bt iğinin aşırı olduğuna karar verilmesi halinde, Konsey ye ülkeye aşırı bt iğini iyileştirebilmesi için belirli bir zaman verir. Konsey'in önerilerine uyulmaması yaptırımlarda dahil olmak üzere daha ileri prosedürlerin uygulanmasını gerektirir. (European Commission, http://ec.europa.eu/economyfinance/economicgovernance/sgp/index_en.htm).

Avrupa Birliği'nde para ve maliye politikalarının koordinasyonunu sağlamak ve Birlik yesi ülkelerde uygulanabilecek genişletici mali politikaların Avrupa Merkez Bankası'nın fiyat istikrarı hedefini olumsuz yönde etkilemesini önlemek için geliştirilen yakınlama kriterleri ile Büyüme ve İstikrar Pakti nlemleri uygulamada kendisinden beklenenleri verememiştir. Birlik yesi ülkelerde bt iğilerinin GSYİH'ye oranı 2000 yılında %1'e kadar düştükten sonra tekrar artmaya başlamış, Yunanistan, Portekiz, İtalya, Fransa ve Almanya başta olmak üzere birçok ye ülkede yakınlama kriterlerinde öngörülen sınır değeri aşılmıştır. Büyüme ve İstikrar Pakti önlemlerinin esneklikten yoksun olduğu yönündeki eleştirilerin yanı sıra, Pakt'ta öngörülen sınır değeri aşan Fransa ve Almanya'ya karşı yaptırım uygulanmadığından, Büyüme ve İstikrar Pakti önlemlerinin reformu gündeme gelmiştir. 2005 yılında Pakt'ta öngörülen nlemler Almanya ve Fransa'nın isteğiyle yumuşatılmıştır. Bu durum parasal birliğe dahil ülkelerde ekonomik ve finansal krizlerin yol açtığı mali güçlüklerin şiddetlenmesine neden olmuştur (Schuknecht vd., 2011: 4,10). Bugün borç piyasalarındaki kriz karşısında parasal birliğe dahil ülkelerde bir bütün olarak finansal istikrarın nasıl sağlanacağı, mali disiplini sağlamaya yönelik kural ve prosedürlerin açık yanlı kamu maliyesi politikalarını etkili bir şekilde azaltıp azaltmayacağı ve küreselleşme, evre kirliliği ile mücadele ve demografik geçişin yaşandığı bir ortamda, kamu maliyesinde yaşanan baskıları arttığı bir durumda belirtilen kural ve prosedürlerin sağlam kamu maliyesinin tesisinde yeterli olup olamayacağı konuları tartışılmaktadır (Gaspar, 2010: 5,6).

5. Avrupa Birliği lkelerinde Merkez Bankası Bağımsızlığı, Maliye Politikası ve Borçlanma İlişkisi

Geleneksel olarak borçlanma politikası para ve maliye politikalarından ayrı olarak dşnlmekle birlikte, söz konusu politikanın para ve maliye politikasından etkilendiği kabul edilmektedir. Günümüzde, maliye politikaları kamu gelir ve harcamalarının miktar ve bileşimini ayarlayarak, ekonomik faaliyet hacminin düzenlenmesi hedefine odaklanırken, merkez bankaları temelde fiyat istikrarını sağlamayı hedeflemektedir. Maliye politikası hedeflerinin gerçekleştirilmesi için hükümetlerin gelir ve harcamalarında ayarlamalar yapması, kamunun mali pozisyonunda değişmelere yol açarken, bt iği ve borçlanma gibi mali değişkenlerde önemli değişmeler meydana gelebilmektedir. Özellikle parasal birliğe dahil ülkelerde ortak para politikası maliye politikasını etkilerken, maliye politikası da ortak merkez bankasının politikalarını etkilemekte ve ortak para politikasının belirlenmesine katkı yapmaktadır.

Para ve maliye politikaları arasındaki etkileşimin gösterildiği Şekil 1'den de görüleceği üzere, zayıf borç yönetimi, borç servis ödemelerinin maliyetini artırarak, kamunun borç geri ödeme yükümlülüklerinin yerine getirebilmesi için, faiz dışı harcamalarda kesintiye gitmesine ve mali otoritelerin hedeflerinden sapmalarına neden olabilmektedir. Diğer taraftan, zayıf mali yönetim birincil fazlanın azalmasına ya da açığa neden olabilmekte ve borçlanma düzeyi üzerinde belirleyici olabilmektedir. Borç stoğu aşırı olarak algılandığında, yatırımcılar, daha yüksek risk primi talep edebileceğinden, borç yöneticilerinin, makul bir maliyetle hedefledikleri borç kompozisyonuna ulaşmaları güçleşebilmektedir. Faiz oranları ile döviz kuru politikası değişken faizli borçlanma ile yabancı para cinsinden borçlanmayı sınırlayabileceğinden, para politikası da borç yöneticilerinin hareket alanını sınırlayabilmektedir. Örneğin, borç yöneticilerinin, uzun vadeli, sabit faizli ve yerli para cinsinden borçlanmaları sınırlandırıldığında, yüksek faiz maliyetiyle borçlanma zorunlu olabilmektedir. Böyle bir durumda, yatırımcılar, enflasyona ya da yabancı paraya endekli ve kısa vadeli borç vermeyi tercih edebilir. Zayıf borç yönetiminin yanı sıra, bu tür borçların toplam borç stoğu içerisindeki payı arttığında merkez bankasının faiz oranlarını yükseltme yada ulusal paranın değerini düşürme isteği sınırlanabilir. Para politikası ile borç yönetimi arasındaki ilişkinin yanı sıra, para politikası ile maliye politikası da birbirine yüksek derecede bağımlıdır. Enflasyon oranı ile faiz oranının yüksek ve değişken olması, özel sektörün ekonomik faaliyetlerinde daralmaya yol açarak kamu gelirlerinin azalmasına neden olurken, merkez bankasının sterilizasyon politikası ve yarı mali işlemler borç stoğunun düzeyi üzerinde doğrudan etkiye bulunabilmektedir. Benzer şekilde, mali yönetimin yetersizliği ve yüksek borç stoku enflasyonist beklentilerin yükselmesine yol açarak, reel faiz oranlarının artmasına ve ulusal paranın değer kaybetmesine neden olarak, para politikası hedeflerinin gerçekleştirilmesini tehlikeye sokabilmektedir (Togo, 2007: 4).



Şekil 1. Borç Yönetimi, Para ve Maliye Politikası Etkileşimi

Kaynak: Togo, 2007: 9.

Para, maliye ve borç yönetimi politikası arasındaki bu etkileşim koordinasyon ihtiyacını ortaya çıkarırken, para ve borç yönetimi politikasının ayrılması, politika çatışmalarına yol açabilir. Örneğin merkez bankasının borçlanma maliyetini düşük tutabilmek için faiz oranını yükseltmekte isteksiz davranmasını piyasalar bankanın enflasyonu düşürmede isteksiz olduğu şeklinde algılayabilir. Merkez bankasının kredibilitesinin düşüklüğünün yanı sıra zayıf mali pozisyonu kısa dönem mali yükümlülüklerinin yüksekliğiyle birleştiğinde, faiz oranlarını artırarak merkez bankası bilançosunu olumsuz yönde etkileyebilir. Ayrıca merkez bankası kredibilitesinin düşüklüğü dolarizasyon sürecini hızlandırabilir. Bu durum kamu borç yönetimini güçleştirebilir. Borç yönetim otoritesi

yerli para cinsinden uzun vadeli borçlanma senedi ihraç etmekte güçlüklerle karşılaşabilir. Parasal finansmanın genişliği, mali otoritenin nakit ihtiyacını karşılamak için mali piyasalara daha az girmesini sağlayarak, kamu borç ihalelerinde yüksek faiz oranlarından borçlanmadan kaçınabilmesine olanak tanımaktadır. Ancak böyle bir politika merkez bankası kredibilitesini olumsuz yönde etkileyebileceği gibi, mali piyasaların gelişmesini yavaşlatmakta ve borçlanma maliyetinde yapay bir düşüş sağlamaktadır. Borçlanma maliyetini sınırlamak ve kamu borçlanma ihtiyacını karşılamak için uygulanan böyle bir yöntem piyasa oyuncularını endişelendirebilir. Para ve bono piyasasının gelişmesini engelleyebilir (The World Bank, 2007: 39,40). Oysa sağlam borç yönetimi, kamu maliyesinin şoklara karşı savunmasız kalmasının önüne geçebilmek için uygulanan temel politika eylemlerini desteklemek için de önem taşımaktadır (The World Bank, 2007: 42).

Özellikle parasal birliğe dahil ülkelerde, mali açıkların parasallaşması, disipline edilememiş ulusal mali politikaların yükünün diğer üyelere yayılmasına ve faiz oranlarının yükselmesine yol açmaktadır. Birlik üyesi ülkelerde ulusal mali otoriteler arasında yaşanan çatışma ve para politikasının merkezileşmesi, kamu borç düzeyinin para ve maliye politikaları ile stabilize edilip edilmemesinin gerekliliği tartışmalarını ortaya çıkarmaktadır (Aarle vd., 1996: 1). Bu nedenle Avrupa Birliği'nde tek paraya geçişle birlikte para politikaları merkezileştirilirken, Avrupa Merkez Bankası fiyat istikrarı hedefine odaklanmıştır. Ulusal mali politikaların para politikasının etkinliğini sınırlamasının önüne geçebilmek için kamu borç stoku ve bütçe açığını sınırlamaya yönelik Maastricht kriterleri geliştirilmiştir.

Böylece parasal genişlemeyle karşılanamayan bütçe açıklarındaki artışın, aşırı borçlanmayla finanse edilmesinin ve üye ülkelerde mali disiplinsizliğin önüne geçilmesi hedeflenmiştir. Ancak, üye ülkelerden bağımsız ve fiyat istikrarına odaklı merkez bankası ekonomi politikası hedeflerini gerçekleştirmenin yükünü maliye politikasına yüklemiştir. Parasal birliğe geçmeden önce senyoraj gelirleri önemli bir gelir kaynağını oluşturuyor iken, parasal birliğe dahil ülkelerde para arzını Avrupa Merkez Bankası'nın kontrol etmesiyle birlikte senyoraj geliri üye ülkelere dağıtılmıştır (Aarle vd., 1996: 1). Böylece kamu açıklarının parasallaşması önlenmiş, ulusal hükümetler finansman ihtiyaçlarını borçlanma gelirleri ile karşılamak durumuyla karşı karşıya kalmıştır.

Parasal birlik sonrasında, para politikası uygulamasındaki ulusal kontrolün kaybedilmesi nedeniyle, yerel resesyon zamanlarında bu politikanın toplam talebi etkin olarak canlandırmada bir araç olarak kullanılmasının önü kesilmiştir. De Grauwe, Avrupa Birliği'nin dışa açık küçük ekonomilerinde, para politikasının geçici işsizliği önlemede önemli ölçüde sınırlı olduğunu ifade etmektedir. Avrupa Birliği'nin büyük ekonomilerinde ise, parasal birliğin potansiyel faydasının, para politikasının ülkeye özgü şokları önlemede etkisinin kaybolması gibi bir bedeli vardır. Bu maliyet ise, maliye politikasının etkin alternatif bir politika olarak kullanılması ile azaltılabilir. Ancak maliye politikasının ülkeye özgü işsizliği önlemede aşırı kullanımının kendine ait bir takım riskleri bulunmaktadır. Örneğin Canzoneri ve Diba'ya göre, sermayenin mobil olduğu bir durumda, bir ülkenin uyguladığı genişletici mali politikalar, eğer ülkenin fon talebi sermaye piyasasına oranla yüksekse diğer ülkelere oranla daha yüksek faiz oranlarına yol açabilir (Inman ve Rubinfeld, 1994: 149-150). Faiz oranlarındaki bu artış diğer ülkelere yayılarak, borçlanma maliyetinin yükselmesine neden olabilir ve kamu kesiminde borç-faiz-borç kısır döngüsü içerisine girmesine yol açabilir. Böylece maliye politikasındaki etkinsizlikler, genişlemeci politika izlemeyen diğer ülkelere yayılır ve bu ülkeler faiz oranlarını yükselterek artan borçlanma maliyetlerini karşılamak zorunda kalabilir.

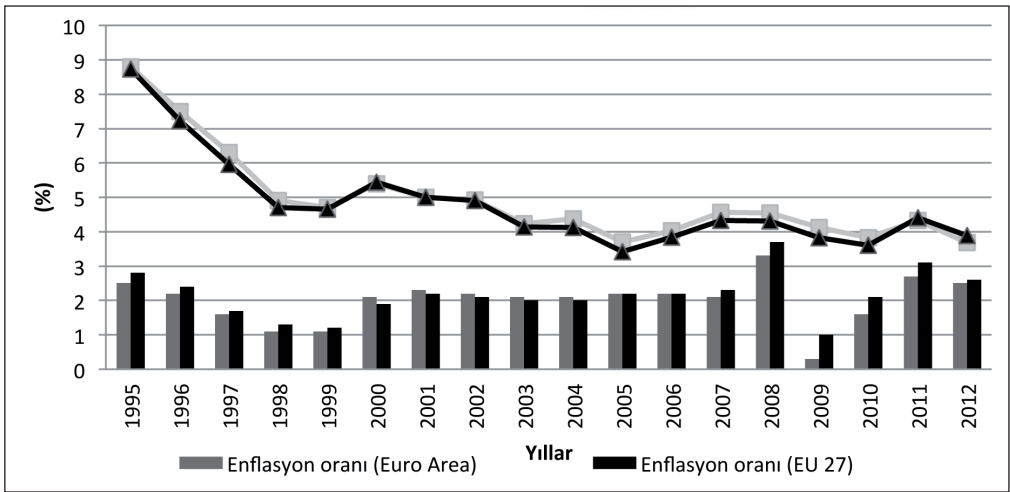
Avrupa Birliği'nde parasal birliğe dahil ülkelerde Euro'nun hayata geçirilmesiyle, döviz kurundan kaynaklanan risk ortadan kalkmıştır. Birlik üyesi ülkeler Avrupa sermaye piyasalarının küçük ve orta ölçekli oyuncuları haline gelmiştir. Sonuç olarak borç yöneticileri arasındaki rekabet artmış ve daha derin, daha etkin birincil piyasanın yanı sıra daha likit bir ikinci piyasa ortaya çıkmıştır (Wolswijk ve de Haan, 2005: 6). Döviz kuru değişimi ile ilişkili olan spekülasyon yada portföy çeşitlendirmesine yönelik talep, bütün bonoların Euro cinsinden olması nedeniyle artık son bulmuştur. Parasal birliğe dahil ülkelerde devlet iç borçlanma senedi ihracı konusundaki rekabet artık sadece likidite ve varlıklarının temerrüt riski (kredi riski) ile ilgilidir. Bugün parasal birliğe dahil ülkelerde borcun vadesi ve yapısı önemli ölçüde uyumlu hale gelmiş ve borçlanma araçları için etkin bir likit piyasa oluşturulmuştur. Bu da ortak para politikasının idaresini kolaylaştırmaktadır (Menguy, 2011a: 1,2). Ancak bazı ülkeler borçlanma kâğıtlarının ihraç tarihi ve kalitesi hakkında bilgileri paylaşmayan bir tutum sergileyebilmektedir.

Sabit faizli orta ve uzun vadeli borçlanma kâğıtlarının işlem gördüğü bu piyasada Euro'ya geçişle birlikte değişken faizli tahvillerin payı azalmıştır. Uzun dönem borçlanma kâğıtları yatırımcıların Avrupa Merkez Bankası'nın anti enflasyonist politikalarını desteklediklerini ve Avrupa Merkez Bankası'nın fiyat istikrarını sağlamadaki başarısını göstermektedir. Bu yapı aynı zamanda hükümetlerin bütçelerinin faiz oranlarındaki değişimler ve para politikasından izole olmasına katkı yapmaktadır. Özel sektörde borç yönetiminin öncelikli amacı riskin ve borç geri ödemelerindeki büyük dalgalanmaların minimize edilmesi iken, kamu sektöründe özellikle de Avrupa Birliği'nde makroekonomik amaçlarda büyük önem taşımaktadır (Menguy, 2011a: 2). Bu çerçevede Avrupa Birliği ülkelerinde Büyüme ve İstikrar Paketi "açık istikrar" aracılığıyla borç yönetiminin önemli bir aracıdır. Eğer Avrupa Merkez Bankası ulusal para otoriteleri kadar çıktı istikrarına yeterince önem vermezse ve parasal birliğe dahil ülkeler asimetrik şoklara yakalanırsa, uzun dönem vade yapısı optimaldir. Ayrıca Avrupa Merkez Bankası'nın çıktı istikrarına verdiği önemin geri planda kalması, açık istikrarını sağlamada enflasyona endekli borçlanma senetlerini çekici kılmaktadır.

Bugün gelişmiş ya da gelişmekte olan bir çok ülkede aşırı açıklar enflasyonu artırıcı yönde etki yapabilmektedir. Parasal birliğin olduğu ülkelerde, parasal birliğin fonksiyonlarını düzgün bir şekilde yerine getirebilmesi için, sağlam bir kamu maliyesine ihtiyaç duyulmaktadır. Özellikle parasal birliğe dahil ülkelere birinde yaşanan mali disiplinsizlik, bütçe açıkları ve borç stokunu artırarak, borç servis ödemelerinin gerçekleştirilmesinde sorunlara yol açabilmektedir. Özellikle borç servis ödemelerinin zamana yayılması, ellerinde yüksek miktarda kamu borç senedi tutan bankalar ile finansal araçların likidite sorunu ve borç geri ödeme sorunu yaşamalarına neden olabilmektedir. Likidite sorunu karşısında finansal araçların ellerindeki diğer varlıkları satması ise, bu varlıkların değer kaybetmesine neden olarak, mali yapının bozulmasına neden olabilmektedir. Böyle bir durumda finansal araçların diğer ülkelerin borçlanma senetlerine yönelik yatırımlarını yeniden gözden geçirmeleri, mali piyasalarda olumsuz bir havaya neden olarak riskin yükselmesine yol açabilmektedir (Eichengreen, 2005: 430).

Friedman (1962)'ye göre, merkez bankası borç yönetimi yetkisini koruyamadığı sürece, merkez bankası bağımsızlığı, mali açıkların parasal uyarılmasından kimin sorumlu olduğunu belirlemeyi güçleştirmektedir. Buda mali disiplin erezyona uğramasına neden olmaktadır (Mas, 1995: 1642). Nitekim Avrupa Birliği'nde merkez bankasının fiyat istikrarı hedefine yönelmiş olması, parasal birliğe dahil ülkelere maliye politikası üzerindeki baskının artmasına yol açmıştır. Birlik üyesi ülkelere güçlü bağımlılık ilişkisi nedeniyle krizin diğer ülkelere yayılma etkisi gösterdiği görülmüştür. Birlik üyesi ülkeler yükselen işsizlik oranı ve bütçe açığı sorununun yanı sıra, borç stokunda artış ve mali sistemde önemli kırılma noktalarıyla karşı karşıya kalmışlardır.

Euro Bölgesinde kriz öncesi dönemde düşük enflasyon, istikrarlı ve yüksek büyüme oranları ve finansal piyasalardaki risk spread'lerin baskı altında tutulması para politikasının kontrolünü beklenmeyen düzeyde kolaylaştırmıştır. Bu tatminkar ekonomik performans merkez bankalarının bağımsız hale gelmesi, saydamlık ve temel hedef olarak fiyat istikrarını kabul etmeleri şeklinde dünya genelindeki para politikası değişiminin bir sonucudur. Parasal birlikte Maastricht kriterleri bu alanda önemli rol oynamıştır. Euro Bölgesi'nde enflasyon oranları 1990'lı yıllar ve öncesi ile kıyaslandığında Avrupa Merkez Bankası döneminde hem düşmüş hem de daha istikrarlı bir seyre kavuşmuştur. 2009'dan itibaren dünya ekonomisinde genel bir iyileşme başlamakla birlikte 2010'da Euro Bölgesi'ndeki sıkıntılarının ortaya çıkmasıyla kriz farklı bir boyut kazanmıştır. Avrupa Birliği genelinde 2003 yılı sonrasında artan enflasyon oranı 2008 yılında yüzde 3,3 ile en yüksek değerine ulaşmış, bütçe açıkları ve faiz oranları ise nispeten dalgalı bir seyir izlemiştir. Avrupa Birliği ülkeleri ile karşılaştırıldığında parasal birliğe dahil ülkelerde, hem faiz hem de enflasyon oranları daha düşük gerçeleşmiştir. Bu gerçeleşmelerde Avrupa Merkez Bankası'nın fiyat istikrarını önlemeye yönelik hedefi, tek para politikası uygulaması ve Büyüme ve İstikrar Paketi önlemleri etkili olurken, 2010 yılından itibaren her iki ülke grubunda da faiz oranları artış göstermiştir (Grafik 1).

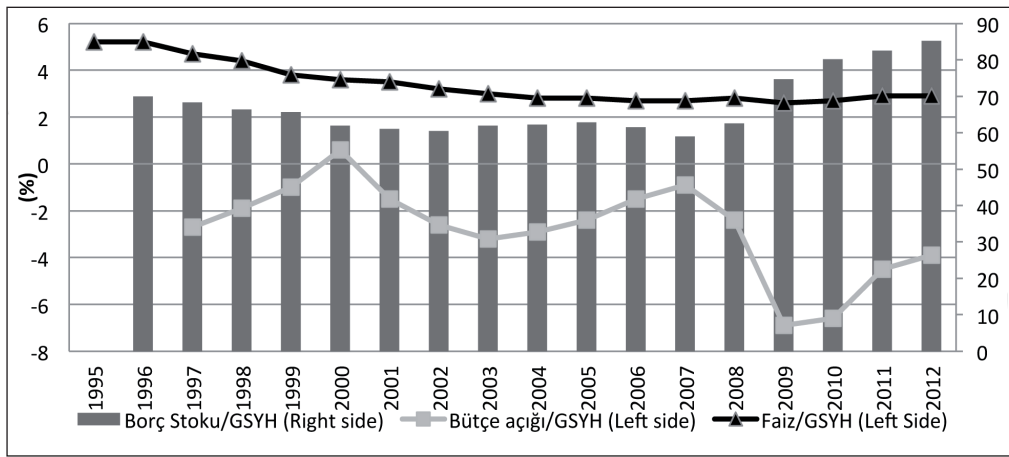


Grafik 1. AB Ülkelerinde Enflasyon ve Faiz Oranlarının Gelişimi (1995-2011)

Kaynak: Eurostat veri tabanı

2010 yılının başından itibaren Avrupa Birliği'ne dahil ülkelerde borç stokunun GSYİH'ya oranı önemli ölçüde artmıştır. Ekonomik faaliyetlerdeki yavaşlama, azaltılan vergi oranları ve özellikle sosyal güvenlik harcamalarının artışıyla birlikte derinleşen ve süreklilik kazanan resesyon, bütçe açığı ve kamu borçlarında hızlı yükselişi beraberinde getirmiştir. Başta Yunanistan olmak üzere, İrlanda ve Portekiz gibi ülkeler borçlarını geri ödeyememe riski ile karşı karşıya kalmıştır. Yunanistan'da yaşanan ekonomik krize karşı Avrupa Birliği, IMF ve Yunanistan hükümeti işbirliği ile bir takım önlemler hayata geçirilmesine karşın, 2011 yılıyla birlikte, kriz Avrupa Birliği'nin iki önemli ekonomisi İspanya ve İtalya'yı tehdit eder olmuştur. Borç stokunun GSYİH'ye oranı Birlik üyesi ülkelerde 1995-2002 yılları arasında düşüş gösterirken, bu tarihten sonra artmaya başlamış (2006-2007 yılları hariç) 2011 yılı sonunda Maastricht kriterlerinde öngörülen düzeyin 22,5 puan

üzerine çıkarak %82,5'e ulaşmıştır. Birlik üyesi ülkelerde faiz ödemelerinin GSYİH'ye oranı, 2008 yılına kadar azalma eğilimi sergilerken, küresel krizle birlikte artan borç maliyeti faiz ödemelerinin GSYİH'ye oranında yükselmeye neden olmuştur. Faiz ödemelerinin yükselmesine karşın, Birlik üyesi ülkelerde borç krizine karşı alınan önlemlerin faiz dışı harcamalarda tasarrufa yol açması, bütçe açığını sınırlayıcı etki yapmıştır. 2009 sonrasında Birlik üyesi ülkelerde uygulanan daraltıcı mali politikalar, bütçe açığının azalmasını sağlayarak, borç stoğunun daha da artmasını önleyici yönde etkide bulunmuştur. başta, Yunanistan, İtalya, İspanya olmak üzere Birlik üyesi ülkelerde uygulanan sıkı mali politikalara karşın borç stoğundaki artışın önlenememesi, borcun sürdürülebilirliği konusundaki endişeleri artırırken, mali disiplini sağlamaya yönelik önlemlerin daraltıcı etkisi Birlik ülkelerinin gelecekte resesyona girme endişesinin yoğun bir şekilde hissedilmesine yol açmıştır (Grafik 2).

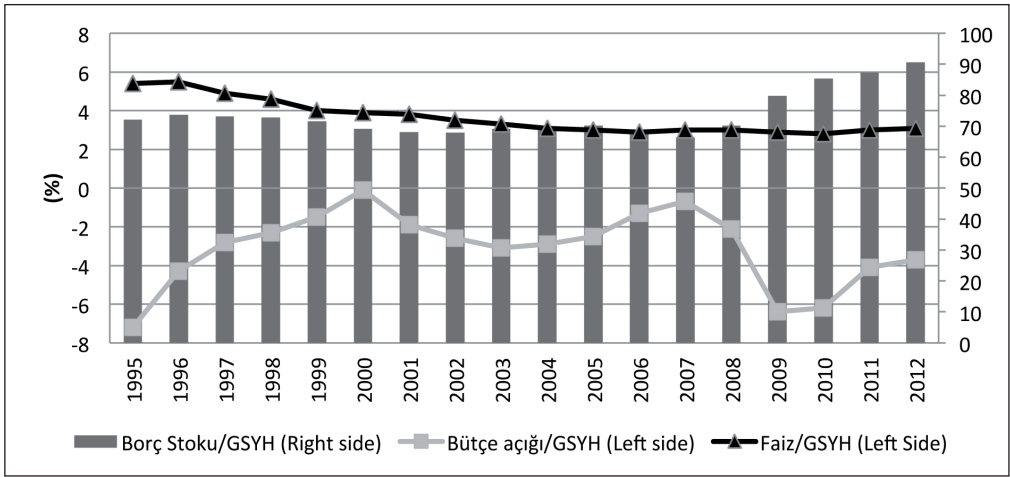


Grafik 2. AB Üyesi ülkelerde Bütçe Açığı, Borç Stoğu ve Faiz Ödemelerinin GSYİH'ye Oranının Gelişimi (1995-2011)

Kaynak: Eurostat veri tabanı

Borç stoku GSYİH oranında parasal birliğe dahil ülkelerde de aynı trend yaşanmıştır. Parasal birliğe dahil ülkelerde 1995-2011 döneminde ortalama %72,6 olarak gerçekleşen borç stoku GSYİH oranı Avrupa Birliği geneline oranla daha hızlı bir artış göstermiş ve 2011 yılında %87,2 olarak gerçekleşmiştir. Parasal birliğe dahil ülkelerde bütçe açığı GSYİH oranı 2005 yılına kadar Avrupa Birliği ülkelerinden daha yüksek olarak gerçekleşmişken, bu tarihten sonra aksi bir trend yaşanmıştır (Grafik 3).

Grafik 1, 2 ve 3 birlikte değerlendirildiğinde, parasal birliğe dahil ülkelerde enflasyon ve faiz oranlarının Avrupa Birliği geneline oranla görece düşük olduğu görülmektedir. Buna karşın, bütçe açığı, borç stoku ve faiz ödemelerinin GSYİH'ye oranı Avrupa Birliği ülkelerinden daha yüksektir. Parasal birliğe dahil ülkelerde borçlanma maliyetinin düşük olmasına karşın, faiz ödemelerinin daha yüksek olması bu ülkelerde borç stoğunun çevrilmesinin yüksek maliyetine işaret etmektedir. Faiz ödemelerinin yanı sıra; bütçe açığı, borç stoğu rakamlarının Avrupa Birliği ülkelerinden daha yüksek olması, bu ülkelerde merkez bankası bağımsızlığı ile borç stoku arasında bir ilişkinin göstergesi olarak kabul edilebilir.



Grafik 3. Parasal Birliğe Dahil lkelerde Bütçe Açığı, Borç Stoğu ve Faiz demelerinin GSYH'ye Oranının Gelişimi (1995-2011)

Kaynak: Eurostat veri tabanı

6. Avrupa Borç Krizinin Nedenlerine Yönelik Panel Veri Analizi

Çalışmanın bu bölümünde kamu borç stokunun belirleyicileri ve merkez bankası bağımsızlığının borç stoku üzerindeki etkisi Avrupa Birliği lkeleri ve alt örneklem grupları itibariyle panel veri yöntemi kullanılarak incelenmiştir.

6.1. Literatür Taraması

Kamu borç yönetimi ile para politikası iktisat politikasının yakın ilişkili iki ögesidir. Para politikaları borç maliyetini doğrudan etkilerken kamu borçlanma politikası para politikasının uygulanmasındaki önemli araçlardandır. Merkez bankası ile hükümet arasındaki ilişki bu değişkenler arasındaki etkileşimde anahtar faktördür. Diğer yandan merkez bankası bağımsızlığı hükümet tarafından belirlendiğinden ayrı bir politika değişkeni olarak ele alınabilir.

Ampirik alışmalar bağımsız merkez bankasının enflasyon üzerinde olumlu etkisi olduğu konusunda kanıtlar sunarken, teorik çalışmalar merkez bankası bağımsızlığını farklı bir açıdan, maliye ve para politikası otoritelerinin işbirliğinin olmaması şeklinde ele alırlar. Bu durumda özerk merkez bankası para politikasını mali otoritenin hedeflerinden bağımsız olarak belirler ve bu yaklaşım optimal altı sonuçlara neden olur (Lara ve Joaquin, 1995: 119). Buna paralel olarak bağımsızlık düzeyi mali disiplini doğrudan etkilemekte, merkez bankası bağımsızlığı azaldıkça hükümetler daha gevşek politikalar takip etmeye başlamaktadır.

Bu çerçevede teorik literatürde bazı çalışmalar kamu borç stoğu ile merkez bankası bağımsızlığı ilişkisine odaklanmıştır (bu çalışmalara örnek olarak Sargent ve Wallace (1985), Tabellini (1987), Blackburn ve Christensen (1989)). Merkez bankası yoluyla borçların bir kısmının parasallaşması bir yandan borç stokunu azaltırken diğer yandan neden olduğu enflasyon nedeniyle ödenmemiş borçların değerini de azaltır. Beestma (1997: 892)'nin Avrupa Parasal Birliği kapsamında para

politikası ile kamu borç yönetimi arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmasına göre koordinasyonun olmadığı durumda politika yapıcılarının gelecekteki para politikası konusundaki anlaşmazlıkları kamunun borçlarının artmasına neden olur. Bağımsız ve tutucu bir merkez bankası ise ikinci en iyinin elde edilmesini sağlar.

Martin (2009) sabit borç düzeyinde merkez bankasının bağımsızlığının artmasının gelecekteki borç stokunu artırırken enflasyon ve vergileri düşüreceğini savunmaktadır. Ancak borç düzeyi artarsa artan finansal baskıdan dolayı vergi ve enflasyon eski düzeyine dönecek, dolayısıyla uzun dönemde tek yükselen borç düzeyi olacaktır. Bu durum ABD başta olmak üzere gelişmiş ülkelerde 1980 sonrası borç stokundaki artışın bir açıklamasıdır.

Giordano ve Tommasino (2011: 472) ülkelerin kendi ekonomik yapılarına bağlı bir borç stoku eşik değerlerinin olduğu, bu düzeyin üzerindeki borçların ödenememe riskinin arttığı noktasından hareketle, merkez bankası bağımsızlığının artmasının söz konusu eşik değerini yükselttiğini, hükümetin temerrüt güdüsünü azalttığını göstermişlerdir. Diğer yandan Menguy (2011b: 383)'e göre yüksek borçlu ülkelerde para otoritesi enflasyon ve temerrüt riski arasında tercih yapmak durumundadır. Kapalı ekonomilerde merkez bankaları böyle durumlarda para politikalarını gevşetebilirken parasal birlikteki bir ülkenin bütçe sıkıntısı durumunda enflasyonun marjinal faydası azalmaktadır. Bu nedenle mali kriz dönemlerinde ortak merkez bankalarının para politikası daha az uyumlu ve borç servisinin maliyeti daha yüksektir. Örneğin Yunanistan'ın kamu borçlarında faiz oranının yüksek düzeyi ve hızlı artışı, bir yandan parasal birlikte düşük enflasyon oranının sürmesine katkı sağlarken diğer yandan ülkenin temerrüt riskinin de artmasına neden olmaktadır.

Uygulamalı çalışmalarda ise merkez bankası hükümet ilişkisi genellikle bütçe açığı ve merkez bankası bağımsızlığı ve kamu borçlarının parasallaşması bağlamında incelenmektedir. Bu çalışmalardan Miller (1997) kurduğu model ve Kanada ile ABD için yaptığı analizlerde şu sonuçlara ulaşmıştır; hükümet ile merkez bankasının yakın olduğu durumda hükümet yurtiçi borçlanmada yüksek beklenen enflasyonun maliyeti ile riskten kaçınmanın faydası arasında karşılaştırma yapmak durumundadır. Bağımsız merkez bankası durumunda ise borç yönetiminde yalnızca riskten kaçınma üzerinde durur ve bu durumda daha yüksek oranda iç borçlanmaya gider. Berument (1998) OECD ülkelerinde kamu harcamalarının finansmanında senyoraaj gelirlerinin kullanımının merkez bankası bağımsızlığı arttıkça azaldığını ifade etmektedir.

Sikken ve De Haan (1998) 30 gelişmekte olan ülkede 1972-1989 ve alt dönemler itibarıyla merkez bankası bağımsızlığı bütçe açıkları ilişkisini ve bağımsızlığın borçların monetizasyonu üzerinde etkili olup olmadığını incelemişlerdir. Sonuçlar (bazıları istatistiksel olarak anlamsız olmakla birlikte) merkez bankası bağımsızlığı ile bütçe açıkları arasında ilişkinin olmadığını, borçların parasallaşması ile bağımsızlık arasında negatif ilişki olduğunu göstermiştir. Luporini (2000) maliye politikası ile merkez bankası bağımsızlığı ilişkisini incelediği çalışmada Brezilya'da 1965 finansal reformundan sonra 1980'e kadarki dönemde kamu borçlarının sürdürülebilir olduğunu, 1980-1999 döneminde ise sürdürülebilir olmadığını ancak buna rağmen merkez bankası bağımsızlığının azalmasına paralel olarak borç stokunun artmaya devam ettiğini tespit etmiştir. Neyaptı (2003) 54 gelişmiş ve az gelişmiş ülke verilerinden hareketle yaptığı analizlerde merkez bankasının bağımsız olmadığı durumda bütçe açığının enflasyonist etkilerinin olduğunu belirtmektedir. Lucotte (2009) 78 gelişmekte olan ülke için 1995-2004 dönemi verilerinden hareketle yaptığı analizde birincil bütçe açığı ile merkez bankası bağımsızlığı arasında anlamlı negatif ilişki tespit etmiştir.

6.2. Model, Veri Seti ve Tahmin Yöntemi

Analizlerde 27 AB ülkesi, Euro Bölgesi ülkeleri (12 ülke), Maastrich kriterleri dikkate alınarak analiz dönemi borç stoku milli gelir oranı ortalama yüzde 60'ın üzerinde ve altında olan ülkelerden oluşan iki grup dahil olmak üzere dört ülke grubuna ait yıllık verilerden hareketle dengesiz panel oluşturulmuştur. Analizlerde AB borç krizinin nedenlerinin araştırılması amacı kapsamında 1995-2005 dönemine ait veri seti oluşturulmuştur. Kullanılan model şu şekilde tanımlanmıştır:

$$DEBT_t = \beta_0 + \beta_1 DEBT_{i(t-1)} + \beta_2 INT_{it} + \beta_3 INF_{it} + \beta_4 GDP_{it} + \beta_5 BB_{it} + \beta_6 CBI_{it} + \mu_{it}$$

Analizde bağımlı değişken olarak AB tanımlı kamu borç stokunun gayrisafi yurtiçi hasıla içerisindeki payı (*DEBT*) alınmıştır. Açıklayıcı değişkenler kısmında yer alan *INT* serisi 10 yıl vadeli devlet tahvili faiz oranını, *GDP* serisi reel kişi başına GSYİH'nin doğal logaritma değerlerini, *INF* serisi fiyat endeksini, *BB* serisi genel bütçe dengesinin milli gelire oranını temsil etmektedir. Diğer yandan borç stokunun bir önceki dönem değerleri de modele dahil edilmiştir. Veriler Eurostat veritabanından alınmıştır. Merkez bankası bağımsızlık endeksi olarak, Sadeh (2011) tarafından Cukierman vd. (1992) yasal bağımsızlık yöntemi takip edilerek hesaplanan endeks değerleri kullanılmıştır. Merkez bankası bağımsızlık endeksi (*CBI*) 0 ile 1 arasında değer almakta, 1 değeri tam bağımsızlığı ifade etmektedir. Analizlerde enflasyon, faiz oranı, kişi başına reel gelir ve bütçe dengesi değişkenlerinin gecikmeli değerleri kullanılmıştır.

Bu çalışmada değişkenler arasındaki ilişkilerin tespitinde panel veri analizi kullanılmıştır. Modellerde otokorelasyon ve değişen varyans problemlerinin varlığı durumunda tutarlı ve etkin tahminciler elde etmek için Uygun Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (Feasible Generalized Least Squares, FGLS) veya Standart Hataları Düzeltilmiş Panel (Panel Corrected Standart Errors, PCSE) yaklaşımı kullanılabilir. Bu noktada zaman ve kesit boyutlarının birbirine yakın olduğu durumlarda parametre tahmininde en küçük karelerin kullanıldığı, standart hataların tahminlerinin düzeltildiği ve hatalarda otoregresif sürecin varlığı durumunda AR(1) düzeltmesinin yapıldığı PCSE metodu daha uygundur (Beck ve Katz, 1995: 637-638). Bu nedenle bu çalışmada rassal etki, sabit etki ve PCSE modelleri tahmin edilmiş, yorumlar PSCE modeline dayalı olarak yapılmıştır.

6.3. Bulgular

Modellerde zaman ve kesite bağlı etkileri araştıran F testi sonuçlarına göre sabit etki modeli Pooled OLS'e tercih edilmektedir. Breusch-Pagan LM testi rassal etki modeline işaret etmektedir. Diğer yandan, tahmin edilen farklı ülke grupları için hem sabit etki hem rassal etki modellerinde değişen varyans ve otokorelasyon problemlerinin olup olmadığı incelenmiştir. Wooldridge otokorelasyon testi, modellerin tamamında birinci dereceden otokorelasyon olmadığı şeklindeki boş hipotezin reddedildiğini göstermektedir. Benzer şekilde LR (Likelihood Ratio) ve Wald testi sonuçlarında modellerde (düşük borçlu ülke grubu hariç) sabit varyansın varlığını gösteren boş hipotez reddedilmiştir. Bu durumda yukarıda açıklanan nedenlere bağlı olarak PCSE yaklaşımı çerçevesinde standart hatalar düzeltilerek ve AR(1) süreci ile otokorelasyondan arındırılarak modeller tahmin edilmiştir. Tahmin sonuçları Tablo 1 ve 2'de sunulmuştur.

Tablo 1. Panel Veri Tahmin Sonuçları (Avrupa Birliği ve Euro Bölgesi Ülkeleri)

	Avrupa Birliği			Euro Bölgesi		
	FE	RE	PCSE	FE	RE	PCSE
Debt _{t-1}	0.910*** (0.034)	0.958*** (0.010)	0.959*** (0.009)	0.950*** (0.045)	0.963*** (0.012)	0.963*** (0.0111)
INT _{t-1}	0.628*** (0.230)	0.560*** (0.182)	0.497*** (0.179)	0.540* (0.299)	0.609** (0.295)	0.654** (0.306)
INF _{t-1}	0.089 (0.066)	0.173*** (0.041)	0.170*** (0.047)	0.214*** (0.077)	0.266*** (0.048)	0.287*** (0.061)
GDP _{t-1}	4.544 (5.440)	1.295*** (0.397)	1.142** (0.515)	2.619 (5.994)	-0.140 (1.12)	-0.269* (1.00)
CBI	3.858 (2.814)	4.011** (2.36)	3.224 (3.015)	6.503 (4.971)	10.74** (4.578)	11.90** (5.02)
BB _{t-1}	-0.29*** (0.110)	-0.49*** (0.085)	-0.502*** (0.108)	-0.178 (0.123)	-0.33*** (0.108)	-0.35*** (0.113)
C	-55.45 (50.37)	-34.4*** (6.294)	-31.8*** (8.061)	-52.41 (58.07)	-34.67** (13.69)	-36.65 (13.45)
R²	0.89		0.98	0.92		0.99
F Test	215.1***			180.9***		
Wald T.		11122***	18607***		9456***	11273***
N	186	186	186	102	102	102
Housman Test		21.4***			17.8***	
Breusch PaganT		6.76***			6.63***	
Wald Heter.T.	729.8***			538.2***		
LR Heter.T.		855.2***			20.54**	
Woolridge Auto.		EU: 382.4***			EA: 86.6***	

Notlar: ***, **, * sırasıyla yüzde 1, yüzde 5 ve yüzde 10 düzeyinde katsayıların istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hatalardır (PCSE modelinde düzeltilmiş standart hatalardır). Wald χ^2 istatistiği bütün olarak katsayıların anlamlı olup olmadığını test etmektedir.

Analizlerden elde edilen sonuçlara göre AB ve EA ülkeleri için ele alınan dönemde Merkez bankası bağımsızlığı ile borç stoku arasında PCSE modeli çerçevesinde istatistiksel olarak anlamlı tek etki Euro bölgesi için tespit edilmiştir. Avrupa Birliği'nde ise ilişki pozitif olup yalnızca RE modelinde anlamlıdır. Bu durum çalışmamızın, bağımsız merkez bankası durumunda fiyat istikrarı dışındaki makroekonomik hedeflerin maliye politikasına yüklenmesinin mali dengeyi bozucu sonuçlar doğurabileceği temel hipotezini destekler niteliktedir.

Analizdeki diğer değişkenlere ait sonuçlar incelendiğinde; bütçe dengesi ile borç stoku arasındaki ilişki özellikle PCSE modellerinde beklendiği gibi negatif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Benzer şekilde enflasyon ve faiz oranlarının gecikmeli değerlerinin borç stoku üzerinde anlamlı pozitif etkileri tespit edilmiştir. Ülke gelişiminin göstergesi niteliğindeki milli gelirin etkisi ise Avrupa Birliği genelinde ve yüksek borç stokuna sahip ülkelerde borç stokunu artırıcı etkisi görülmeyle birlikte, Euro Bölgesi için ilişkinin ters yönlü olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Beklentilerle uyumlu şekilde tüm modellerde borç stoku, geçmiş dönem değerleri ile güçlü bir bağlantıya sahiptir.

Tablo 2. Panel Veri Tahmin sonuçları (AB Yüksek ve Düşük Borç Stokuna Sahip Ülkeler)

	Yüksek Borçlu Ülkeler			Düşük Borçlu Ülkeler		
	FE	RE	PCSE	FE	RE	PCSE
Debt _{t-1}	0.903*** (0.049)	0.955*** (0.012)	0.955*** (0.012)	0.842*** (0.053)	0.927*** (0.023)	0.931*** (0.020)
INT _{t-1}	1.28*** (0.422)	0.890** (0.389)	0.873** (0.421)	0.355 (0.286)	0.409** (0.217)	0.329 (0.209)
INF _{t-1}	0.277** (0.129)	0.119* (0.068)	0.120 (0.073)	0.077 (0.081)	0.186*** (0.055)	0.175*** (0.064)
GDP _{t-1}	-15.36 (10.96)	2.12*** (0.501)	2.029*** (0.771)	4.016 (6.706)	0.969 (0.663)	0.754 (0.561)
CBI	9.942** (4.109)	5.073 (3.320)	5.381 (4.011)	0.489 (4.183)	3.062 (3.629)	1.795 (5.066)
BB _{t-1}	-0.206 (0.208)	-0.711*** (0.123)	-0.609*** (0.143)	-0.341** (0.133)	-0.440*** (0.122)	-0.468*** (0.147)
C	113.9 (99.30)	-40.52*** (10.19)	-39.56*** (12.07)	-43.17 (62.29)	-29.9*** (9.983)	-25.62** (11.94)
R²	0.91		0.98	0.88		0.97
F Test	132.2***			95.4***		
Wald T.		6553***	6171***		2335***	3170***
N	89	89	89	97	97	97
Housman Test		27.1***			14.3**	
Breusch PaganT		0.29			3.69*	
Wald Heter.T.	323.4***			201.8***		
LR Heter.T.		38.1***			-14.4	
Woolridge Auto.		145.1***			171,3***	

Notlar: ***, **, * sırasıyla yüzde 1, yüzde 5 ve yüzde 10 düzeyinde katsayıların istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Parantez içerisindeki değerler standart hatalardır (PCSE modelinde düzeltilmiş standart hatalardır). Wald χ^2 istatistiği bütün olarak katsayıların anlamlı olup olmadığını test etmektedir.

Avrupa Birliği ülkelerinin borç stokuna göre sınıflandırılması durumunda, merkez bankası bağımsızlık endeksi ile borç stoku değişkenleri arasında ilişkinin yalnızca yüksek borç stokuna sahip ülkeler için FE modelinde yüzde 5 düzeyinde anlamlı olup, diğer modellerde pozitif ancak istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülmektedir. Bu noktada söz konusu iki değişken arasında dört veri setinin tamamında ilişkinin katsayısının pozitif olması dikkat çekici ve teorik beklentileri destekler niteliktedir.

PCSE model sonuçlarına göre yüksek borç stokuna sahip ülkelerde faiz oranları ve milli gelir düzeyindeki artış borç stokunu artırırken, bütçe dengesinin bozulması borç stokunu olumsuz etkilemektedir. Enflasyonun ise anlamlı etkisinin olmadığı anlaşılmaktadır. Düşük borç stokuna sahip ülkelerde ise borç stoku üzerinde enflasyon ve bütçe dengesinin sırasıyla pozitif ve negatif anlamlı etkileri tespit edilmiştir.

7. Sonuç

Roma Anlaşması'nın imzalandığı 1957 yılından bu yana ekonomik ve parasal birlik yolunda emin adımlarla ilerleyen Avrupa Birliği'nde geçmiş 50 yılda emek, sermaye ve malların serbest dolaşımı alanında önemli başarılar elde edilmiş, birlik ekonomi ve maliye politikalarını da büyük ölçüde uyumlaştırmıştır. Ekonomik birlikten parasal birliğe geçişte önemli aşamalar birini oluşturan Euro'ya geçişle birlikte parasal birlik bünyesinde para politikasından sorumlu tek kuruluş Avrupa Merkez Bankası olmuş, merkez bankası fiyat istikrarına odaklanmış, ulusal düzeyde diğer makroekonomik hedefler Maastrich Anlaşması ile Büyüme ve İstikrar Paketi çerçevesinde üye ülkelerin mali ve yapısal politikalara bırakılmıştır. Dünyanın en bağımsız merkez bankalarından kabul edilen Avrupa Merkez Bankası bu hedefi doğrultusunda başarı göstermiş, ancak bu durum üye ülkelerin vergi başta olmak üzere kamu gelir kaynaklarını yeteri kadar artıramamaları nedeniyle bütçe açıklarının borçlanma yoluyla finansmanı uygulamasını yaygınlaştırmıştır. Bu durum küresel ekonominin olumlu seyir izlediği dönemlerde bir probleme neden olmamış, birliğin nispeten az gelişmiş ülkeleri maliye politikalarını düşük maliyetle finanse etmişlerdir. Ancak küresel finansal krizin etkisiyle piyasalardaki olumsuz gelişmeler, sürdürülemez bütçe açıkları ve borç sorunlarına neden olmuştur.

Krize karşı uygulanan genişletici mali politikalar bütçe açıklarının artırarak, faiz oranları üzerinde baskı oluşturmuş, kamunun borç servisi maliyetlerini de artırmıştır. Borç servisi maliyetlerindeki bu artış bütçe açıklarını olumsuz yönde etkilemiş, yüksek bütçe açığının olduğu ülkeler açık borç açık sorunu ile karşı karşıya kalırken borcun borçla finanse edildiği bir sürece girilmiştir. Bu durum yükselen faiz oranları nedeniyle kısa vadeli sermaye girişlerinin artmasına, döviz kuru üzerindeki baskının artmasına ve böylece makroekonomik ve finansal istikrarın bozulmasına neden olmuştur. Hilbers (2004)'e göre düşük açık ve borçlanma sorunun olduğu dönemlerde Avrupa Merkez Bankası fiyat istikrarı hedefini gerçekleştirmede güçlüklerle karşılaşmazken, yüksek açık ve borçlanma yaşanan kriz sonrası dönemde tam tersi bir durumla karşı karşıya kalmıştır. Bu noktada, yüksek açık ve borçlanma düzeyi fiyat istikrarının bir bedeli olup olmadığı tartışmaları gündeme gelmiştir.

Bu çalışmada; teorik literatürde varlığı kabul edilen borç yönetimi, para ve maliye politikaları arasındaki etkileşim, merkez bankası bağımsızlığı ile kamu borç stoku arasındaki ilişki kapsamında analiz edilmiştir. Panel veri analizleri sonucunda teorik beklentilerle uyumlu olarak merkez bankası bağımsızlığındaki artışın kamu borç stoku üzerinde Euro bölgesi çerçevesinde pozitif ve anlamlı etkisinin olduğu; Avrupa Birliği geneli ile AB kapsamındaki düşük ve yüksek borç stokuna sahip ülkelere ise istatistiksel olarak anlamsız ancak yine pozitif ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Bu sonuçlardan hareketle ulaşılan sonuçlar ve değerlendirmeler şu şekilde sıralanabilir:

Bugün AB ülkelerinde bütçe açıkları ve borç yükünün yanı sıra ekonomilerde yaşanan daralma mevcut maliye politikasının çıkmaza gireceğini ve mali açıkların sürdürülemez bir hal alacağı yönündeki eleştirileri artırmaktadır. Bu durum etkin bir borç politikasının uygulanmasını güçleştirebileceğinden para ve maliye politikalarının koordineli bir şekilde yürütülmesi ve mali politikaların kısa vadeden ziyade orta vadede istikrarı sağlama hedefine yönelmeleri gerekmektedir.

AB genelinde federal bir bütçe olmadığından yaşanan asimetrik şoklara karşı birliğin alabileceği mali önlemler sınırlı kalmaktadır. AB bütçesinin mevcut düzeyi ise yaşanabilecek krizlere karşı ihtiyaç duyulan fonları sağlamada yetersizdir. Bu yetersizliği gidermek için tüm üye ülkelerin

katkı sağlayacağı merkezi bir fon oluşturulmalı, bu fonun kaynağına üye ülkelerin katkılarının yanında, yakınısama kriterlerinde öngörülen sınırları aşan ülkelere uygulanacak yaptırımlardan elde edilecek gelirler dahil edilmelidir. Böylece asimetrik şokların krize giren ülke dışındakilere maliyeti kısmen hafifletileceği gibi esnek bütçe sınırlamalarının da önüne geçilecektir. Diğer yandan Büyüme ve İstikrar Pakti çerçevesinde uygulanması öngörülen yaptırımların kararlılıkla uygulanması piyasalarda beklentileri olumlu etkiyecektir.

Kriz sonrası borçlanma maliyetlerindeki artış gelecekte borcun çevrilebilirliğini tehlikeye atabilecek ve borç krizi yaşıyan ülkelere faiz oranındaki artış diğer ülkelere ekstra maliyetlere neden olabilecektir. Bu durum AB düzeyinde borcun sürdürülebilirliğine yönelik endişeleri artıracığından borçlanma maliyetleri artacaktır. Bunu önlemenin yolu parasal birliğe dahil ülkelere AB borç senetlerinin ihraç edilerek hem krize giren ülkelere AB'nin diğer ülkelerinin dayanışmasını göstermek, hem de diğer ülkelerin kredibilitésinden faydalanarak borçlanmanın maliyetini düşürmektir.

Kaynakça

- Aarle, B, Bovenberg, L ve Raith, M. (1996) "Money, Fiscal Deficits and Government Debt in a Monetary Union", *Tilburg University, Center for Economic Research Discussion Paper*, No: 1996-34, 1-44.
- Akyazı, H. (2008) "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) Önemsenmeyen Bağımsızlığı", *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 22 (2), 81-99.
- Arslan, Ö. (2003) "Avrupa Birliği'ni Oluşturan Ülkelerde Merkez Bankası Bağımsızlığı, Enflasyon Ve Diğer Makro Ekonomik Büyüklükler Arasındaki İlişkiler:1980-2001 Dönemi," *Uzmanlık Yeterlik Tezi, TCMB, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.*
- Beck, N ve Katz, J. (1995) "What to do (and not to do) with Time-Series Cross-Section Data", *The American Political Science Review*, 89 (3), 634-647.
- Beetsma, R ve Bovenberg, A.L. (1997) "Central Bank Independence And Public Debt Policy", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 21, 873-894.
- Berument, H. (1998) "Central Bank Independence and Financing Government Spending", *Journal of Macroeconomics*, 20 (1), 133-151.
- Berument, H ve Neyaptı, B. (1999) "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ne Kadar Bağımsız?", *İktisat İşletme ve Finans*, 14 (165), 11-17.
- Blackburn, K. ve Christensen, M. (1989) "Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence", *Journal of Economic Literature*, 27 (1), 1-45.
- Castro, V. (2007) The Impact Of The European Union Fiscal Rules On Economic Growth, *Warwick Economic Research Papers*, No 794 (2), 1-49.
- Cukierman, A, Webb, SB ve Neyaptı, B. (1992) "Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes", *The World Bank Economic Review*, 6 (3), 353-398.
- Cukierman, A. (2006) Central Bank Independence And Monetary Policymaking Institutions: Past, Present, And Future, *Central Bank of Chile Working Papers*, No: 360, 1-39.
- De Grauwe, P. (2000) *Economics Of Monetary Union*, Fourth Edition. Oxford: Oxford University Press.
- Delors, J. (2000) The Economic and Monetary Union, Series Of Conferences In The United States 26 March - 4 April 2001, pp.1-17., http://www.notre-europe.eu/uploads/tx_publication/DiscoursVII01-en.pdf, Erişim: 07.04.2012
- Eichengreen, B. (2005) "Europe, The Euro And The ECB: Monetary Success, Fiscal Failure", *Journal of Policy Modeling*, 27, 427-439.

- Eroğlu, N ve Eroğlu, İ. (2010) "Merkez Bankalarının Bağımsızlığı ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nin Bağımsızlık Tartışması Üzerine Bir Değerlendirme", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 19 (1), 121-144.
- EUR-Lex (2008) Consolidated versions of the Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union, *Official Journal of European Union*, 51.
- European Commission (2012) Stability and Growth Pact, http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sqp/index_en.htm, Erişim 22.03.2012
- Gaspar, V. (2010) Euro Area Governance and the Global Crisis, Fifth Pan-European Conference on EU Politics, June 23, 1-7.
- Hilbers, P. (2004) "Interaction of Monetary and Fiscal Policies: Why Central Bankers Worry About Government Budgets", *IMF Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law*, Washington, D.C.
- Inman, R. ve Rubinfeld, DL. (1994) "The EMU and Fiscal Policy in the New European Community: An Issue for Economic Federalism", *International Review of Law and Economics*, June, 147-161.
- İlgün, MF. (2010) Para ve Maliye Politikaları Arasında Koordinasyonun Konjonktürel Dalgalanmalar Üzerindeki Etkisi. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri.
- Jácome, LI, Matamoros-Indorf, M, Sharma, M ve Townsend, S. (2012) "Central Bank Credit to the Government: What Can We Learn from International Practices?", *IMF Working Paper*, WP/12/16, 1-44.
- Lara, A ve Muns, J. (1995) "Policies for Growth: The Latin American Experience", *Proceedings of a Conference held in Mangaratiba*, Rio de Janeiro, Brazil, March 16-19.
- Loungani, P ve Sheets, N. (1997) "Central Bank Independence, Inflation, and Growth in Transition Economies", *Journal of Money, Credit and Banking*, 29 (3), 381-399.
- Lucotte, Y. (2009) "The Influence of Central Bank Independence on Budget Deficits in Developing Countries: New Evidence from Panel Data Analysis" *Laboratoire d'Economie d'Orléans Université d'Orléans*, CNRS. No. 2009-19, <http://www.univ-orleans.fr/gdre09/articles/LUCOTTE.pdf>, Erişim: 14.02.2012.
- Luporini, V. (2000) "Sustainability of the Brazilian Fiscal Policy and Central Bank Independence", *Rev. Bras. Econ*, 54 (2), 201-226.
- Martin, FM. (2009) Debt, Inflation and Central Bank Independence, Fed Summer Workshop on Money, Banking and Payments, Mimeo. <http://www.sfu.ca/~fmartin/Documents/cbindep.pdf> (Erişim Tarihi: 03.05.2012)
- Mas, I. (1995) "Central Bank Independence: A Critical View from a Developing Country Perspective", *World Development*, 23 (10), 1639-1652.
- Maslowska, A. (2012) "Studies On Institutions And Central Bank Independence", *Turku School of Economics*, Series: A-1:2012.
- Menguy, S. (2011a) "Inflation Rate, Indebtedness And Interest Rates On The Public Debt In A Monetary Union", 1-19, http://www.qass.org.uk/2011-May_Brunel-conference/Menguy.pdf, Erişim: 07.03.2012.
- Menguy, S. (2011b) "Monetary and Fiscal Policy in the EMU: Conflict or Coordination?", *Journal of Economic Integration*, 26 (2), 361-385.
- Miller, VJ. (1997) "Debt Structure as an Indicator of Central Bank Independence", *Southern Economic Journal*, 64 (1), 85-96.
- Neyaptı, B. (2003) "Budget Deficits and Inflation: The Roles of Central Bank Independence and Financial Market Development", *Contemporary Economic Policy*, 21, 458-475.
- Oktar, S. (1994) "Merkez Bankalarının Bağımsızlık Sorunu" *Finans Dünyası*, 57
- Payzanoğlu, D. (2009) "İstikrar Ve Büyüme Paketi Kuralları Türkiye'de Borç Sürdürülebilirliğini Garanti Altına Alır mı?", *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, TCMB, İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara, Mart 2009.

- Raffaella, G. ve Pietro, T. (2011) "What Determines Debt Intolerance? The Role Of Political And Monetary Institutions", *European Journal of Political Economy*, 27, 471-484.
- Sadeh, T. (2011) "Hard Currencies for Hard Times. Terror Attacks and the Choice of Monetary Anchors", *Defence and Peace Economics*, 22 (4), 367-392.
- Sargent, T ve Wallace, N. (1985) "Interest on Reserves", *Journal of Monetary Economics*, 15 (3), 279-290.
- Schuknecht, L, Moutot, P, Rother, P ve Stark, J. (2011) "The Stability And Growth Pact Crisis And Reform", *ECB Occasional Paper*, No: 129, European Central Bank, 1-23.
- Schwartz, P ve Castañeda, J. (2009) "Central Banks: From Politically independent to Market- Dependent Institutions", *Institute of Economic Affairs*, Published by Blackwell Publishing, Oxford, 9-16.
- Sikken, BJ ve De Haan, J. (1998) "Budget Deficits, Monetization, and Centralbank Independence in Developing Countries", *Oxford Economic Paper*, 50 (3), 493-511.
- Tabellini, G. (1987) "Central Bank Reputation And The Monetization of deficits: The 1981 Italian Monetary Reform", *Economic Inquiry*, 25, 185-200.
- The World Bank (2007) *Managing Public Debt: From Diagnostics to Reform Implementation*, World Bank Publications.
- Togo, E. (2007) "Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework", *Policy Research Working Paper*, No: 4369, The World Bank Banking and Debt Management Department Debt Management Advisory Services, 1-37.
- Tunsiper, B. (2000) "Avrupa Ekonomik ve Parasal Birlik Srecinde Merkez Bankalarının Bağımsızlığı", *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, zel Sayı, 1 (1), 119-133.
- Wolswijk, G ve De Haan, J. (2005) "Government Debt Management In The Euro Area - Recent Theoretical Developments And Changes In Practices", *ECB Occasional Paper*, No. 25 European Central Bank, 1-28.
- Woodford, M. (2001) "Fiscal Requirements for Price Stability", *NBR Working Paper Series*, No: 8072, National Bureau of Economic Research.

