T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
AVRUPA BİRLİĞİ VE ULUSLARARASI EKONOMİK İLİŞKİLER
(EKONOMİ-MALİYE)
ANABİLİM DALI

AVRUPA BİRLİĞİ'NDE BORÇ KRİZİ: KRİZE KARŞI ALINAN TEDBİRLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Yüksek Lisans Tezi

Numan Emre ERGİN

Ankara-2013

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
AVRUPA BİRLİĞİ VE ULUSLARARASI EKONOMİK İLİŞKİLER
(EKONOMİ-MALİYE)
ANABİLİM DALI

AVRUPA BİRLİĞİ'NDE BORÇ KRİZİ: KRİZE KARŞI ALINAN TEDBİRLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Yüksek Lisans Tezi

Numan Emre ERGİN

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Belgin AKÇAY

Ankara-2013

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
AVRUPA BİRLİĞİ VE ULUSLARARASI EKONOMİK İLİŞKİLER
(EKONOMİ-MALİYE)
ANABİLİM DALI

AVRUPA BİRLİĞİ'NDE BORÇ KRİZİ: KRİZE KARŞI ALINAN TEDBİRLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Belgin AKÇAY

Tez Jürisi Üyeleri

Adı ve Soyadı	**İmzası**
.....	.....
.....	.....
.....	.....
.....	.....
.....	.....
.....	.....

Tez Sınavı Tarihi .....

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Bu belge ile, bu tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı ve kaynağını gösterdiğimi ayrıca beyan ederim.(……/……/200…)

Tezi Hazırlayan Öğrencinin

Adı ve Soyadı

……

İmzası

……

İÇİNDEKİLER

TABLOLAR LİSTESİ v
GRAFİKLER LİSTESİ. vi
ŞEKİLLER LİSTESİ vii
GİRİŞ 1

BİRİNCİ BÖLÜM
AVRO BÖLGESİNDE BORÇ KRİZİNİN GELİŞİMİ VE NEDENLERİ

I. EKONOMİK VE PARASAL BİRLİKTE KAMUNUN MALİ POZİSYONUNUN ÖNEMİ 4
II. AVRO BÖLGESİNDE BORÇ KRİZİNİN GELİŞİMİ 7
III. AVRO BÖLGESİNDEKİ BORÇ KRİZİNİN NEDENLERİ 11
A. Sistemik Nedenler 11
1. Ekonomik ve Parasal Birliğin Yapısından Kaynaklanan Nedenler 12
2. Finansal Sistemin Yapısı ile Bankacılık ve Kamu Borç Krizinin Birbirini Tetiklemesi 20
3. Riskin Yanlış Ölçülmesi ve Sermayenin Yanlış Yere Yatırılması 23
4. Küresel Finansal Krizin Etkileri 24
5. Krizin Yönetiminde AB Ülkeleri Arasındaki Ayrışma ve Alınan Önlemlere Olan Güvensizlik 25
6. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Krizin Derinleşmesi ve Yayılmasındaki Etkisi 27
B. Çevre Ülkelerden Kaynaklanan Nedenler 32

İKİNCİ BÖLÜM
AVRUPA BORÇ KRİZİNİN ETKİLERİ

I. KRİZİN AVRO BÖLGESİNE YAYILMASI 45
II. KRİZİN AVRUPA ENTEGRASYONUNA OLAN ETKİSİ 48
III. KRİZİN AVRO'NUN DEĞERİ VE DÜNYA EKONOMİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ 48

IV. KRİZİN SİYASİ ETKİLERİ 53

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BORÇ KRİZİNE KARŞI ALINAN TEDBİRLER

I. KRİZE KARŞI ALINAN PARA POLİTİKASI TEDBİRLERİ 56
II. EKONOMİ YÖNETİMİNE İLİŞKİN YAPILAN REFORMLAR..... 62
A. Mali Disiplini Artırmaya Yönelik Tedbirler 63
1. Altılı Paket (Six Pack) Düzenlemeleri 64
1.a. SGP'nin Önleyici Kurallarına İlişkin Değişiklikler 66
1.b. SGP'nin Düzeltici Kurallarına İlişkin Değişiklikler 66
1.c. Karar Alma Süreçlerine ve Yaptırımlara İlişkin Değişiklikler 67
1.d. Ulusal Bütçe Çatılarına İlişkin Değişiklikler 68
2. Mali Sıkılaştırma (Fiscal Compact) 68
3. Avrupa Komisyonu Tarafından Mali Disiplini Artırmaya Yönelik Diğer Öneriler: İkili Paket (Two Pack) 71
B. Makroekonomik Dengesizlikleri Önlemeye Yönelik Tedbirler..... 73
1. Makroekonomik Gözetimin Önleyici Kolu: Uyarı Mekanizması..... 74
2. Makroekonomik Gözetimin Düzeltici Kolu: Aşırı Dengesizlik Prosedürü ... 76
3. MIP'in Uygulanması 77
C. Ekonomi Politikalarının Koordinasyonuna Yönelik Tedbirler: Avrupa Sömestri 78
III. FİNANSAL DENETİMİN ARTIRILMASINA YÖNELİK TEDBİRLER 80
A. Kriz Öncesinde AB'de Finansal Denetim 80
B. AB'de Finansal Denetime İlişkin Olarak Oluşturulan Yeni Yapı..... 82
1. Makro Tedbirsel Denetim: Avrupa Sistemik Risk Kurulu 85
2. Mikro Tedbirsel Denetim: Avrupa Denetim Otoriteleri 88
C. Avrupa Komisyonu'nun AB'de Tek Denetim Mekanizması Oluşturulmasına İlişkin Önerisi..... 96
IV. AB'DE EKONOMİK BÜYÜMEYİ ARTIRMAYA YÖNELİK TEDBİRLER101
A. Avrupa 2020 Stratejisi..... 101
B. Avro Pakt (Euro Plus Pact)..... 103
V. AB'DE OLUŞTURULAN MALİ YARDIM MEKANİZMALARI 109

A. Ödemeler Dengesi Kolaylığı (Balance Of Payments Facility - BoP) 111
B. Yunanistan Borç Kolaylığı (Greek Loan Facility – GLF)..... 112
C. Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması (European Financial Stability Mechanism - EFSM)..... 112
D. Avrupa Finansal İstikrar Kolaylığı (European Financial Stability Facility - EFSF) 114
E. Avrupa İstikrar Mekanizması (European Stability Mechanism - ESM) 119
VI. AB'DE FİNANSAL İSTİKRARI SAĞLAMAK İÇİN YAPILAN DİĞER ÖNERİLER.....128
A. AB'de Ortak Tahvil İhracına İlişkin Öneriler..... 128
1. Literatürde "Eurobonds" İhracına İlişkin Öneriler 128
2. Avrupa Komisyonu'nun İstikrar Tahvili (Stability Bonds) İhracına İlişkin Yayınladığı Yeşil Belge..... 132
B. Avrupa Para Fonu Oluşturulmasına İlişkin Öneri..... 135

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

BORÇ KRİZİNE KARŞI ALINAN TEDBİRLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ

I. PARA POLİTİKASINA İLİŞKİN TEDBİRLERİN DEĞERLERLENDİRİLMESİ.....139
II. EKONOMİ YÖNETİMİNE İLİŞKİN YAPILAN REFORMLARIN DEĞERLENDİRİLMESİ 145
A. Mali Disiplini Artırmaya Yönelik Tedbirlerin Değerlendirilmesi 145
B. Makroekonomik Dengesizlikleri Önlemeye Yönelik Tedbirlerin Değerlendirilmesİ..... 148
C. Avrupa Sömestri'nin Değerlendirilmesi 151
III. FİNANSAL DENETİMİN ARTIRILMASINA YÖNELİK TEDBİRLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ 153
A. Oluşturulan Yeni Finansal Denetim Yapısına İlişkin Değerlendirme 153
B. Avrupa Komisyonu'nun Bankacılık Birliği Oluşturulmasına İlişkin Önerisinin Değerlendirilmesi..... 158
IV. AB'DE EKONOMİK BÜYÜMEYİ ARTIRMAYA YÖNELİK TEDBİRLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ 160
A. Avrupa 2020 Stratejisi'nin Değerlendirilmesi 160
B. Avro Pakt'ın Değerlendirilmesi..... 166

V. AB MALİ YARDIM MEKANİZMALARININ DEĞERLENDİRİLMESİ 168
VI. AB'DE FİNANSAL İSTİKRARI SAĞLAMAYA YÖNELİK YAPILAN DİĞER ÖNERİLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ 171
A. AB'de Ortak Tahvil İhracına İlişkin Önerilerin Değerlendirilmesi 171
B. Avrupa Para Fonu Oluşturulmasına İlişkin Önerinin Değerlendirilmesi 176
VII. GENEL DEĞERLENDİRME 178

SONUÇ 180
KAYNAKÇA 189
EK-1: 2012 ve 2013 Yılı Uyarı Mekanizması Raporundaki MIP Skorbord Değerleri 212
EK-2: Ortak Tahvil İhracına Yönelik Önerilerin Karşılaştırılması 214
ÖZET 216
ABSTRACT 218

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo-1: Avro Bölgesi Bankacılık Sistemi, 2011…...……21
Tablo-2: AB Mal İthalatının Dünya Toplam İthalatındaki Payı (%)……..…...49
Tablo-3: TSCG'nin Önemli Hükümleri…….....71
Tablo-4: MIP Skorbord Göstergeleri ve Eşik Değerler…….....75
Tablo-5: Yunanistan Borç Kolaylığı'ndan Yapılan Ödemeler (Milyar Avro)…....112
Tablo-6: EFSF İhraçlarına Garantörlük Payları (18 Ekim 2011 itibariyle)……..116
Tablo-7: EFSF Tarafından Yapılan Operasyonlar, 7 Şubat 2013 İtibariyle (Milyar Avro)……118
Tablo-8: Ülkelerin ESM Sermayesine Katkı Oranları……..122
Tablo-9: İspanya Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması İçin Sağlanan Yardım Tutarı (Milyar Avro)……...126
Tablo-10: Avrupa Komisyonu Tarafından Önerilen İstikrar Tahvili İhraç Seçeneklerinin Özellikleri ve Etkileri……..134
Tablo-11: Finansal Kriz Öncesi ve Sonrası AMB ve FED Bilançoları Karşılaştırması (% GSYİH)……...141
Tablo-12: Avrupa Denetim Otoriteleri Bütçesi (Avro)……157
Tablo-13: Avrupa 2020 Hedefleri Bakımından AB-27……166
Tablo-14: AB'de Mali Yardım Mekanizmalarının Temel Özellikleri……..168
Tablo-15: Krizdeki Ülkelere Sağlanan Yardımlar (Milyar Avro)……169

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik-1: Seçilmiş Ülkeler İçin Kamu Borcu/GSYİH Oranları (%)……6
Grafik-2: Seçilmiş Ülkeler İçin Bütçe Dengesi (% GSYİH)……7
Grafik-3: GIIPS Ülkeleri 10 Yıllık Devlet Tahvil Faizleri (%)……9
Grafik-4: GIIPS Ülkeleri ve Almanya 5 Yıl Vadeli Devlet Tahvili CDS Oranları…..9
Grafik-5: Seçilmiş Ülkelere İtibariyle Cari Denge (%GSYİH)…….….18
Grafik-6: Seçilmiş Ülkeler İçin Nominal Birim İşgücü Maliyetleri ve Reel Efektif Döviz Kuru…….19
Grafik-7: Avro Bölgesi Merkez Ülke Bankalarının Çevre Ülkelerden Alacakları….22
Grafik-8: Kriz Öncesinde Avro Bölgesi Sınır Ötesi Banka Alacaklarının Seyri……23
Grafik-9: Seçilmiş Ülkeler İçin10 Yıl Vadeli Devlet Tahvili Faizi Oranı (%)……23
Grafik-10: GIIPS Kredi Ratingleri ve Devlet Tahvili Faizleri……...31
Grafik-11: ABD ve İrlanda'da Konut Fiyatları Endeksi…….36
Grafik-12: Yunan Tahvillerini Elinde Bulunduran Bankalar, 2009…….....46
Grafik-13: Ülkelerin 2009 Sonu İtibariyle GIIPS Devlet Tahvilleri Dolayısıyla Maruz Kaldıkları Risk (Milyar Avro)……...47
Grafik-14: AB'nin FDI Akımları, 2005 Q1 – 2011 Q4 (Milyar Avro)…….....49
Grafik-15: AB'nin Portföy ve Diğer Yatırım Akımları, 2005 Q1 – 2011 Q4 (Milyar Avro)……....50
Grafik-16: Avro / USD Paritesi, Ocak 2009 – Ocak 2013…….....50
Grafik-17: AMB Bilançosu (Milyar Avro)……...141

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil-1: AB ve Avro Bölgesi Düzeyinde Borç Krizine Karşı Alınan Tedbirlerin Görünümü……..……...55
Şekil-2: İki aşamalı MIP Süreci……..76
Şekil-3: Avrupa Sömestri……...80
Şekil-4: AB'de Yeni Finansal Denetim Yapısı……...83
Şekil-5: Avrupa Finansal Denetim Sistemi…….....85
Şekil-6: EFSF/ESM'nin Toplam Kapasitesi…….121
Şekil-7: EIP ve ESRB İçerik Çakışması……...150
Şekil-8: Avrupa 2020 Stratejisi'nin Yönetimi……..……164
Şekil-9: Avro Bölgesindeki Kriz ve Krize Karşı Alınan Tedbirler..……179

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	Avrupa Birliği
ABAD	Avrupa Birliği Adalet Divanı
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABİHA	Avrupa Birliği'nin İşleyişi Hakkında Antlaşma
ABGS	Avrupa Birliği Genel Sekreterliği
AET	Avrupa Ekonomik Topluluğu
AMB	Avrupa Merkez Bankası
AMR	Uyarı Mekanizması Raporu (Alert Mechanism Report)
AP	Avrupa Parlamentosu
APB	Portekiz Bankalar Birliği (Associação Portuguesa De Bancos)
Ar-Ge	Araştırma Geliştirme
AT	Avrupa Topluluğu
BIS	Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements)
BoP	Ödemeler Dengesi Kolaylığı (Balance of Payments Facility)
BRIC	Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin'in İngilizce İsimlerinin baş harflerine göre yapılan kısaltma
CAP	Düzeltici Eylem Planı (Corrective Action Plan)
CBPP	İpotekli Tahvil Alım Programı (Covered Bond Purchase Programme)
CDS	Kredi Temerrüt Swapı (Credit Default Swaps)
CEBS	Avrupa Bankacılık Denetleme Kurumları Komitesi (Committee of European Banking Supervisors)
CEIOPS	Avrupa Sigorta ve Emeklilik Denetleme Kurumları Komitesi (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors)
CESR	Avrupa Menkul Kıymetler Düzenleme Kurumları Komitesi (Committee of European Securities Regulators)
CPI	Tüketici Fiyatları Endeksi (Consumer Price Index)
DSP	Doğrudan Katılım Süreci (Direct Subscription Process)
EBA	Avrupa Bankacılık Otoritesi (European Banking Authority)
EC	Avrupa Komisyonu (European Commission)

ECB	Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank)
EFSF	Avrupa Finansal İstikrar Kolaylığı (European Financial Stability Facility)
EFSM	Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması (European Financial Stability Mechanism)
EIOPA	Avrupa Sigorta ve Mesleki Emeklilik Otoritesi (European Insurance and Occupational Pensions Authority)
EIP	Aşırı Dengesizlik Prosedürü (Excessive Imbalance Procedure)
ECJ	Avrupa Birliği Adalet Divanı (European Court of Justice)
ELA	Acil Likidite Yardımı (Emergency Liquidity Assistance)
EMF	Avrupa Para Fonu (European Monetary Fund)
EMU	Ekonomik ve Parasal Birlik (Economic and Monetary Union)
EPB	Ekonomik ve Parasal Birlik
EPP	Avro Pakt (Euro Plus Pact)
ESAs	Avrupa Denetleme Otoriteleri (European Supervisory Authorities)
ESFS	Avrupa Finansal Denetim Sistemi (European System of Financial Supervision)
ESM	Avrupa İstikrar Mekanizması (European Stability Mechanism)
ESMA	Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi (European Securities and Markets Authority)
ESRB	Avrupa Sistemik Risk Kurulu (European Systemic Risk Board)
FDI	Doğrudan Yabancı Yatırım (Foreign Direct Investment)
FROB	İspanya Banka Sermaye Yeniden Yapılandırma Fonu (Fondo De Reestructuración Ordenada Bancaria)
FSA	Finansal Hizmetler Otoritesi (Financial Services Authority)
FSB	Finansal İstikrar Kurulu (Financial Stability Board)
GLF	Yunanistan Fon Kolaylığı (Greek Loan Facility)
GSMH	Gayrisafi Milli Hasıla
GSYİH	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
HICP	Harmonize Tüketici Fiyatları Endeksi (Harmonised Index of Consumer Prices)
IMF	Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)

KDV	Katma Değer Vergisi
KOBİ	Küçük ve Orta Boy İşletme
LTRO	Uzun Dönemli Yeniden Finansman Operasyonları (Longer Term Refinancing Operations)
MIP	Makroekonomik Dengesizlikler Prosedürü (Macroeconomic Imbalance Procedure)
NAMA	İrlanda Ulusal Varlık Yönetim Şirketi (National Asset Management Agency)
NRP	Ulusal Reform Programı (National Reform Programme)
OCA	Optimum Para Alanı (Optimum Currency Area)
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (Organisation For Economic Co-Operation And Development)
OMT	Doğrudan Parasal İşlemler (Outright Monetary Transactions)
OPA	Optimum Para Alanı
OPEC	Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (Organization of the Petroleum Exporting Countries)
ÖTV	Özel Tüketim Vergisi
GIIPS	Portekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan ve İspanya'nın İngilizce isimlerinin baş harflerine göre yapılan kısaltma
REER	Reel Efektif Döviz Kuru (Real Effective Exchange Rate)
S&P	Standard & Poors
SCP	İstikrar ve Yakınsama Programı (Stability And Convergence Programme)
SGP	İstikrar ve Büyüme Paktı (Stability and Growth Pact)
SMP	Tahvil Piyasaları Programı (Securities Markets Programme)
SSM	Tek Denetim Mekanizması (Single Supervisory Mechanism)
TFP	Toplam Faktör Verimliliği (Total Factor Productivity)
TSCG	Ekonomik ve Parasal Birlik'te İstikrar, Koordinasyon ve Yönetim Hakkında Antlaşma (Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union)
ULC	Birim Emek Maliyeti (Unit Labor Cost)

GİRİŞ

2008 yılında yaşanan küresel finansal kriz ülkelerin, şirketlerin ve bireylerin mali ve ekonomik durumları üzerinde ciddi etkiler yaratmıştır. Kriz öncesi dönemde ekonomik büyümenin nimetlerinden yararlananlar, krizle beraber kendilerini ekonomik bunalım içinde bulmuşlar; ülkelerinin, içinde bulundukları ticari ve ekonomik blokların istikrarını sorgulamaya başlamışlardır. Küresel finansal kriz ve ekonomik durgunluk tüm dünyada bütçe dengelerinin bozulmasına ve kamu borç seviyesinin genel olarak artışına neden olmuştur.

Küresel finansal krizin hemen sonrasında gözler Avrupa Birliği (AB)'ne, özellikle de Avro bölgesinin zayıf halkası olan çevre ülkelere çevrilmiş ve bu ülkelerde bir kamu borcu krizinin yaşanabileceği konusundaki endişeler artmıştır. Bu endişelere paralel olarak, Avro'nun kabul edilmesinden sonra Almanya devlet tahvillerinin getirisine yakınsayan Avro bölgesine dâhil olan ülkelerin devlet tahvili faizlerinin Alman devlet faizleri ile olan spreadleri artmaya başlamıştır.

Avro bölgesine ilişkin endişeler 2009 yılı sonlarında haklı çıkmaya başlamış ve ilk kriz Yunanistan'da patlak vermiştir. Yunanistan krizi ile birlikte Ekonomik ve Parasal Birliğe (EPB) ilişkin spekülasyonlar artmış, krizin Avro bölgesindeki diğer ülkelere de yayılacağı (spill-over), EPB'nin bütün olarak ekonomik istikrarının bozulacağı, hatta EPB'nin dağılma riskiyle karşı karşıya kalacağı yönünde endişeler ortaya çıkmıştır. Avro bölgesi ülkeleri ile AB kurum ve mekanizmalarının krize karşı reaksiyonlarındaki zaafiyet krizin yayılmasına ve EPB ile ilgili endişelerin haklı çıkmasına yol açmıştır. Dolayısıyla, Yunanistan krizi ile başlayan süreç Avro'nun kabulünden sonra AB'de yaşanan ilk ciddi ekonomik kriz olması nedeniyle "Avro" ve "Avrupa Birliği" projesi için önemli bir test olmuş ve ekonomik krizlerle mücadelede AB'nin kapasitesinin yetersizliğini ortaya koymuştur. Avrupa'da yaşanan borç krizi ekonomik olduğu kadar siyasi sonuçlar da doğurmuş, birçok Avrupa ülkesinde hükümet değişiklikleri yaşanmıştır.

Avro bölgesi, yaşanan borç kriziyle birlikte dört seçenekten oluşan bir durumla karşı karşıya kalmıştır. Bu seçeneklerden birincisi, üye ülkelerin maliye politikalarında uyumlaştırma yapılmak suretiyle EPB'nin derinleştirilerek mali bir birliğin oluşturulması; ikincisi kriz yaşayan ülkelerde gerekli reformların yapılarak ve ihtiyaç halinde bu ülkelere yardım sağlanarak Avro bölgesinin bütün olarak

ekonomik istikrarının sağlanması; üçüncüsü EPB'nin istikrarını bozan ülkelerin EPB'den ayrılarak EPB'nin küçülmesi; dördüncüsü de EPB'nin tamamen dağılmasıdır. AB ve Avro bölgesi ülkeleri, ikinci seçeneği benimsemiş ve bu yönde adımlar atmışlardır. Avro bölgesindeki krizin başlamasından itibaren üç yılı aşkın bir süre geçmiş olmasına rağmen, piyasalar ve yatırımcılar tam anlamıyla yatıştırılamamış olsa da, gerek krizi yaşayan ülkeler gerek AB kurumlarında önemli değişiklikler ve reformlar yapılmıştır. Bir taraftan çevre ülkelerde krizin doğmasına ve derinleşmesine yol açan makroekonomik dengesizlikleri gidermeye yönelik yapısal reformlar yapılmaya ve kemer sıkma (austerity) politikaları uygulanmaya başlanırken, diğer taraftan EPB'de ekonomi yönetimine ilişkin kural ve kurumlar revize edilmiş, mali disiplini ve finansal denetimi artırmaya yönelik adımlar atılmış, Birlik düzeyinde ekonomik büyümeyi artıracak politikalar uygulanmaya başlamış ve mevcut krizi sonlandırıp gelecekte oluşabilecek krizlere karşı önlem almak amacıyla yeni mekanizmalar tesis edilmiştir.

Bu çalışmanın amacı, "Avro bölgesinde yaşanan borç krizinin temelinde, Ekonomik ve Parasal Birliğin yapısından kaynaklanan nedenler başta olmak üzere, sistemik faktörler ve çevre ülkelerdeki makroekonomik dengesizlikler yatmaktadır ve AB/Avro Bölgesi düzeyinde alınan önlemlerin hızı ve içeriği krizi yönetmede başarısız olmuş ve krizin derinleşmesine yol açmıştır" önermesinin doğruluğunu araştırmaktır.

Bu çalışma, Avro bölgesinde yaşanan borç krizi konusunda, bugüne kadar yayımlanmış çok sayıda makale, rapor vb. yayın olmakla birlikte, ülkemizde akademik bir tez olarak yapılan ilk çalışma olması açısından önemlidir. Çalışma, Avro borç krizinin nedenlerini detaylı bir şekilde ortaya koymakta, krize karşı alınan tedbirleri irdeleyerek, bu tedbirlerin krizi yatıştırmada ve gelecekteki krizleri önlemede yeterliliğini değerlendirmektedir.

Bu çalışmada yöntem olarak, ampirik bir çalışma yapılmamış olup çeşitli istatistiki veriler kullanılmıştır. Araştırma konusuna ilişkin veriler ve bilgiler, temel olarak akademik makalelerden, araştırma ve düşünce kuruluşlarının raporlarından, IMF, OECD, Avrupa Merkez Bankası, Dünya Bankası, Avrupa Komisyonu ve ilgili ülke merkez bankaları ile ekonomi ve maliye bakanlıklarının hazırladıkları rapor ve çalışmalardan alınmıştır. Ayrıca rakamsal verilerin toplanmasında, ilgili ülke merkez

bankaları ve istatistik kurumları, Eurostat, IMF, Dünya Bankası gibi kuruluşların veri tabanlarından istifade edilmiştir.

Bu çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, Avro bölgesinde yaşanan borç krizinin gelişimi ile krizin doğmasına ve derinleşmesine neden olan sistemik ve ülke bazındaki faktörler irdelenecektir. İkinci bölümde, borç krizinin etkileri açıklanacaktır. Üçüncü bölümde, AB ve Avro bölgesi düzeyinde krize karşı alınan tedbirler ve yapılan reformlar anlatılacaktır. Dördüncü bölümde ise borç krizine karşı alınan ve önerilen tedbirler ile oluşturulan mekanizmaların değerlendirmesi yapılacaktır. Sonuç bölümünde ise genel bir değerlendirme yapılıp AB'nin içinde bulunduğu borç krizinden çıkması için önerilerde bulunulacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

AVRO BÖLGESİNDE BORÇ KRİZİNİN GELİŞİMİ VE NEDENLERİ

I. EKONOMİK VE PARASAL BİRLİKTE KAMUNUN MALİ POZİSYONUNUN ÖNEMİ

Kamu borç krizi bir ülkenin borç yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği, yani ihraç ettiği borç senetlerinin faiz ve anapara ödemelerini yapamayacağına dair endişelerin finansal piyasaları kaplaması üzerine ortaya çıkar. Sonuçta, bu ülkenin sermaye piyasalarına erişimi sona erer ve ülke borçlarını vadesinde çeviremez duruma gelir ki, bu noktada ülke iflasın eşiğine gelmiş olur. Borç krizleri genellikle yabancı para cinsinden borçlanmaların yapıldığı gelişmekte olan ülkelerde görülür. Bu ülkelerde, finansal bir krizi ulusal paranın devalüe edilmesi izler. Sonrasında da, kamu gelirleri ulusal para cinsinden toplandığı ve devalüasyon sonrası kamu gelirlerinin yabancı para cinsinden borçların faiz ve anapara ödemelerini karşılamada yetersiz kalması nedeniyle kamu borç krizi gündeme gelir. Sonuç olarak, ülkenin döviz rezervleri tükenir, borçlarını ödeyemez duruma gelir ve borçlar yeniden yapılandırılır. Diğer bir ifadeyle, borcu elinde bulunduranlar alacaklarının bir kısmını tahsil ederler. Devlet borçlarının ulusal para cinsinden ihraç edilmesi durumunda ise krizi ulusal paranın devalüasyonu izler ve merkez bankası para basarak borcun ödenmesine yardım eder. Dolayısıyla, kendi para cinsinden borçlanan ülkelerin iflası söz konusu değilken, bu ülkeleri bekleyen farklı bir problem enflasyonun artmasıdır.[1]

Parasal birlikteki ülkelerin durumu yabancı para cinsinden borçlanan gelişmekte olan ülkelerin durumuna benzer. Parasal birliğe katılan ülkeler sadece döviz kuru ve faiz oranları gibi ekonomi politikası araçları üzerindeki kontrolü kaybetmekle kalmazlar; aynı zamanda kontrolleri altındaki kendi para birimi cinsinden borçlanma imkânına da son verirler. Yani, ihraç ettikleri borç senetleri üzerindeki kontrolü para birimi cinsinden kaybederler. Bunun sonucunda, yatırımcıların parasal birliğe dâhil olan ülkelere olan güvenlerinin kaybolması bu

[1] Wendy CARLIN, **10 Questions About The Eurozone Crisis And Whether It Can Be Solved**, 8 September 2011, s. 2-3. http://www.ucl.ac.uk/european-institute/highlights/10questions, erişim tarihi 11.10.2012.

ülkeleri iflasa sürükleyebilir. Piyasalarda parasal birliğe dâhil bir ülkenin temerrüde düşeceğine ilişkin bir beklentinin (veya spekülasyonun) oluşması halinde, yatırımcılar portföylerindeki o ülke tahvillerini ellerinden çıkaracak, bu durum da o ülke tahvil faizlerinin artmasına neden olacaktır. Yatırımcılar aldıkları parayı o ülkeden çıkaracaklar ve bankacılık sisteminde likidite sıkıntısı doğacak, ayrıca devlet borçlarını çevirmek için makul faiz oranlarından gerekli fonları sağlayamayacaktır. Parasal birlikte, merkez bankaları bağımsız olduğundan, sıkıntıdaki ülkenin merkez bankası devlet tahvillerinin doğrudan alımını da yapamayacaktır. Ayrıca, sıkıntıdaki ülke birlik merkez bankası (EPB'de Avrupa Merkez Bankası) üzerinde doğrudan kontrol sahibi olmadığından likidite desteği sağlaması için bu kuruma baskı da yapamayacaktır. Dolayısıyla, piyasalardaki hassasiyet nedeniyle değişen likidite akışı, parasal birliğe dâhil ülkeleri piyasadaki bu duyarlılığa karşı kırılgan yapmaktadır. Bu durum, devletlerin borçlarını çevirmeleri için gerekli fonların aniden durmasına ve likidite krizinin borçları ödeyememe krizine (insolvency crisis) dönüşmesine neden olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, parasal birlik, birliğe üye ülkeler için yıkıcı bir dinamik içermektedir. Yatırımcılar borçların ödenmemesi konusunda endişeye düştüklerinde ulusal piyasalardan likiditeyi çekmekte, faizler tırmanışa geçmekte ve likidite krizi ülkenin iflasına giden bir krize dönüşmektedir. Dolayısıyla kendi kendini besleyen olumsuz bir sonuç ortaya çıkmaktadır: Parasal birliğe dâhil ülkeler, yatırımcılar bu ülkenin iflas edeceklerini düşündükleri için iflasa sürüklenmektedirler.[2]

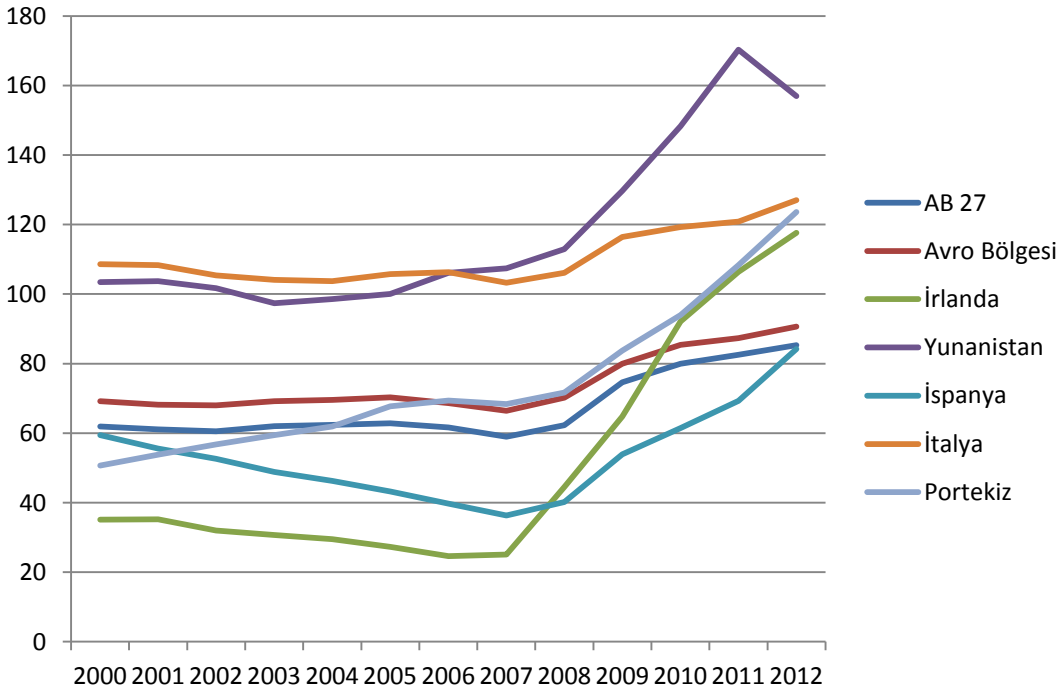
Parasal birlikteki bir borç krizinin, yukarıda açıklanan kendi kendini besleyen mekanizmaya ilaveten iki olumsuz yönü daha vardır. İlk olarak, ülkedeki likidite krizi yurt içindeki bankaları da etkiler. Yatırımcılar yurt içindeki tahvil piyasalarından çekildiklerinde, devlet tahvillerinin faizleri artar. Yurt içi bankalar tahvil piyasalarındaki en önemli alıcılar olduğundan, bilançolarında devlet tahvillerinin değer düşüşünden kaynaklanan ciddi zararlar oluşur. Ayrıca, yurt içi bankalar da bir fonlama krizi ile karşı karşıya kalırlar. Yurt içindeki para stoğu azaldığından, bankalar mevduat yükümlülüklerini yüksek faiz ödemeden yerine getiremezler. Dolayısıyla, kamu borcu krizi başlangıçta iyi durumda olan bankacılık sektörüne de yayılır. (Portekiz ve Yunanistan'da yaşanan durum budur.) İkinci

[2] Paul DE GRAUWE (a), "Managing A Fragile Eurozone", **Cesifo Forum,** Sayı 2/2011, s. 40.

olarak, parasal birliğe dâhil ülkeler ekonomik durgunlukta konjoktürel döngüye karşı otomatik istikrarlandırıcı bütçe politikalarını rahatlıkla uygulayamazlar. Ekonomik durgunluk bütçe açıklarının artmasına ve birliğe dâhil olan ülkelerin borçlarını ödeyemeyeceğine dair piyasalarda oluşan endişelerin pekişmesine, dolayısıyla likidite ve iflas krizine yol açar. Dolayısıyla, bu ülkeler ekonomik durgunluk zamanında kemer sıkma politikaları uygulamak zorunda kalırlar.[3]

AB ülkeleri, 1929 ekonomik buhranı ve 1970'lerin ortalarındaki petrol şoku gibi ekonomik krizlerle daha önce de karşılaşmışlardır. Önceki kriz dönemlerinde de birçok Avrupa ülkesinin kamu borcu düzeyinde ciddi artışlar olmuştur. Ancak, bu defa farklı olan Kamu Borcu/GSYİH oranının kriz döneminin başında önceki krizlerdekine göre daha yüksek olmasıdır.

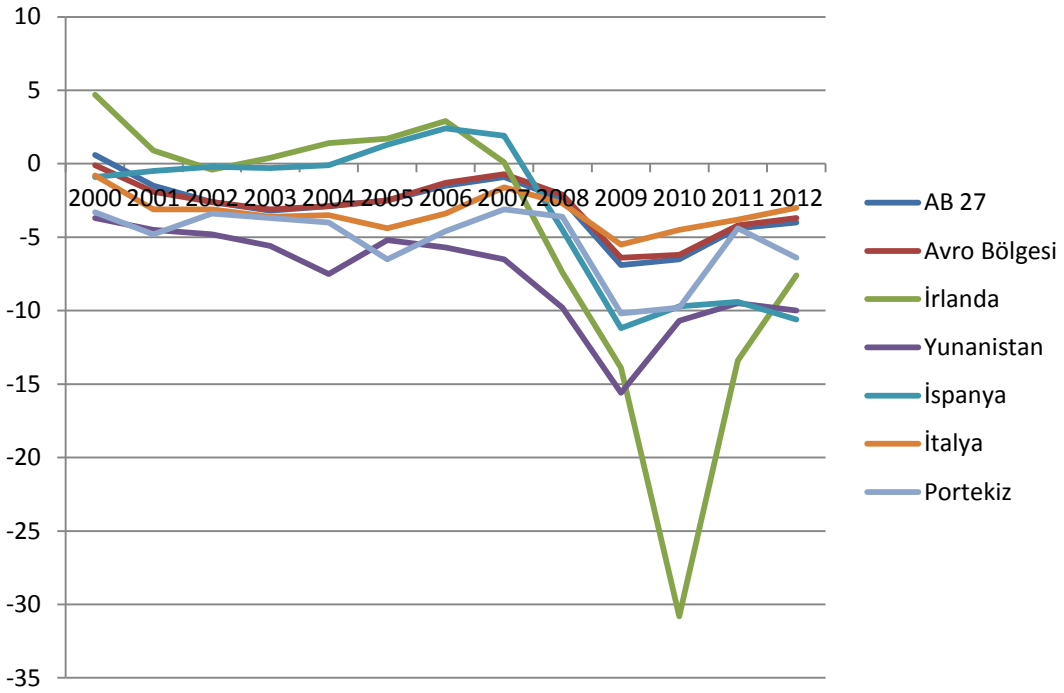
Grafik-1: Seçilmiş Ülkeler İçin Kamu Borcu/GSYİH Oranları (%)



Kaynak: Eurostat veritabanı kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur. (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupModifyTableLayout.do, erişim tarihi 14.07.2013)

[3] Argentino PESSOA, **The Systemic Character of the Sovereign Debt Crisis: Policy Implications and Governance Issues,** s. 13. http://www.fep.up.pt/investigacao/nifip/NIFIP_Conference/Documents/Argentino_Pessoa_nifip2011.pdf, erişim tarihi 10.10.2012.

Grafik-2: Seçilmiş Ülkeler İçin Bütçe Dengesi (% GSYİH)



Kaynak: Eurostat veritabanı kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur. (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupModifyTableLayout.do, erişim tarihi 14.07.2013)

II. AVRO BÖLGESİNDE BORÇ KRİZİNİN GELİŞİMİ

EPB, kurulduğu yıldan itibaren 2009 yılının sonuna kadar çeşitli eleştirilere rağmen başarılı bir ekonomik bütünleşme olarak kabul edilebilir. Ancak, Avrupa ekonomilerinde var olan ama EPB'nin ilk yıllarındaki başarılı ekonomik performans nedeniyle göz ardı edilen yapısal ve makroekonomik sorunlar, 2008 yılındaki küresel ekonomik krizle beraber varlığını hissettirmeye başlamış ve 2009 yılı sonrasında dikkatlerin özellikle Avro bölgesindeki çevre ülkelere çevrilmesine yol açmıştır.

Eylül 2008'de ABD'de Lehman Brothers yatırım bankasının iflası sonrasında Avro bölgesi ülkelerinin uzun vadeli tahvillerinin faizleri ile Alman devlet tahvillerinin faizleri arasındaki fark uzun bir süreden sonra ilk kez açılmaya başlamıştır. Avro bölgesi devlet tahvil faizlerindeki bu gelişmede ilk aşamada küresel belirsizlik ve İrlanda hükümetinin İrlanda bankalarını kurtarmak zorunda kalması etkili olmuştur. 2009 ortalarında küresel piyasalardaki tedirginliğin nispeten azalması ve İrlanda hükümetinin Şubat 2009'da mali tedbirler paketini açıklamasıyla durum biraz düzelse de, Ekim 2009'da Yunanistan'da iktidara gelen Papandreou

hükümetinin kendinden önceki hükümetin bütçe hesapları konusunda kamuoyunu yanlış bilgilendirdiğini ve 2009 yılı bütçe açığının gerçekte önceden açıklanan rakamın iki katı (% 12,7) oranında gerçekleşeceğini açıklamasıyla Avro bölgesinde borç krizinin fitili ateşlenmiş oldu.

Bu açıklama üzerine kredi derecelendirme kuruluşu Fitch, Yunanistan'ın kredi notunu A-'ye, 8 Aralık 2009'da ise yatırım yapma düzeyinin altı olan BBB+ seviyesine çekti. Standard & Poors da ilan edilen kemer sıkma politikasının kamu borcunun çevrilebilmesi için yeterli olmadığı gerekçesiyle, 16 Aralık 2009'da Yunanistan'ın kredi notunu A-'den BBB+'ya çekti. 22 Aralık 2009'da ise Moody's artan bütçe açıkları nedeniyle Yunanistan'ın kredi notunu A2'den A1'e çekti.[4] Yunanistan'ın mali durumunun gün yüzüne çıkması, bu ülkenin borçlarını ödeyebileceği konusundaki endişeleri artırdı. Açıklamanın ertesinde gelen kredi notu düşüşleri ve artan faiz oranları Yunanistan'ın sermaye piyasalarından borçlanmasını ve borçlarını çevirebilmesini imkânsızlaştırdı. Öyle ki, Kasım 2009'dan sonra devlet tahvili faizi oranlarının sürekli olarak artmaya başlaması sonucunda Yunanistan iflasın eşiğine gelmiştir (Grafik-3). Aynı dönemlerde çevre ülkelerin kredi temerrüt swap (credit default swaps – CDS) oranları da tahvil faizlerine paralel olarak ciddi şekilde artmaya başlamış ve bu artış krizin habercisi olmuştur.[5]

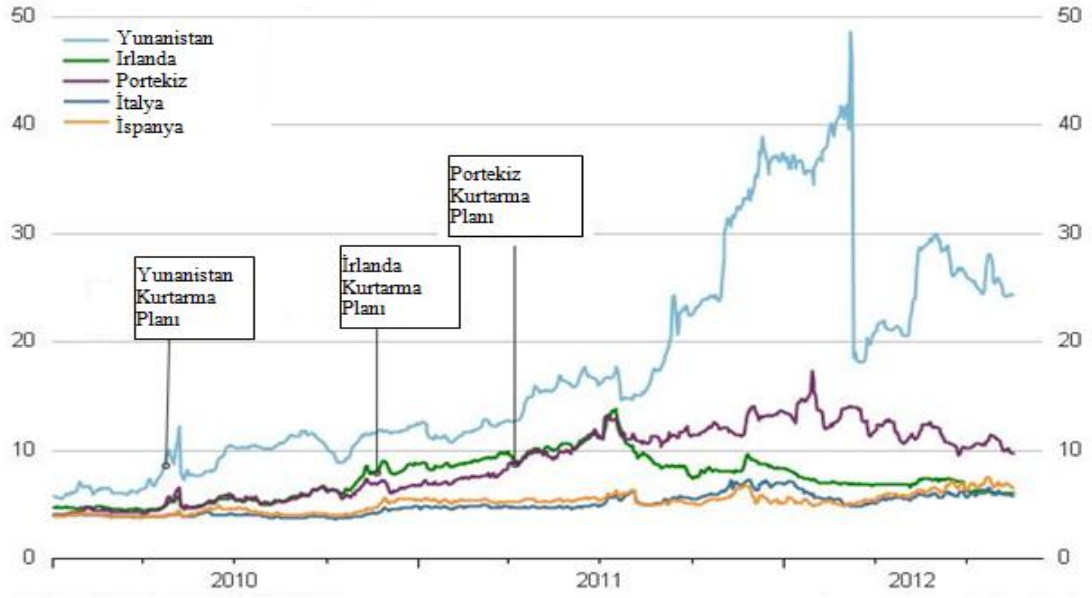
---

[4] Ulrich VOLZ, **Lessons of the European Crisis for Regional Monetary and Financial Integration in East Asia**, ADBI Working Paper 347, Tokyo, Asian Development Bank Institute, 2012, s. 3.

[5] Uzun vadeli devlet tahvil faiz marjı ile kredi temerrüt swap (CDS) oranları bir ülkedeki ekonomik aktiviteyi ölçmede kullanılan önemli iki göstergedir. Birincisi, kamu harcamalarının GSYİH içindeki payının belirleyicisi ve sonucu iken, ikincisi bir ülkenin borcunu ödeyemeyeceği bölgeyi ve yatırımcıların ülkenin iflas riskine karşı ödemeye hazır oldukları sigorta risk primini gösterir. (bkz. Nizar ATRISSI, François MEZHER, **Sovereign Debt Crisis and Credit Default Swaps: the Case of Greece and Other GIIPS**, July 2010, s. 1, http://www.fgm.usj.edu.lb/files/a32010.pdf, erişim tarihi 07.03.2013.

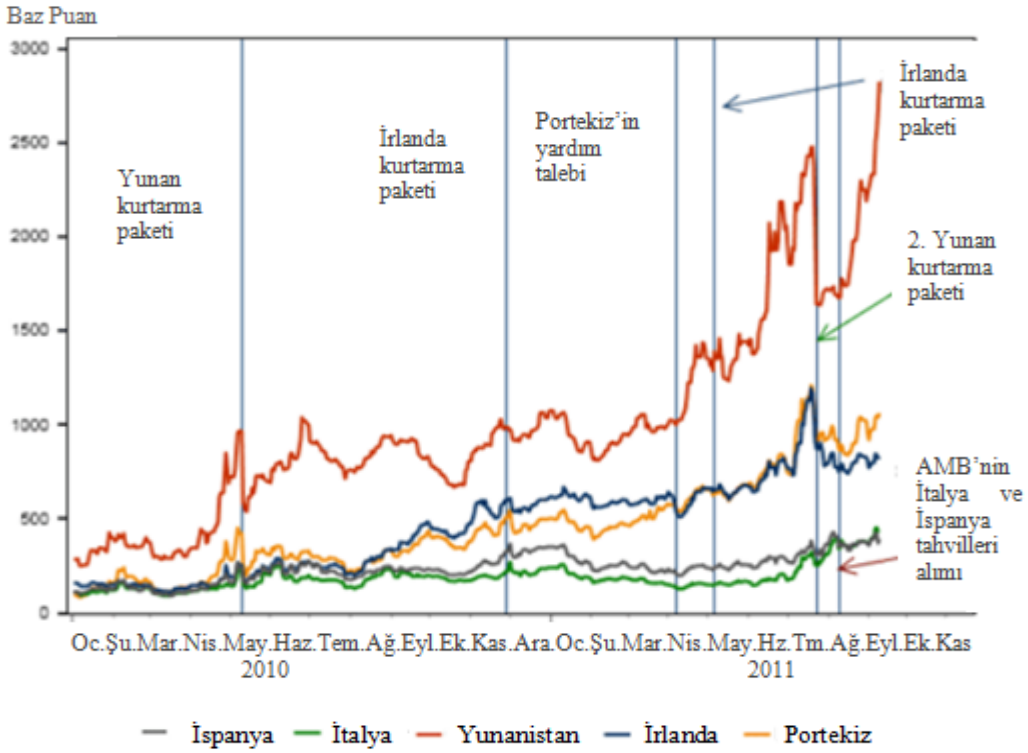
Kredi temerrüt swap sözleşmesi en yaygın kredi türev araçlarından birisidir ve alıcı ile satıcı arasında yapılan iki taraflı ve satıcının referans varlığa ilişkin kredi riskine karşı korunmayı sattığı bir sözleşmedir. Diğer bir ifade ile koruma satıcısının, koruma alıcısının ödeyeceği belli bir bedel (prim) karşılığında referans varlıktan kaynaklanan kredi riskini kısmen ya da tamamen üstlendiği ve ödeme şartının gerçekleşmesi durumunda koruma alıcısına koruma tutarını ödemeyi taahhüt ettiği sözleşmelerdir. Tahvil faizleri (spread) ile aynı vade ve referans varlığa ilişkin CDS primi arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Faiz oranları yükseldikçe, temerrüd riski artmakta dolayısıyla da CDS primleri yükselmektedir. (bkz. Anne-Laure DELATTE, Mathieu GEX, Antonia LÓPEZ-VILLAVICENCIO, "Has the CDS market influenced the borrowing cost of European countries during the sovereign crisis", **Journal of International Money and Finance,** 31, 2012, s. 482.)

Grafik-3: GIIPS[6] Ülkeleri 10 Yıllık Devlet Tahvil Faizleri (%)



Kaynak: Thomson Reuters Datastream
http://www.marketoracle.co.uk/Article36122.html, 07.03.2013.

Grafik-4: GIIPS Ülkeleri ve Almanya 5 Yıl Vadeli Devlet Tahvili CDS Oranları



Kaynak: Bloomberg
http://research.handelsbanken.se/Speakers-corner/Martin-Enlund/Klarar-Europeerna-att-ordna-ett-lyckligt-slut-eller-maste-vi-vanta-pa-en-remake-fran-Hollywood/, erişim tarihi 07.03.2013.

[6] GIIPS, borç krizine giren Portekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan ve İspanya'nın İngilizce isimlerinin baş harflerine göre yapılan ve yaygın olarak kullanılan kısaltmadır.

AB üyesi devletler ve AB kurumları, Yunanistan'ın içinde bulunduğu duruma çabuk reaksiyon gösteremediler. Ancak Mayıs 2010'da uzun tartışmalardan sonra, Yunanistan'ı iflastan kurtarmak ve bu ülkenin yeniden uluslararası piyasalardan borçlanabilmesini sağlamak için AB-IMF destekli kurtarma planını yürürlüğe soktular.

AB ve IMF'nin Yunanistan'a sağladığı mali destek, hem desteğin sağlanmasındaki sürecin uzunluğu ve AB'ye üye ülkeler arasında yaşanan tartışmalar hem de desteğin büyüklüğü açısından çeşitli eleştirilere maruz kaldı ve sonuçta piyasaları yatıştırmaya ve krizin sorunlu diğer çevre ülkelere yayılmasına engel olamadı.

Kasım 2010'da İrlanda uzun vadeli devlet tahvil faizleri % 8'e arttı ve gelecekte daha fazla artış olacağının sinyallerini verdi. Aynı dönemde, Portekiz'de de benzer durum yaşandı ve Portekiz uzun vadeli devlet tahvillerinin faizleri Kasım 2010'da % 6,9, Haziran 2011'de ise % 10 seviyesine ulaştı.[7] Sonraki aylarda İtalya ve İspanya devlet tahvillerinin faizleri de artma eğilimine girerek bu ülkelerden de kriz sinyalleri alınmaya başlanmıştır.

Yaşanan gelişmeler sonrasında, Aralık 2010'da İrlanda'ya, Mayıs 2011'de ise Portekiz'e AB-IMF destekli mali yardım paketleri verilmiştir. Temmuz 2011'de ise İtalyan devlet tahvillerine yönelik spekülatif hareketler sonucu faizlerin % 5,5'a çıkması üzerine İtalya hükümeti tarafından Temmuz ve Ağustos aylarında mali tedbir paketleri açıklandı.[8] Mart 2012'de Yunanistan'a yönelik ikinci yardım paketi devreye girmiştir. Temmuz 2012'de ise İspanya'daki bankacılık sisteminin reforme edilmesi ve sektördeki sorunların aşılmasına yönelik olarak mali yardım paketi kabul edilmiştir.

Görüldüğü üzere, Yunanistan ile başlayan kriz zamanla diğer ülkelere yayılmış ve Avro bölgesini saran bir borç krizine dönüşmüştür. Borç kriziyle birlikte EPB'nin kuruluşundan itibaren Avro Bölgesi ve AB ilk ciddi sınavını vermiş; ekonomik krizlerle mücadelede Birlik düzeyindeki mekanizmaların yetersiz olduğu, EPB'nin tam bir ekonomik birlik olamadığı, EPB'ye üye ülkelerde ciddi yapısal

[7] Carlo PANICO ve Francesco PURIFICATO, **The Role Of Institutional And Political Factors In The European Debt Crisis**, PERI Working Paper Series, No 280, March 2012, s. 14.
[8] PANICO ve PURIFICATO, 2012, s. 16.

sorunlar olduğu ve bu ülkeler arasında büyük bir ayrışma olduğu gün yüzüne çıkmıştır.

III. AVRO BÖLGESİNDEKİ BORÇ KRİZİNİN NEDENLERİ

A. Sistemik Nedenler

Avrupa Birliği'nde borç krizi olarak yaşanan sürecin tetikleyicisi 2008 yılındaki küresel finansal kriz olmakla birlikte, krizin temelinde Avrupa'daki kamu ve özel sektör harcamaları ile yatırımların borçla finanse edilmesine dayalı kalkınma ve büyüme modelinin yapısındaki zayıflıklar bulunmaktadır. Krizin derinden hissedildiği ülkelerdeki yapısal sorunlar ve popülist politikalar krizin alt yapısını hazırlamış, Birlik içinde başta maliye politikası ve sosyal politikalar olmak üzere ekonomi politikalarında etkili bir eşgüdüm olmaması da krizin doğmasında etkili olmuştur. Küresel finansal kriz, bugün Avrupa'da yaşanan borç krizinin arka planındaki dengesizliklerin nedeni olmasa da, piyasaların ve kamuoyu ilgisinin Avro bölgesine ve EPB'ye üye ülkelerin borçlarının sürdürülebilirliğine çevrilmesine neden olmuştur. Bu noktada, Avrupa ekonomilerinin yaşadığı süreç, ABD'de başlayan finansal krizin, Avrupa ülkelerindeki yapısal zayıflıkların açığa çıkmasına yol açan ve küresel finansal sitemde şok etkisi yaratan bir katalizör olduğunu ortaya koymaktadır.[9]

Bugün Avro bölgesinde yaşanan borç krizi basit bir kamu borcu krizi olmayıp; EPB'nin yapısından kaynaklanan bir tasarım krizi, bankacılık krizi, kamu maliyesi krizi, rekabet krizi, yatırımcı miyopluğundan kaynaklanan finansal kriz ve üye ülkeler arasında derin ayrışmalara yol açan siyasi krizin bir bileşkesidir.

Avro bölgesinde yaşanan borç krizinin doğmasına ve derinleşmesine yol açan sistemik faktörlere bakıldığında temel olarak aşağıdaki nedenler dikkati çekmektedir.

[9] Constantin GURDGIEV, "Chapter 6 Euro's Crisis: From The Sovereigns To The Banks And Back To The Sovereigns", Liam Leonard, Iosif Botetzagias, in (ed.) **Sustainable Politics and the Crisis of the Peripheries: Ireland and Greece** (Advances in Ecopolitics, Volume 8), Emerald Group Publishing Limited, 2011, s. 109.

1. Ekonomik ve Parasal Birliğin Yapısından Kaynaklanan Nedenler

Avrupa'da Ekonomik ve Parasal Birlik oluşturulmasının temeli 1970'deki Werner Raporu'na kadar dayanmaktadır. Bu raporda, 1980'e kadar Avrupa'da parasal birliğin oluşturulması için üç aşamalı detaylı bir plan hazırlanmıştır. Ancak, Bretton Woods Sistemi'nin çöküşü ve 1970'lerin başındaki petrol krizi nedeniyle Werner Raporu rafa kaldırılmıştır. 1979'da Avrupa Para Sistemi'nin ve sonrasında Avrupa Tek Pazarı'nın oluşturulması çabası ile Ekonomik ve Parasal Birlik fikri yeniden gündeme gelmiş ve bu kapsamda Delors Raporu hazırlanıp benimsenmiştir. Delors Raporunda üye ülkeler arasında yakın ekonomik koordinasyon sağlayacak, üye ülkelerin ulusal bütçelerinde bazı kısıtlamalar getirecek ve bağımsız bir Avrupa Merkez Bankası (AMB) kurulmasını ve ortak para biriminin kullanılmasını sağlayacak şekilde üç aşamada EPB'nin oluşturulması öngörülmüştür.[10]

Maastricht antlaşması ile EPB'ye katılacak ülkelerin ekonomileri arasındaki farklılıkları azaltmak için ekonomik kriterler (yakınlaşma kriterleri[11]) belirlenmiş, İstikrar ve Büyüme Paktı (Stability and Growth Pact - SGP) ile de üye ülkelerin bütçe disiplinine uymalarının sağlanması ve sürdürülemez maliye politikaları izlemelerinin önlenmesi amaçlanmıştır. Diğer taraftan EPB'ye katılan ülkeler para politikasındaki yetkilerini kurulan AMB'ye devretmiş ve bağımsız bir para politikası izleyemez olmuşlardır.

1.a. Optimum Para Alanı Teorisi ve EPB[12]

Avro bölgesi örneğindeki gibi bir "parasal birlik" oluşturulması, *Optimum Para Alanı (OPA) (Optimum Currency Area)* literatürü çerçevesinde ele alınmaktadır.

---

[10] Jacques DELORS, **Report on Economic and Monetary Union in the European Community**, presented April 17, 1989 by Committee for the Study of Economic and Monetary Union, 1989.

[11] **Maastricht Yakınlaşma Kriterleri:** 1 Ocak 1993'de yürürlüğe giren Maastricht Antlaşması'nda Ekonomik ve Parasal Birliğe geçiş öncesinde, üye ülke ekonomileri arasındaki farklılıkların giderilebilmesi için bazı makro büyüklükler açısından belirlenen kriterler olup bu kriteler şunlardır: (1) Toplulukta en düşük enflasyona sahip (en iyi performans gösteren) üç ülkenin yıllık enflasyon oranları ortalaması ile, ilgili üye ülke enflasyon oranı arasındaki fark 1,5 puanı geçmemelidir. (2) Üye ülke devlet borçlarının GSYİH'sına oranı %60'ı, bütçe açığının GSYİH'sına oranı %3'ü geçmemelidir. (3) Herhangi bir üye ülkede uygulanan uzun vadeli faiz oranları 12 aylık dönem itibariyle, fiyat istikrarı alanında en iyi performans gösteren 3 ülkenin faiz oranını 2 puandan fazla aşmayacaktır. (4) Son 2 yıl itibariyle üye ülke parası diğer bir üye ülke parası karşısında devalüe edilmiş olmamalıdır. (bkz. Protocol On The Convergence Criteria Referred To in Article 109j of The Treaty Establishing The European Community http://eur-lex.europa.eu/en/treaties/dat/11992M/htm/11992M.html#0085000007, erişim tarihi 09.10.2012.)

[12] Avrupa'da ekonomik ve parasal entegrasyon ve OPA ile ilgili detaylı bilgi için bkz. EC, European **Economic And Monetary Integration And The Optimum Currency Area Theory**, Economic Papers 302, February 2008.

Optimal Para Alanı, herhangi bir bölgede oluşturulan parasal bir birliğin fayda ve maliyetlerini analiz eden bir yaklaşımdır. Alan ifadesi sadece coğrafi anlamda bir bölge anlamında değil, aynı zamanda homojen ürünlerin üretildiği, teknoloji ve bilginin aynı düzeyde olduğu bir birlikteliği ifade etmektedir. Temelde OPA teorisi, bir grup ülkenin ulusal para birimlerinin değerini belirlenen kurlar üzerinden birbirlerine sabitlemesi veya ortak para birimini kullanması, üye ülkelerin para birimlerinin ise birlik dışı ülkelerin para birimleri karşısında serbest dalgalanmaya bırakmasıdır.[13] Diğer bir tanımla, parasal birliğin olumlu etkilerinin, olumsuz etkilerinden farkını maksimize edecek saha optimum para alanıdır.[14]

OPA ile ilgili ilk çalışma, Nobel ekonomi ödülü sahibi R. Mundell tarafından yapılmıştır. Mundell, 1961 yılında yayınladığı "A Theory of Optimum Currency Areas" adlı eseri ile optimum para alanının teorik temellerini ortaya koymuş, daha sonra McKinnon (1963) ve Kennen (1969) teoriye katkı sağlayarak geleneksel OPA teorisinin temellerini oluşturmuşlardır. Daha sonraki yıllarda, geleneksel OPA teorisinde fayda ve maliyet analizleri ve optimallik koşullarına ilaveler yapılarak teori geliştirilmiştir. OPA teorisine göre, bir para alanının optimal olması için şu özellikleri taşıması gerekmektedir.

- Üretim faktörleri (özellikle işgücü) hareketli olmalı, OPA'ya dahi ülkeler arasında faktör hareketliliği serbest olmalı,
- Ekonomiler dışa açık olmalı, OPA'ya dahil ülkelerin birbiriyle olan ticaret hacmi büyük olmalı,
- Üretim ve ihracatta ürün çeşitliliği fazla olmalı,
- Fiyatlar ve ücretler esnek olmalı,
- Finansal piyasalar arasındaki bütünleşme derecesi yüksek olmalı,
- Ülkelerin enflasyon hızları düşük ve benzer olmalı,
- Ülkeler arasında ileri derecede bütünleşme (politik bütünleşme) sağlanmış olmalı, ekonomi politikaları arasında yüksek derecede koordinasyon olmalı,

[13] İbrahim ÖRNEK, "Avrupa Para Birliği Bir Optimal Para Alanı Mı?"**, Selçuk Üniversitesi, İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Cilt: 7, Sayı: 1, 2007, s. 155.

[14] Utku UTKULU, "Avrupa Parasal Birliği Gerçekten Bir Optimum Para Sahası Mıdır?", **Siyasa**, Yıl:1, Sayı:1, 2005, s. 110.

- Sık ve büyük ölçekli asimetrik makroekonomik şoklarla karşılaşılmamalı, karşılaşılan şoklara verilen politika tepkileri benzer olmalı,

EPB'nin yukarıda sayılan OPA kriterlerinin bir kısmını sağlamadığı görülmektedir. EPB'ye dahil ülkeler arasında ticaret hacmi yüksek olup, Euro'ya geçiş sonrasında enflasyon oranları düşük seviyelerde benzerlik göstermeye başlamıştır. EPB ürün çeşitliliği açısından değerlendirildiğinde; birlik genelinde ülkelerin, özellikle büyük ülkelerin, ihraç ettiği ürün gruplarının çeşitlenmiş olduğunu söylenebilir. Bu özellikler büyük ölçüde ülkeler birliğe dâhil olmadan önce de var olan özellikler olarak dikkat çekmektedir. Bunun yanında ülkeler ürün gruplarını çeşitlendirmiş olsalar dahi, özellikle bazı ülkelerin bazı ürün gruplarında % 40'lara varan paylara sahip olmaları, bu ürün grubuna yönelik bir talep daralması sonucu ülkeyi kötü etkileyeceğinden, kritere ters bir durum oluşturmaktadır.[15] Diğer taraftan, işgücü hareketliliği AB içerisinde yüksek değildir. EPB'de 2000'li yıllar sonrasında finansal piyasaların bütünleşmesi konusunda önemli adımlar atılmış olsa da, bu kriter açısından da eksiklik bulunmaktadır. Ayrıca, ülkelerin karşılaştıkları ekonomik şoklara verdikleri tepkiler arasında benzerlik olmadığı gibi, asimetrik şokların yaşanmadığı da iddia edilemez. Birliğe dahil olan ülkeler arasında, farklı birlik ülkelerinde ters yönlü etkiler yaratan belirli bir şok karşısında onlara destek olma ve yardım etme açısından asgari bir "dayanışma ruhu"nun bulunduğunu söylemek de zordur.[16]

EPB oluşturulurken bir optimum para alanı oluşturma amacıyla yola çıkılmamışsa da, EPB ile OPA kriterleri arasındaki bu farklılıklar bugün yaşanan krize zemin hazırlayan nedenler arasındadır.

1.b. EPB'nin Yapısından Kaynaklanan Diğer Nedenler

EPB'nin dört temel zayıf noktası bulunmaktaydı. İlk olarak, EPB'nin daha ilk başında üye ülke ekonomileri arasında büyük ayrışmalar bulunmaktaydı ve parasal birlik oluşturma adına bir yakınlaşma sağlanamamıştı. İlaveten, EPB'nin hayata geçtiği gün itibariyle, Avro bölgesine girecek bazı ülkeler yakınlaşma

[15] Hüseyin ÖZALP, **Avrupa Parasal Birliği'nin Optimal Para Alanı Teorisi Çerçevesinde Analizi**, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi,Adana, 2011, s.109.

[16] Aykut KİBRİTÇİOĞLU, "Avro Bölgesi Ülkelerindeki Güncel Borç Krizi", **İktisat ve Toplum Dergisi**, Sayı 10, Ağustos 2011, s. 35.

kriterlerinin (özellikle mali kriterlerin) uzağında olup, EPB'ye katılma şartlarını taşımamakta idi. EPB'ye sonradan katılan ülkeler için de bu kriterler katı bir şekilde uygulanmadığı gibi, bütçe kısıtlamasına ilişkin SGP kuralları başta Almanya ve Fransa olmak üzere birçok ülke tarafından ihlal edilmiştir.[17] 25 Kasım 2003'teki Avrupa Konseyi'nin aşırı açık prosedürünün Almanya ve Fransa için uygulanmaması yönündeki kararı ile SGP kuralları sulandırılmış ve Avro bölgesindeki mali disipline olan inanç azalmıştır.

İkinci olarak EPB, mali birlik (fiscal union) veya transfer birliği[18] (transfer union) olamadığı gibi siyasi bir birlik (political union) de olamamıştır. Delors Raporu, ekonomik bütünleşmeye ilişkin parasal birlik oluşturulmadan önce siyasi birlik oluşturulması yönündeki görüşü bir kenara bırakarak, *üye ülkelerin farklı yetkileri arasında etkili koordinasyon* sağlanması suretiyle parasal birliğin sağlanabileceği görüşünü benimsemiştir. Rapor özel olarak, "bütçe politikalarında kısıtlayıcı kuralları içeren makroekonomik politika kurallarına" vurgu yapmıştır.[19]

Maastricht Antlaşması, üye devletlerin para ve döviz kuru politikası dışında üye devletlerden AB kurumlarına ekonomi politikalarındaki yetkilerinin devredilmediği bir parasal birlik oluşturmuş, AMB'ye denk olacak siyasi bir yapı kurmamış, entegre edilmiş bir mali gözetim veya finansal krizlerle mücadele edecek bir mali mekanizma öngörmemiş, bütçe problemi yaşayan ülkelerin kurtarılmasını yasaklamıştır (no bail-out clause). Antlaşma, ekonomik koordinasyona ve mali kurallara yönelik sınırlı hükümler içermiş, mali kurallar daha sonra kabul edilen SGP ile güçlendirilmiştir.[20]

Siyasi veya mali bir birliğin olmaması, birlik düzeyinde belirlenen maliye ve sosyal politikaların olmaması ve üye ülkelerin bağımsız politikalar izlemesi anlamına gelmektedir. Mali veya siyasi birliğe gitmeden parasal birliğin başarılı olması iki şarta bağlıdır. İlki, üye ülkelerde bazı şartlara ve ekonomik şoklara tepki

---

[17] Andras INOTAI, "The Management Of The Costs Of Crisis Management Eurozone, EU 2020 And The Future Of European Integration", **Economic Studies Journal,** 2011, Sayı 2, s. 4.

[18] Transfer birliği (transfer union), birliği oluşturan bir grup ülke arasında ihtiyaç halinde düzenli olarak transfer ödemeleri (bir ticaret karşılığında olmayacak şekilde hibe, yardım gibi) yapılabilen birliktir. (bkz. Deardorffs' Glossary of International Economics, http://www-personal.umich.edu/~alandear/glossary/t.html, erişim tarihi 01.02.2013.

[19] André SAPIR, (b), "European Integration At The Crossroads: A Review Essay On The 50th Anniversary Of Bela Balassa's Theory Of Economic Integration", **Journal of Economic Literature**, Vol. 49 No. 4, 2011, s. 1220.

[20] SAPIR (b), 2011., s. 1220.

verme yeteneklerini artıracak esnek piyasaların olması, diğeri de mali disiplinin sağlanması için SGP kurallarının katı bir şekilde uygulanmasıdır.[21]

EPB'ye getirilen üçüncü eleştiri Maastricht yakınlaşma kriterlerine yöneliktir. Söz konusu kriterler, yapısal reformlar, cari denge, ekonomi ve toplumun esnekliği, ekonomik yüklerin birliğe dahil ülkeler arasında paylaşılması gibi reel yakınlaşma kriterlerinden ziyade, nominal kriterler olup, bu kriterlere uyulması reel olarak yakınlaşmanın durumu, hızı ve niteliği hakkında çok fazla bilgi vermemektedir.[22] Maastricht kriterlerinin reel yakınlaşmadan ziyade nominal yakınlaşmaya önem vermesinin nedeni, EPB'nin tek bir para birimi oluşturmaktan ziyade Alman Markı gibi istikrarlı bir ortak para oluşturmak istemesidir. Bu nedenle, Maastricht yakınlaşma kriterleri Avro bölgesine katılacak ülkelerin, EPB öncesinde Almanya ve Alman Markının etkisindeki ülkelerin yaptığı gibi, düşük enflasyon ortamında yaşamalarını sağlayacak şekilde tasarlanmıştır.[23]

Son olarak, AB'nin yasal çatısı da krizin çözümü konusunda karmaşık bir durum ortaya çıkarmıştır. Nitekim Avrupa Birliği'nin İşleyişi Hakkında Antlaşma (ABİHA)'nın 125. maddesindeki[24] kurtarma yapmama ilkesi (no bail-out clause) birlik üyesi bir ülkenin diğer üye ülkenin borcunu üstlenmesini yasaklamıştır. Burada amaç, finansal piyasalar için oyunun kurallarını belirleyerek piyasanın ülke risklerini dikkate almasını sağlamak ve üye ülkelerin mali disipline uymalarını teşvik ederek ahlaki tehlikenin (moral hazard) önüne geçmekti. Fakat antlaşmada üye ülkelerin piyasalardan borçlanamadıkları zaman ne olacağı konusunda bir hükme yer verilmemiştir. Antlaşmanın muhtemel yorumlarından birisi ülkenin borçlarını yapılandırma yoluna gitmesi; ikinci bir yorum ülkenin IMF'ye başvurarak standart prosedürler altında destek talep etmesi, üçüncü yorum ise antlaşmada bu konuda bir araç belirtilmemiş olsa da üye ülkelerin bir araya gelerek şarta bağlı geçici yardım

[21] Otmar ISSING, "The Euro-A Currency Without a State", **BIS Review,** Sayı:23/2006, s. 3.
[22] INOTAI, 2011, s. 4.
[23] SAPIR, 2011, s. 1221.
[24] **ABİHA md. 125/1:** Birlik, belirli bir projenin ortaklaşa yürütülmesine yönelik karşılıklı mali garantilere halel gelmeksizin, üye devletlerin merkezi yönetimlerinin, bölgesel, yerel veya diğer kamu makamlarının, kamu hukukuna tabi diğer organlarının veya kamu teşebbüslerinin taahhütlerinden sorumlu olmaz ve bunları üstlenmez. Bir üye devlet, belirli bir projenin ortaklaşa yürütülmesine yönelik karşılıklı mali garantilere halel gelmeksizin, bir diğer üye devletin merkezi yönetimlerinin, bölgesel, yerel veya diğer kamu makamlarının, kamu hukukuna tabi diğer organlarının veya kamu teşebbüslerinin taahhütlerinden sorumlu olmaz ve bunları üstlenmez.

mekanizmaları geliştirmeleridir.[25] Dolayısıyla, antlaşmada kurtarma yapılmaması prensibinin benimsenmesine rağmen piyasa şartlarının üye ülkeleri zorlaması durumunda nasıl bir yol izleneceğinin açıkça belirtilmemiş olması krize karşı hızlı reaksiyon gösterilmemesine ve krizin derinleşmesine yol açmıştır.

Parasal birliğe dâhil olmayan bir ülkenin merkez bankası o ülkenin tahvillerini satın alarak veya para basarak son kredi merci (lender of last resort) fonksiyonu üstlenebilir. Ancak, EPB'de böyle bir durum söz konusu değildir. ABİHA'nın 123. maddesi[26] Avrupa Merkez Bankası'nın mali açıkların finansmanı için kamu kurumlarına doğrudan kredi vermesini yasaklamaktadır. Dolayısıyla, AMB Avro bölgesi ülkeleri için son kredi merci değildir. Bu prensibin arkasında AMB'nin bağımsızlığını korumak ve ahlaki tehlikeyi en aza indirmek yatmaktadır. Diğer taraftan, AMB ikincil piyasadan devlet tahvillerini satın alma imkânına sahiptir ve Mayıs 2010'da yürürlüğe giren Tahvil Piyasaları Programı (Securities Markets Program) ile bu imkânı kullanarak Yunanistan ve Portekiz devlet tahvillerini, daha sonra da 2011 yılı içinde İspanya ve İtalya tahvillerini satın almıştır. Fakat antlaşma hükmünün felsefesi parasal ve mali politikalar arasında katı bir ayırım yapmaktadır ve AMB'nin tahvil alımları bu açıdan AMB'yi sıkıntıya sokmaktadır. Diğer taraftan, AMB'nin tahvil piyasalarını yatıştırmak için yapacağı müdahaleleri haklı çıkaracak bir yetkisi de yoktur. Nitekim Tahvil Piyasaları Programı'nın başlatılmasının nedeni olarak finansal piyasaların istikrarının sağlanması değil, para politikası kararlarının uygun aktarımının bozulmasının önlenmesi gösterilmiştir.[27] Dolayısıyla, AMB'nin sıkı para politikası, sorunlu ülkelere yönelik spekülasyonların artmasında ve krizin yayılmasında etkili olmuştur.

Yukarıda açıklanan nedenlerden dolayı, EPB'ye dâhil üye ülkelerde ekonomi politikalarının koordinasyonu tam olarak sağlanamamış, ülkelerin kamu borçlarının düzeyinde ve bütçe dengelerinde ciddi bozulmalar yaşanmış ve EPB'nin bu çarpık yapısı rekabet gücü anlamında da üye ülkeler arasında dengesizliklere yol açmıştır. Bu nedenle, çevre ülkelerde cari dengeler bozulmuş, oluşan cari açıklar

[25] Jean PISANI-FERRY, **The Euro Crisis And The New Impossible Trinity**, Bruegel Policy Contribution, Sayı 2012/01, January 2012, s. 5.

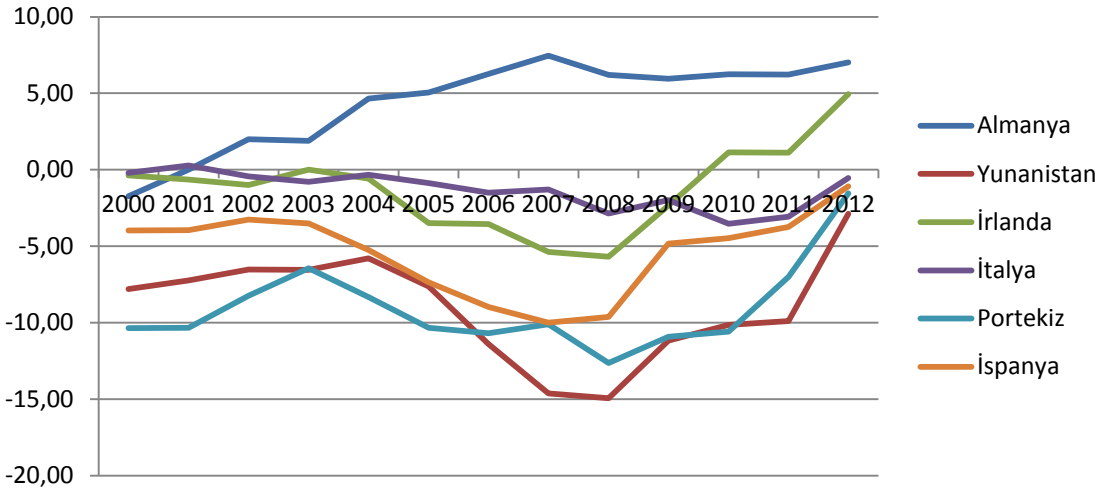
[26] **ABİHA md. 123/1:** Avrupa Merkez Bankası'nın ve üye devletlerin merkez bankalarının Birlik kurum, organ, ofis veya ajanslarına, üye devletlerin merkezi yönetimlerine, bölgesel, yerel veya diğer kamu makamlarına, kamu hukukuna tabi diğer organlarına veya kamu teşebbüslerine, açık kredi kullanma imkanı veya diğer her türlü kredi kolaylığı sağlamaları ve bunların borçlanma araçlarının Avrupa Merkez Bankası ya da ulusal merkez bankaları tarafından doğrudan alınması yasaktır.

[27] PISANI-FERRY, 2012, s. 6.

sürekli olarak Almanya ve diğer merkez ülkeleri tarafından finanse edilmeye başlanmıştır. Diğer bir ifadeyle, EPB'nin baştaki eksik tasarımı bölge içinde kronik ve yapısal dengesizliklere neden olmuş, bu dengesizlikler de aynı zamanda krizi derinleştiren nedenlerden birisi olmuştur.

Avro bölgesindeki çevre ülkelerde görülen cari açık problemi EPB'den de kaynaklanan iki temel nedene dayanmaktadır. İlki bu ülkelerin rekabet gücündeki aşınma, ikincisi de yurt içi talep artışında ülkeler arası farklılaşmadır. Bu iki faktör EPB işleyişinde birbirini besleyerek çevre ülkelerde yapısal cari açıklara neden olurken, başta Almanya olmak üzere merkezi ülkelerde ise cari fazlaya yol açmıştır.

Grafik-5: Seçilmiş Ülkelere İtibariyle Cari Denge (%GSYİH)



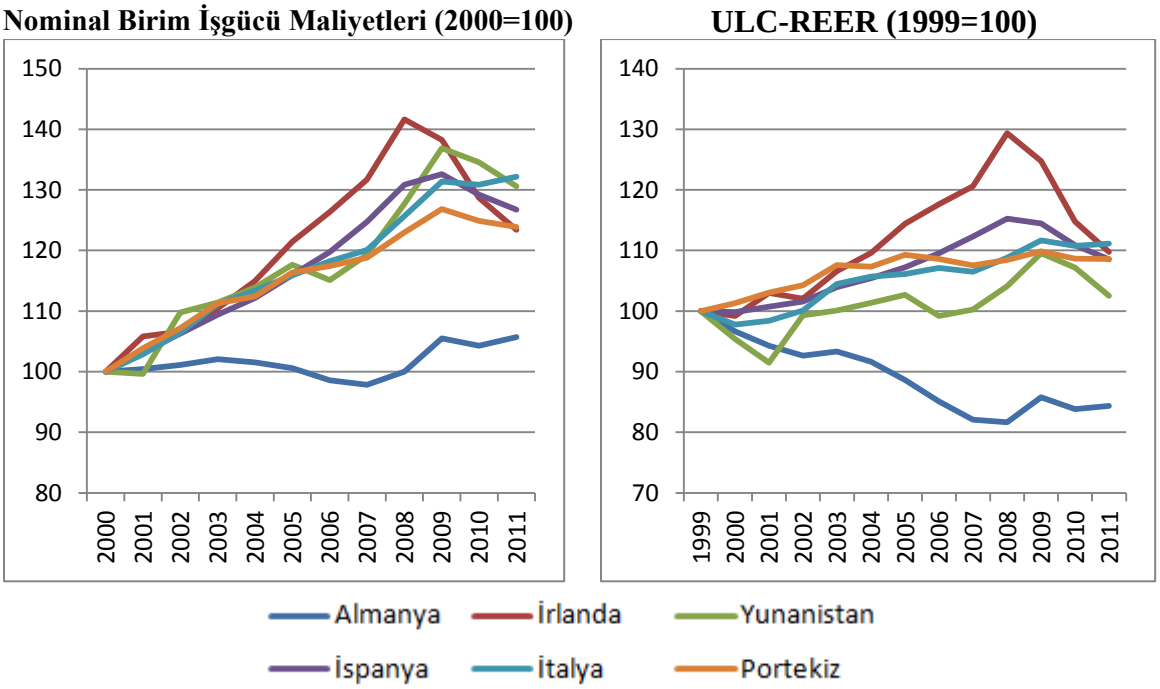
Kaynak: IMF World Economic Outlook Database, Nisan 2013'deki veriler kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.
(http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/weorept.aspx, erişim tarihi 14.07.2003)

Genel olarak ülkelerin rekabet gücü, başta ücretler olmak üzere, maliyetlerdeki artış ve döviz kuruna bağlıdır. Avro ile birlikte tek bir para birimine geçildiğinden, Avro bölgesine dahil ülkelerin döviz kurunda devalüasyon yaparak rekabet gücünü artırma imkanları kalmamıştır. Dolayısıyla, Avro bölgesi ülkelerinin rekabet güçlerini artırmaları ücretleri baskı altında tutmalarına (verimlilik artışı kadar veya daha az ücret artışı yapılması) bağlıdır.

Ayrıca, kriz öncesi dönemde Avro'ya geçmenin yarattığı likidite genişlemesi, ücret ve fiyatlar seviyesinin Avro bölgesi ortalamasına yakınsaması gibi nedenlerin etkisiyle nominal ücretler verimlilik artışından daha yüksek düzeyde artmıştır (Grafik-6). Diğer taraftan, başta Almanya olmak üzere bazı merkezi ülkeler

ücretleri baskı altında tutmayı başararak rekabet güçlerini artırmış ve yapısal cari fazla vermeye başlamışlardır. Üretim, verimlilik, yatırım, tüketim açısından çok parlak bir karneye sahip olmayan Almanya'da bu cari fazla ekonomik dinamizmin kaynağı olmuştur. Almanya'da ihracatın GSYİH içindeki payı 1999'da % 29,1 iken bu oran 2007'de % 47,5'e çıkmıştır. Almanya'nın ihracatındaki bu artış sadece Avro bölgesinde değil, aynı zamanda Çin, Hindistan ve Doğu Avrupa'da da pazar payını artırması ile ilgilidir.[28] Dolayısıyla, Avro sistemi merkezde cari fazla veren ve verdiği fazla ile cari açık veren ülkeleri banka kredileri ve doğrudan yatırımlar aracılığıyla finanse eden bir bölge yaratmıştır.

Grafik-6: Seçilmiş Ülkeler İçin Nominal Birim İşgücü Maliyetleri ve Reel Efektif Döviz Kuru



Kaynak: Eurostat ve Ameco veritabanı kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Almanya'nın (bu arada Çin, Hindistan ve Doğu Avrupa ülkelerinin) rekabetçi ekonomisiyle karşı karşıya kalan çevre ülkeler kendi tarihi, siyasi ve sosyal yapılarına uygun büyüme stratejileri benimsemişlerdir. Yunanistan ve Portekiz'de tüketim, İrlanda ve İspanya'da gayrimenkul sektöründen kaynaklı yatırımlar patlamıştır. Dolayısıyla Almanya ihracata dayalı olarak büyürken, çevre ülkelerde

[28] Edgardo FAVORRO, et al, "Europe's Crisis: Origins and Policy Challenges", **Sovereign Debt and the Financial Crisis, Will This Time Be Different?**, Worldbank, 2011, Washington D.C., s. 226.

büyüme yurt içi talebe bağımlı olmuştur. Çevre ülkelerdeki yapısal hale gelen cari açık ise ağırlıklı olarak yurt dışından (başta AB'deki merkez ülkeler olmak üzere) yapılan borçlanmalarla finanse edilmiştir. Bu durum ise, çevre ülkelerin net uluslararası yatırım pozisyonlarının bozulmasına (net yabancı varlıklarının azalmasına) ve yabancılara yapılan net faktör gelir ödemelerinin artmasına yol açmış; diğer bir ifade ile ülkede yapılan üretimin daha büyük bir kısmı yabancılara ödenmeye başlanmıştır.

2. Finansal Sistemin Yapısı ile Bankacılık ve Kamu Borç Krizinin Birbirini Tetiklemesi

EPB'nin kurumsal tasarımında Avro bölgesinde para politikasının koordinasyonu AMB'ye bırakılmışken, üye ülke bankacılık sistemlerinin düzenlenmesi ve gözetimi üye ülkelerin yetkilerinde kalmıştır. Bu durum, bölge içinde hem parçalı bir yapı oluşturmuş, hem de bankacılık sektöründe koordinasyon zafiyetine neden olmuştur.

AB üyesi ülkelerde finansal sisteme bankacılık sektörü hakimdir. ABD'de ise sermaye piyasaları çok geliştiğinden finansal aracılık piyasaya dayalı olarak yapılmaktadır. 2011 yılında Avro bölgesi finansal kurumlarının ortalama brüt borcu, ait oldukları ülke GSYİH'nın % 143'üne ulaşmış olup (ABD'de bu oran % 94'tür.) finansal kaldıraç oranları da oldukça yüksektir. Öyle ki, bilançodaki duran varlıkların özsermayeye oranı 26'ya ulaşmıştır (aynı oran ABD'de 12'dir). Ayrıca, Avro bölgesi bankalarının bilançolarında yüklü tutarda (başta kendi ülkelerine ait tahviller olmak üzere) devlet tahvili bulunmaktadır[29] (Tablo-1).

[29] Jacob Funk KIRKEGAARD, **The Euro Area Crisis: Origin, Current Status, and European and US Responses**, Congressional Testimony before the US House Committee on Foreign Affairs Subcommittee on Europe and Eurasia, 27 Ekim 2011, s. 8.

Tablo-1: Avro Bölgesi Bankacılık Sistemi, 2011

	Bankaların Brüt Borçları (% GSYİH)	Bankaların Finansal Kaldıraç Durumu (Duran Varlıklar/Özkaynak)	Bankacılık Sektörünün Kamudan Alacakları (% GSYİH)
Avro Bölgesi	143	26	-
Belçika	112	30	23
Fransa	151	26	17
Almanya	98	32	23
Yunanistan	22	17	28
İrlanda	689	18	25
İtalya	96	20	32
Portekiz	61	17	24
İspanya	111	19	24
ABD	94	12	8

Kaynak: IMF (i), 2011, s. 5, Tablo-1.1'den yararlanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Banka bilançolarında yüksek tutarda devlet tahvili olması (özellikle finansal kriz sonrasında) önemli endişelere neden olmuştur. Çünkü Basel-I ve Basel-II Uzlaşılarına göre devlet tahvilleri risksiz sayıldığından bu tahvillere ilişkin olarak bankaların herhangi bir risk karşılığı ayırmaları gerekmemekteydi. Bunun sonucunda, Yunanistan örneğinde olduğu gibi, devlet borçlarının yeniden yapılandırılması, bu borçları bilançosunda bulunduran bankaların alacaklarının tamamının veya bir kısmının karşılıksız kalması ve yükümlülüklerini yerine getirmek için sermayelerini yeniden yapılandırmaları anlamına gelmekteydi.[30]

Avro bölgesi bankacılık sisteminin büyüklüğü, zaten yüksek düzeyde borca sahip olan devletlerin kendi bankalarına verdikleri destek ve garantilerin kredibilitesini de etkilemiştir. Avro bölgesi bankalarının düşük özsermaye oranları bu durumu perçinleştirmiştir. Dolayısıyla, bankacılık sektörünün büyüklüğü ve sermaye yetersizliği bankaların borçlarını ödeyemez duruma gelmeleri halinde bu bankaların kurtarılması için devlet tarafından enjekte edilecek sermayenin, dolayısıyla vergi mükelleflerine kesilecek faturanın kabarmasına neden olmuştur.[31]

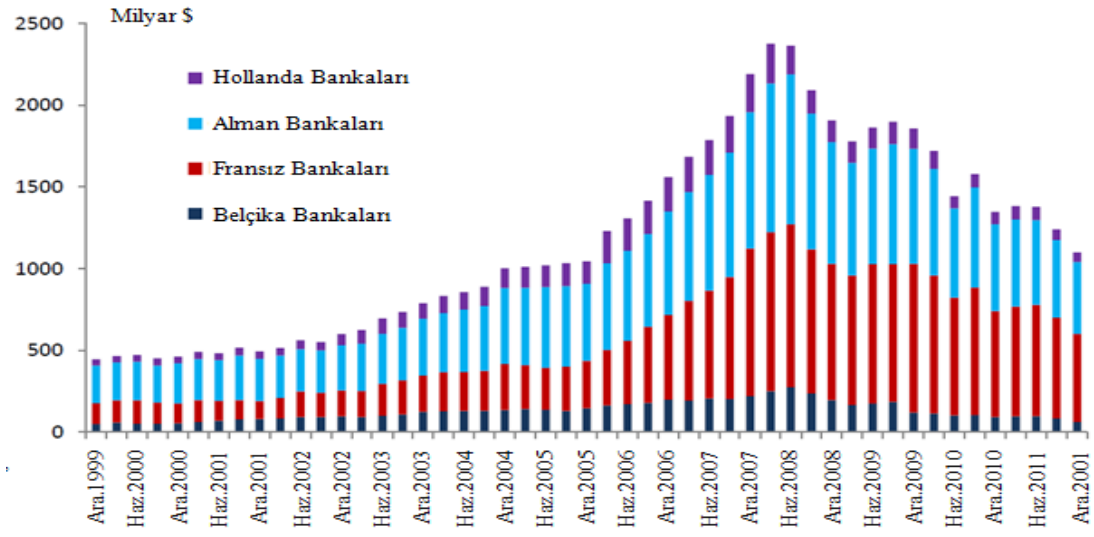
Bankacılık sisteminin sermayesini yeniden yapılandıran veya bankalara ciddi garantiler veren ülkelerde, devlet tarafından kontrol edilen bankaların finansman ihtiyaçları veya özel bankaların devlet tarafından kurtarılmaları kamu

[30] KIRKEGAARD, 2011, s. 8.
[31] KIRKEGAARD, 2011, s. 8.

borcunun artmasına neden olmuştur. İrlanda, İngiltere, İspanya ve Yunanistan'da yaşanan durum budur. Kamu borcunun artması ise bu borcun sürdürülebilirliği noktasındaki riski artırmaktadır. Devlet tahvillerinin risk primlerinin artması o ülkedeki bankaların ve o ülke tahvillerini yoğun olarak elinde bulunduran bankaların da kredi notunu, dolayısıyla da risk primlerini olumsuz etkileyip bu bankaların finansman maliyetlerini artırmakta, dolayısıyla bu bankalara garanti veren ülkeleri tekrar olumsuz etkileyen bir duruma neden olmaktadır. Sonuç olarak, "banka borcu-kamu borcu spirali" oluşmaktadır.

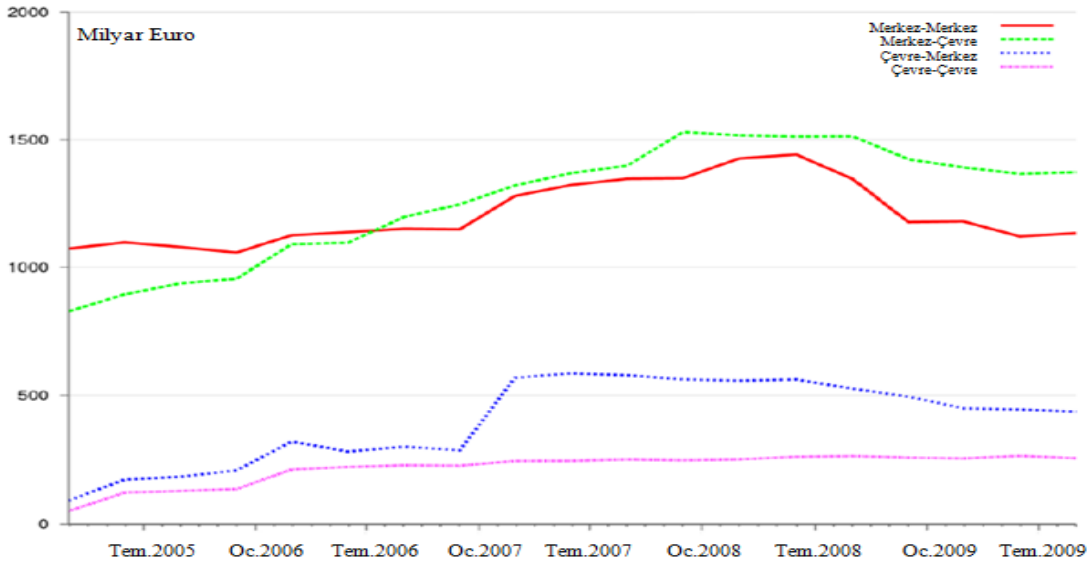
Banka borçları ile kamu borçları arasındaki bu ilişkiyi Avro bölgesi için daha da riskli yapan unsur ise bölgedeki merkez ülke bankalarının çevre ülkelerden (GIIPS) olan alacakları dolayısıyla bir ülkedeki kamu borcu veya bankacılık krizinin diğer ülkelere yayılma (spill-over) riskidir. Kamu borcunun yabancılar tarafından finanse edildiği çevre ülkelerde, devlet borç senetleri büyük oranda diğer Avro bölgesi ülkeleri tarafından tutulmaktadır. Özel kesimin borcunun yüksek olduğu çevre ülkelerde ise bu borcun büyük bir kısmı yine başta Avro bölgesi olmak üzere AB ülkelerindeki finansal kuruluşlar tarafından finanse edilmiştir. Yani, Avro bölgesi bankalarının çevre ülkelerdeki (özel sektör veya kamudan olan) alacakları ve karşılıklı bağımlılık zamanla artmıştır (Grafik-7 ve Grafik-8). Dolayısıyla, çevre ülkelerin borçlarını ödeyememesi veya borçlarını yapılandırmaları, bu borçları elinde bulunduran bankaları ve bu bankaların bulunduğu ülkelerdeki finansal sistemin istikrarını da yakından etkilemiştir.

Grafik-7: Avro Bölgesi Merkez Ülke Bankalarının Çevre Ülkelerden Alacakları



Kaynak: LIN, TREICHEL, 2012, s, 5. Grafik-2.

Grafik-8: Kriz Öncesinde Avro Bölgesi Sınır Ötesi Banka Alacaklarının Seyri

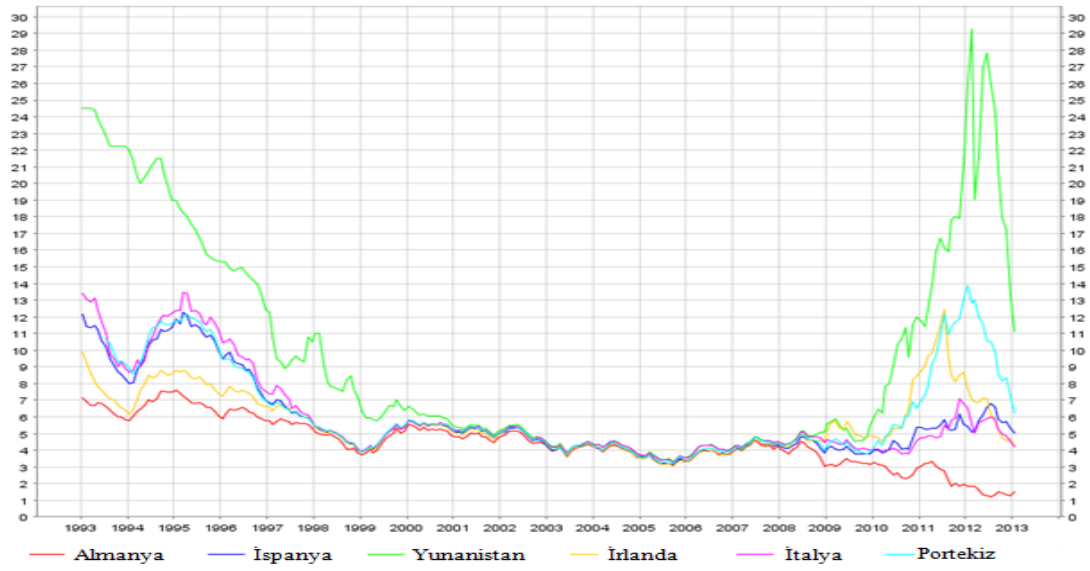


Kaynak: LAPAVITSAS et al, 2010, s. 40, Grafik-24.

3. Riskin Yanlış Ölçülmesi ve Sermayenin Yanlış Yere Yatırılması

Krize katkı sağlayan diğer bir faktör de sermaye piyasalarının riski yanlış ölçüp fiyatlandırması ve devamında kriz ortaya çıkmadan önce sermayenin yanlış yerlere tahsis edilmesidir. Ekonomik ve Parasal Birlik, Avro alanına dahil ülkelerdeki faiz oranlarının birbirine yakınsamasına neden olmuştur. GIIPS ülkeleri ile Almanya devlet tahvil faizleri arasındaki fark EPB'ye geçilmesiyle azalmış, bu ülkelerin Avro alanına dâhil olmalarıyla da kaybolmuştur (Grafik-9).

Grafik-9: Seçilmiş Ülkeler İçin10 Yıl Vadeli Devlet Tahvili Faizi Oranı (%)



Kaynak: Avrupa Merkez Bankası, http://sdw.ecb.europa.eu, erişim tarihi 07.03.2013.

Yunanistan'ın Avro alanına dâhil olduğu 2001 yılına kadar 10 yıl vadeli Yunan devlet tahvili getirisi 1992'deki % 25 seviyesinden % 5'e düşmüştür. GIIPS ülkeleri de dâhil olmak üzere, Avro alanındaki bütün ülkelerin riskleri Almanya'nın riskiyle aşağı yukarı aynı düzeyde fiyatlandırılmıştır. EPB'ye dahil ülkelerin risk fiyatlandırmasındaki bu durum ve aynı döneme denk gelen uluslararası piyasalardaki fon arzındaki artış faizlerin düşmesine ve kredi maliyetlerinin azalmasına yol açmıştır. Ucuz kredilerin varlığı kriz ülkelerinde, İrlanda, Portekiz ve İspanya örneğinde özel sektör, Yunanistan ve Portekiz örneğinde kamu borcunun artmasına neden olmuştur. Avro alanına girdikten sonra, bu ülkelerdeki reel faiz oranlarındaki düşüş ve sermaye girişi; sürdürülemez ekonomik büyümelere, İspanya'da olduğu gibi kredi genişlemesine ve gayrimenkul fiyatlarının şişmesine, Yunanistan'da olduğu gibi aşırı kamu harcamalarına ve kredi hacminin artmasına yol açmıştır. Ayrıca, yoğun sermaye girişi nedeniyle parasal birliğe dâhil ülkeler cari açıklarını kolayca finanse ettikleri için, üye ülkeler üzerindeki rekabet gücünü artırmaya yönelik ekonomik reform yapma baskıları da azalmıştır.[32]

4. Küresel Finansal Krizin Etkileri

2008'de yaşanan küresel finansal krizin temelinde ABD'deki konut (mortgage) balonun patlaması ve krizin türev finansal araçlar ve varlığa dayalı menkul kıymetler (özellikle ipoteğe konu olan varlıklar) aracılığıyla yayılması bulunmaktadır. Avrupa bankaları Ağustos 2007 sonrasında likidite sıkıntısıyla karşı karşıya kaldılar. Özellikle Alman bankaları yüksek tutarda ipoteğe dayalı türev finansal araçlara maruz kalmışlardı. Finansal krizin ilk aşamasında, merkezi ülkelerdeki bankalar çevre ülkelerin güvenli çıkış oldukları düşüncesiyle, bu ülkelerde kamu ve özel sektöre kredi vermeye devam ettiler. Ancak, 2008 yılında, ABD'de Bear Sterns'in kurtarılması ve Lehman Brothers'ın iflası sonrasında Avrupa bankaları için hava değişmeye ve likidite kaynakları kurumaya başladı. Bankaları kurtarmak için AMB piyasaya geniş likidite sundu ve teminat olarak kabul ettiği varlıkların listesini genişletti. 2008 sonlarına doğru bankalar, çevre ülkelere olanlar da dâhil, kredilerini azaltmaya başladılar ve uzun dönemli tahvilleri satın almayı bırakarak likiditelerini artırmak için AMB tarafından desteklenen kısa vadeli finansal

[32] VOLZ, 2012, s. 9.

araçları satın almaya başladılar. Sonuçta kredi daralması ve Avro bölgesinde ekonomik durgunluk görülmeye başlandı.[33]

Ekonomik durgunluk nedeniyle vergi gelirlerinin azalması, resesyona karşı kamu harcamalarının artması ve 2007 sonrasında bazı bankaların devlet tarafından kurtarılması gibi nedenlerle ülkelerin borçlanma gereksinimleri arttı ve Avrupa ülkeleri ilave fon bulmak için finansal piyasalara yöneldiler. 2009 sonrasında finansal piyasalardan fon bulmakta zorlanan ülkelerin tahvil faizleri artmaya başladı ve bu durum spekülasyona neden olarak bu ülkelerin devlet tahvillerinin fiyatlarında ciddi düşüşler yaşanmasına yol açtı. Spekülatörler özellikle, sürekli yüksek tutarda cari açık veren ve küçük bir devlet tahvil piyasasına sahip olan Yunanistan üzerinde yoğunlaştılar. Ulusal hesaplarda usulsüzlük yapıldığının anlaşılması da Yunan hükümetine olan güvenilirliği azalttı. Yunanistan krizi, bu ülkenin kendine özgü öneminden ziyade, yüksek kamu borç oranlarına sahip diğer çevre ülkelere hatta İngiltere'ye olan spekülatif atakları başlatması açısından önemlidir.

5. Krizin Yönetiminde AB Ülkeleri Arasındaki Ayrışma ve Alınan Önlemlere Olan Güvensizlik

Avrupa'da yaşanan kriz sadece ekonomik bir kriz olmayıp üye ülke hükümetleri arasında krizin teşhis ve tedavisine yönelik önlemler konusunda tartışmalara ve istikrarsız tepkilere neden olan siyasi bir krizi de doğurmuştur. Avrupa liderleri parasal birlikte bir ödemeler dengesi krizi olmayacağını düşündüklerinden krize hazırlıksız yakalanmışlardır. Böyle bir kriz beklenmediğinden krize karşı mücadele mekanizmaları da geliştirilmemişti. Bu nedenle de liderler krizin ortasında bir çözüm arayışına girmişler ve Yunanistan için kurtarma paketleri, Avrupa Finansal İstikrar Kolaylığı ve Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması'nı oluşturmuşlardır. Fakat bu süreç, hem sürece katılan tarafların çokluğu (AB üyesi ülkeler, Avrupa Komisyonu, Avrupa Merkez Bankası, IMF) hem de süreç devam ederken bu önlemler henüz kurumsal yapıya kavuşmadan çeşitli düzeltmeler yapılması sonucunda karmaşık bir hal almıştır. Ayrıca oluşturulan mekanizmaların yeterince büyük olmadığı, krizin İtalya ve İspanya gibi büyük

[33] Costas LAPAVITSAS, et al, **Eurozone Crisis: Beggar Thyself And Thy Neighbour**, RMF Occasional Report, March 2010, s. 7.

ekonomilere yayılması durumunda yeterli olmayacağı noktasında eleştiriler artmış ve piyasaların tansiyonu düşmemiştir.[34]

Almanya gibi fazla veren ülkelerin, Yunanistan'ı kurtarma planının benzer durumda olan ve kurtarılamayacak kadar büyük olan (too big to save) İtalya ve İspanya gibi ülkelere kötü emsal teşkil edeceği ve ahlaki tehlike (moral hazard) oluşturacağına dair endişesi, Yunanistan krizine süratli bir tepki verilerek krizin daha basit önlemlerle sonlandırılmasının ve diğer ülkelere yayılmasının önlenmesinin önüne geçmiştir. Bu ahlaki tehlike ve fazla veren ülkelerin açık veren ülkeleri sürekli finanse edeceği korkusu; fazla veren ülkelerin (özellikle Almanya) Eurobond ihracı, Avrupa Merkez Bankasının Avro bölgesi devlet tahvillerine garantör olması gibi tekliflere sıcak bakmamasına neden olmuştur.[35] Almanya bir yandan, kurtarma paketlerinin en büyük finansörü olarak, bu paketlerin genişlemesine karşı çıkarken diğer yandan çevre ülkelerde katı kemer sıkma politikalarının uygulanmasını ve yapısal reformlar yapılmasını savunmuştur. İspanya, İtalya ve Yunanistan gibi ülkeler ise katı kemer sıkma politikalarının ekonomik büyümeyi ve istihdamı olumsuz etkilediğini ve krizi daha da derinleştirdiğini söyleyerek kemer sıkma politikalarının gevşetilmesi gerektiğini savunmuştur. Hollande'ın başkan seçilmesi sonrası Fransa da bu bloğa katılmıştır.[36]

Avro bölgesinin motor ülkeleri olan Almanya ve Fransa arasında tarihsel olarak devletin piyasaya müdahalesi, yönetim stilleri ve politikacılar ile siyasetin ekonomideki rolü konusunda ciddi görüş ayrılıkları olmuştur. Bu iki ülke arasındaki tarihi farklılıklar, EPB'nin ilk gününden beri kendini hissettirdiği gibi Yunanistan krizinin yönetilmesine ilişkin süreçte de etkili olmuştur. Almanya ve Fransa'nın krizin çözümünün piyasa güçlerine bırakılması veya Anglo-Sakson çözümler bulunması konusundaki çekişmesi krize karşı çabuk karar alınmasına engel olmuştur. Bu kararsızlık, Almanya tarafında tek bir kişinin öne çıkıp sözcülük yapmaması ile daha da artmıştır. Alman hükümeti içinden farklı bakanların sunulan önerilere farklı

[34] VOLZ, 2012, s. 13.
[35] VOLZ, 2012, s. 14.
[36] Rebecca M. NELSON, Paul BELKIN, Derek E. MIX ve Martin A. WEISS, **The Eurozone Crisis: Overview and Issues for Congress**, Congressional Research Report for Congress, 26 September 2012, s. 9.

görüşler beyan etmesi Alman şansölyesi Merkel'in liderliğine yoğun eleştirilerin yönelmesine yol açmıştır.[37]

Avrupa ülkeleri arasındaki bu farklılıklar, Avro bölgesinin ve AB'nin Yunanistan krizine yönelik tavrı konusunda belirsizlikler olmasına, finansal piyasaların Yunanistan konusundaki endişelerinin artmasına ve Yunan tahvillerinden daha yüksek faiz talep edilmesine neden olmuştur. Sonuç olarak, Avrupa ülkeleri arasındaki liderlik tarzı, siyasi kültür farklılıkları ve krize karşı uygulanacak reçetenin içeriği konusundaki ayrışmalar, Avro bölgesi GSYİH'nın çok küçük bir kısmını temsil eden bir ülkenin kredibilitesine ilişkin endişelerin artmasıyla başlayan krizin bütün bölgeye yayılmasına neden olmuştur.

6. Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Krizin Derinleşmesi ve Yayılmasındaki Etkisi

Kredi derecelendirme kuruluşlarının ekonomik ve finansal krizlerin yayılmasındaki rolüne ilişkin tartışmalar yeni olmayıp, 1994-95 Meksika krizi, 1990'lardaki Asya krizi ve en son olarak 2008 ABD'de başlayan küresel finansal krizde bu kuruluşların krizlerdeki rolü çeşitli tartışmalara neden olmuştur. Eleştiriler, bu kuruluşların kullandıkları model ve metotlar, krizleri öngörememeleri, değerlendirmelerini yaptıkları kurum veya devletler tarafından ücretlerinin ödenmesi nedeniyle çıkar çatışması olduğu ve piyasanın ABD menşeli üç büyük kurumun (Fitch, Moody's ve Standart and Poor's - S&P) tekelinde olduğu noktasında yoğunlaşmıştır.

Teoride kredi derecelendirme kuruluşlarının piyasalarda üç temel fonksiyonu yerine getirdikleri ileri sürülmektedir. İlk olarak, bu kuruluşlar sabit getirili borçlanma senetleri hakkında yatırımcılara bilgi sağlayarak piyasada asimetrik bilgiyi azaltırlar ve bu sayede fon arayan kurum havuzunun ve likit bir piyasanın oluşumunu teşvik ederler. İkinci olarak, kredi derecelendirme kuruluşları bir çeşit lisanslama hizmeti sunarlar. Kredi notları borç senetlerinin yatırım yapılabilirlik derecelerine (ratinglerine) göre sınıflandırılmalarında kullanılır ve bu sınıflandırma yatırım kararlarında ve yasal denetimlerde dikkate alınır. Örneğin, Basel-II Uzlaşısına göre risk tabanlı sermaye yeterliliğinin hesaplanmasında kredi dereceleri baz alınmaktadır. Ayrıca, merkez bankalarının kabul ettikleri teminat ve

[37] Frank BOHN ve Eelke DE JONG, "The 2010 Euro Crisis Stand-Off Between France And Germany: Leadership Styles And Political Culture", **Int Econ Econ Policy**, 2011/8, s. 13, 14.

marj gerekliliklerinde ve rezervlerinin yönetilmesinde yatırım araçlarının ratingleri dikkate alındığı gibi; emeklilik fonları, sigorta şirketleri gibi bazı kurumsal yatırımcılar yasalar veya statüleri gereği asgari belli derecedeki yatırım araçlarını portföylerinde tutmak zorundadırlar. Dolaysıyla, yatırım araçlarının derecelendirilmesi yatırım kararlarında önemli bir yere sahiptir. Üçüncü olarak, kredi derecelendirme kuruluşları çoklu dengenin olduğu bir piyasada yatırım araçlarının ve bu araçları ihraç edenlerin gözetimini ve piyasadaki beklentilerin koordinasyonunu sağlar.[38]

Kredi derecelendirme kuruluşları rating değişiklikleri ve kredi uyarıları şeklindeki açıklamalarıyla piyasalara yön vermektedir. Rating değişiklikleri, derece artırımı (upgrade) ve derece azaltması (downgrade) şeklinde; kredi uyarıları ise gözden geçirme (review), izlemeye alma (watch) ve görünüm revizyonu (revision of outlook) şeklinde olmaktadır.

Ülkelerin kredi notlarına ilişkin haberlerin diğer ülkelere ve finansal piyasalara yayılmasının çeşitli kanalları bulunmaktadır. Bu kanallardan birisi, devlet tahvillerinin bankaların elinde olmasıdır. Ülkenin kredi notunun düşürülmesi, bu ülkenin tahvillerini elinde bulunduran yerli ve yabancı (diğer ülke menşeli) bankaların kârlılıklarını ve finansman maliyetlerini etkiler. Diğer bir kanal ise, bankaların diğer ülke bankalarının borç senetlerini elinde tutmaları nedeniyle birbirlerinin risklerine maruz kalmalarıdır. Diğer kanallara örnek olarak, bankacılık düzenlemeleri, merkez bankalarının teminat kuralları, kredi temerrüt swapları (CDS), emeklilik fonları gibi bazı kurumsal yatırımcıların yatırımlarına ilişkin düzenlemeler verilebilir. Literatürdeki çalışmalar özellikle bir ülkenin kredi notunun düşürülmesine ilişkin bir açıklamanın diğer ülkelerin kredi notlarında ve piyasalarda olumsuz etkileri olduğunu ortaya koymuştur.[39]

Avro bölgesindeki borç krizi ile beraber kredi derecelendirme kuruluşlarının krizlerdeki rolüne ve finansal piyasaların birbiriyle olan karşılıklı bağımlılıklarına ilişkin tartışmalar yeniden alevlenmiştir. Avro bölgesi borç krizi, ülke kredi notu düşürmelerinin yaşandığı, devlet tahvil faizleri ve CDS marjlarının arttığı, kredi

[38] John KIFF, Sylwia NOWAK ve Liliana SCHUMACHER, **Are Rating Agencies Powerful? An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings**, IMF Working Paper, WP/12/23, January 2012, s. 5, 6.

[39] Rabah AREZKI, Bertrand CANDELON ve Amadou N. R. SY, **Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis**, IMF Working Paper, WP/11/68, March 2011, s. 3.

derecelendirme kuruluşlarının çevre ülkelere yoğunlaşmalarına rağmen Avro bölgesindeki bütün finansal piyasalardaki baskının arttığı bir duruma neden olmuştur.

Ekim 2006 – Nisan 2010 arasında uluslararası üç kredi derecelendirme kuruluşunun ülkelere ilişkin ratinglerine bakıldığında, toplam 71 açıklamanın[40] yapıldığı, bu açıklamaların 25'inin gözden geçirme, 29'unun not düşürme, 16'sının birleşik açıklama, 1 tanesinin de gelecekte not düşürmeye yönelik gözden geçirme olduğu, bu açıklamalardan sadece 31 tanesinin GIIPS ülkelerine ilişkin olduğu, Temmuz 2008'e kadar çok fazla bir açıklama yapılmadığı, en fazla olumsuz açıklamanın Ocak 2009'da yapıldığı, sonrasında ise olumsuz açıklamaların yüksek düzeyde kalsa da kısmen azaldığı görülmektedir. Ayrıca, olumlu açıklamalar Ekim 2008'den sonra artmıştır. Bu durum, kredi derecelendirme kuruluşlarının Avrupa ekonomilerindeki makroekonomik zayıflıkları öngörmede başarısız olduklarını ve bu kuruluşların kredi notlarındaki düşüşlerin geçici olduğuna inandıklarını göstermektedir.[41]

Diğer taraftan, kredi derecelendirme kuruluşlarının not düşüşüne ilişkin bazı açıklamaları Avro bölgesindeki krizin yayılmasında etkili olmuştur. Örneğin, Fitch'in 8 Aralık 2009'da Yunanistan'ın notunu A-'den BBB+'ya düşürdüğüne yönelik açıklaması, Yunanistan ve İrlanda CDS marjlarının sırasıyla 17 ve 5 baz puan artmasına yol açmıştır.[42] Diğer bir örnek olarak, Moody's 5 Temmuz 2011'de Portekiz'in uzun dönem tahvillerinin notunu Baa1'den Ba2'ye düşürüp görünümü negatife çevirdiğinde, Yunanistan'ın borcunun "gönüllü" çevriminin (voluntary rollover)[43] Portekiz'in riskini artırdığını ve Portekiz'e yapılacak resmi yardımların özel sektör katılımı koşuluna bağlanması gerektiğini söylemiştir. Yunanistan'ın borcunun gönüllü çevrilmesine ilişkin bu tartışma Portekiz'in görünümünün yeniden değerlendirilmesine ve Portekiz tahvil faizlerinin getirilerinde ciddi bir artış olmasına yol açmıştır. Diğer bir ifadeyle, Portekiz sadece kendine özgü etkenlere göre

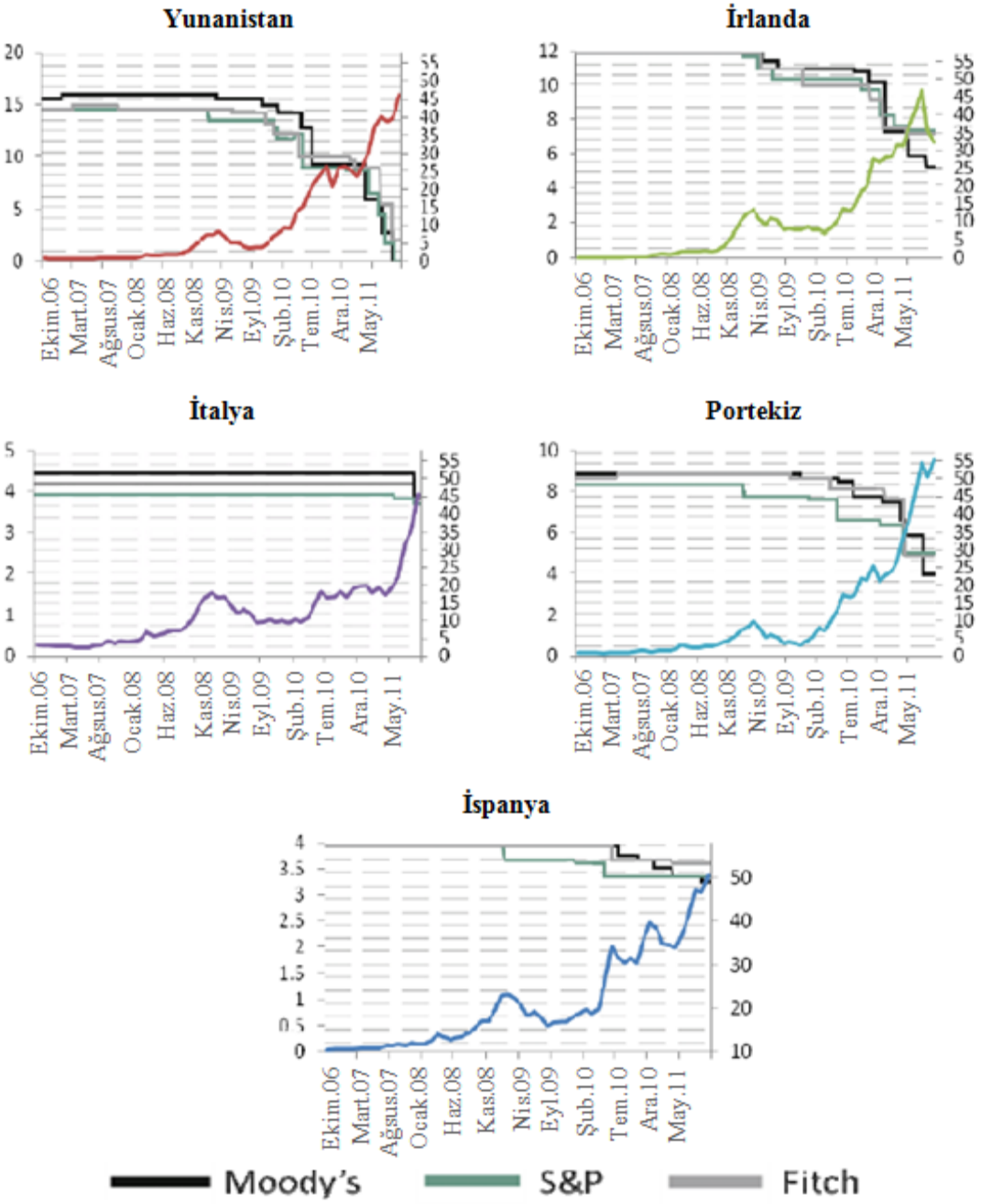
[40] Bu 71 açıklamanın 32'si S&P, 29'u Moody's, 10'u Fitch tarafından yapılmıştır. (bkz. AREZKI et al., 2011, s 8.)
[41] AREZKI et al, 2011, s 5, 8.
[42] AREZKI et al, 2011, s 20.
[43] Burcun gönüllü çevriminde, Yunan devlet tahviline sahip olan yatırımcılar, ellerindeki tahvilin değer düşüklüğe uğradığını kabul etmek zorunda kalarak bu tahvilleri nominal değeri düşük yeni tahvillerle değiştirmeyi kabul ettiler. Bu durumun benzer şekilde spekülasyona maruz kalan Portekiz tahvilleri için de söz konusu olabileceği gerekçesiyle bu ülkenin kredi notu indirilmiştir.

değerlendirilmemiş ve Yunanistan'daki bir durum Portekiz'in kredi notunu ve risk primini etkilemiştir.[44]

2008-2011 döneminde Yunanistan'ın kredi notu ciddi şekilde düşmüş, İrlanda ve Portekiz Yunanistan'ı takip etmiş; İspanya da daha sonra bu silsileye eklenmiş, İtalya ise sadece bir kez olumsuz not almıştır. Yunanistan Avro bölgesindeki tansiyonun artmasının kaynağı olsa da, İrlanda'dan Portekiz, İspanya ve İtalya'ya, ayrıca Portekiz'den Yunanistan'a yayılma etkisinin olduğu görülmüştür.[45] Dolayısıyla, kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkelerin kredi notunu düşürmelerine ilişkin açıklamalar, ülkeler ve finansal piyasalar arasında önemli yayılma etkisi yaratarak, finansal ve mali istikrarsızlıkların derinleşmesine katkı sağlamaktadır.

[44] Roberto A. DE SANTIS, **The Euro Area Sovereign Debt Crisis Safe Haven, Credit Rating Agencies And The Spread Of The Fever From Greece, Ireland and Portugal**, ECB Working Paper Series, No. 1419, February 2012, s.7.
[45] DE SANTIS, 2012, s. 20.

Grafik-10: GIIPS Kredi Ratingleri ve Devlet Tahvili Faizleri



Not: Sol eksen ülkelerin 10 yıllık tahvil faizlerinin aynı vadeli Alman tahvil faizleriyle olan spreadlerini, sağ eksen ise bu tahvillerin Alsakka ve Gwilym 58-puan ölçeğine[46] göre kredi ratinglerini göstermektedir.

Kaynak: EIJFFINGER, 2011, s. 16, Grafik-1.

[46] Rasha ALSAKKAA, Owain ap GWILYM, **Foreign Exchange Market Reactions and Spillover Effects Following Sovereign Credit Signals**, 25 March 2011, http://www.cass.city.ac.uk/__data/assets/pdf_file/0007/86614/Alsakka.pdf, erişim tarihi 07.03.2013.

B. Çevre Ülkelerden Kaynaklanan Nedenler

Yunanistan ekonomisi Avro bölgesine dâhil olduğu tarihten borç krizine kadar bölge ortalamasının üzerinde büyümüştür. Fakat bu büyüme ağırlıklı olarak yurt içi talep artışından kaynaklanmıştır. Artan yurt içi talep de gerek özel kesimin gerek kamu kesiminin borçlanması yoluyla finanse edilmiştir. Bu borçlanma da ağırlıklı olarak yurt dışından yapılmıştır. Diğer taraftan, gerek Avro bölgesi ortalamasının üzerinde seyreden enflasyon oranları, gerek işgücü maliyetlerindeki yüksek artış nedeniyle Yunanistan'ın rekabet gücü aşınmış, bunun sonucunda da yapısal dış ticaret açığı ve cari açık verilmiştir. Cari açığın düşen faizlerin etkisiyle rahatlıkla finanse edilmesi, kronik hale gelen bu açığı azaltmak için yapısal tedbirler alınmasını engellemiştir.

Yunanistan'daki kamu borcu probleminin arkasında yatan asıl nedenler ise ülkenin kamu maliyesinde yatmaktadır. 1980'lerden sonra uygulanan popülist politikalar nedeniyle kamu borcunun GSYİH'ya oranı sürekli yüksek seyretmiştir. AB fonlarından alınan yardımlar da verimli yatırımlara harcanmamıştır. Ayrıca, kamu harcamalarının sürekli olarak kamu gelirlerinden fazla olması yapısal bütçe açıkları verilmesine yol açmıştır. Düşük faiz oranları, kriz öncesinde kamu borcunun çevrilmesi konusunda problem yaratmadığı için yüksek kamu borcu ve bütçe açığını azaltmak için yapısal tedbirler alınmamıştır. Nitekim bütçenin harcama kalemlerine ilişkin olarak kamu çalışanlarına sağlanan ücret ve diğer ödemelerin, emeklilere yapılan ödemelerin, sağlık harcamalarının, sosyal harcamaların, askeri harcamaların, kamu iktisadi teşebbüslerinin zararlarının yüksekliği kamu giderlerini sürekli artırırken, vergi gelirleri ve sosyal katkı paylarındaki azalma kamu gelirlerini aşındırmıştır. Ayrıca yüksek düzeydeki kayıt dışı ekonomi de kamu gelirlerinin azalmasında önemli bir paya sahiptir.

Yunan ekonomisindeki gelişmeler kaçınılmaz olarak bankacılık sektörünü de etkilemiştir. Finansal kriz sürecinde diğer birçok ülkedeki durumun aksine bankacılık sektörü krizin nedeni değil, kurbanı olmuştur. Finansal kriz sonrasında özel sektöre açılan krediler azalmış, 2011 yılı başından sonra da negatife dönmüştür. Bu durumun nedeni, bir taraftan ekonomik durgunluk ve belirsizliklerin etkisiyle kredi talebinin azalması, diğer taraftan bankaların kredi şartlarını sıkılaştırmalarıdır. Ayrıca, Yunan bankaları Yunanistan devlet tahvillerinin önemli bir bölümünü

ellerinde bulundurduklarından, Yunan devlet tahvillerinin fiyatlarının düşmesi nedeniyle Yunan bankalarının bilançoları ciddi şekilde bozulmuştur.

Yukarıda anlatılan nedenler sonucunda, 2009 yılından sonra Yunan hükümetinin borçlarını çevirebileceğine dair yatırımcı güveni azalmaya başlamıştır. Ekim 2009'da iktidara gelen Papandreou hükümeti, kendinden önceki hükümetin bütçe istatistiklerinde usulsüzlük yaptığını ve 2009 yılında bütçe açığı tahmininin önceden açıklanan GSYİH'nın % 6,7'sı yerine % 12,7'si olarak revize edilmesi gerektiğini duyurmuştur. Kasım 2009'da ise Dubai'de kamu bankası olan Dubai World'un borçlarını ödeyemez duruma gelmesi de finansal kriz ertesinde yüksek kamu borcuna sahip baskı altındaki ülkelerin bu borçlarını ödeyememe durumuna düşebilecekleri konusundaki endişeleri daha da artırmıştır.

Borç krizinin ilk emareleri, Yunan devlet tahvillerinin aynı vadeli Alman devlet tahvilleri ile olan marjlarının artmasıyla görülmeye başlamıştı. Söz konusu marj 2008 başlarında artmaya başlamıştı; ancak, Ekim ayındaki hükümet değişikliği, bütçe açığının yaklaşık iki katına revize edilmesiyle ve yeni hükümetin inandırıcı bir mali konsolidasyon[47] planı sunamaması marjın aniden yükselişe geçmesine neden olmuştur.

Bu arada kredi derecelendirme kuruluşlarından Fitch, Ekim ayında Yunanistan'ın "A" olan kredi notunu "A-"ye; Aralık ayında ise ikinci bir indirimle "BBB+" seviyesine indirirken, not görünümünü de negatif olarak belirledi. Fitch'i diğer kredi derecelendirme kuruluşları takip etmiş; Standard & Poor's 8 ve 16 Aralık 2009 tarihinde Yunanistan'ın kredi notunu "A-"den, "BB+"ya, Moody's ise "A2" seviyesinden, "A1"e düşürmüştür. Not indirimi yapan derecelendirme kuruluşları hükümetin alacağı kararları ve daha önemlisi alınan kararları uygulayıp uygulamayacağını takip edeceklerini belirterek her an yeni bir not indirimine de gidebileceklerinin sinyallerini vermiştir.[48]

Bu gelişmeler sonucunda, Yunanistan'ın borçlarını ödeyemeyeceğine ilişkin beklentiler artmış ve Yunanistan uluslararası piyasalardan borçlanamaz olmuştur. Bu gelişmeler küresel finansal krizi kayıpsız atlatan bankacılık sektörünün kamu maliyesindeki olumsuzluğun kurbanı olmasına neden olmuştur. Zira piyasalarda

[47] OECD mali konsolidasyonu, bütçe açıklarını ve kamu borcu birikimini azaltacak somut politikalar olarak tanımlamıştır. (bkz. OECD (e), **Restoring Public Finances**, Special Issue of the OECD Journal on Budgeting, Volume 2011/2, OECD Publishing, Paris, 2011, s. 17.)
[48] DURUSOY, ŞAMİLOĞLU, 2012, s. 107.

Yunanistan'a olan güvenin kaybolması sonucu Yunan devlet tahvillerinin faizlerinin artarak fiyatlarının düşmesi, bu tahvilleri yoğun olarak elinde bulunduran Yunan bankalarının hem bilançolarını bozmuş, hem de ratinglerini olumsuz etkileyerek piyasalardan borç bulamamalarına neden olmuştur. Ayrıca, batık kredi oranı da hızla artmaya başlamıştır. Bunun gelişmeler sonucunda, bankacılık sektörü zor duruma düşmüş ve kredi daralması yaşanarak ekonomi ciddi oranlarda küçülmeye başlamıştır.

Bütün bu gelişmeler sonunda Yunanistan, AB ve IMF'nin kapısını çalmış ve 25 Mart 2010'da Yunanistan'a 3 yıllık bir Ekonomik Uyum Programı dâhilinde toplam 110 milyar Avro'luk (80 milyar kredi olarak Avro bölgesi ülkeleri tarafından, 30 milyarı IMF ile yapılan Stand-by anlaşması çerçevesinde) bir mali destek sağlanmıştır. 14 Mart 2012'de ise ikinci Ekonomik Uyum Programı kapsamında, 2014'e kadar, 28 milyar Avro'su IMF katkısı olmak üzere, 130 milyar Avro'luk bir mali destek sağlanmıştır.

İrlanda'da 1990'lı yıllardan sonra oldukça yüksek oranlarda ekonomik büyüme yaşamıştır. Bu ekonomik büyüme dönemi, birbirinden farklı ancak birbiriyle de ilişkili iki döneme rast gelmektedir. Bunlardan ilki, 1990'ların başında başlayan ihracata dayalı dönemdir. Bu dönem, bankaların finansman merkezi olduğu bir dönem olmaktan ziyade; İrlanda'nın küresel ekonomiye kontrolsüz şekilde açılması, Avrupa'daki en düşük kurumlar vergisi oranına sahip olması, ileri düzeyde beşeri sermaye tabanı, üretkenlik ve rekabetteki iyileştirmelere dayalı karşılaştırmalı üstünlükler ile 1999'da Avro'nun kabul edilmesi gibi faktörlerin bileşiminin ihracat patlamasına yol açtığı bir dönemdir. Bu dönemde, İrlanda çok uluslu ve dev bilişim şirketlerinin gözdesi olmuş ve yüksek tutarda doğrudan yabancı yatırım cezbetmiştir. Nerdeyse her gün, özellikle ilaç, bilgi-iletişim ve finansal hizmet sektöründe yeni bir yabancı üretim şirketi binlerce kişilik istihdam ve ihracat yaratacak şekilde faaliyete geçmiştir. Ancak, 2001'de ABD'de yaşanan "dot.com" krizi[49] Amerika merkezli

[49] dot.com krizi, 2000 yılının Mart ayında teknoloji firmalarının yer aldığı borsa endeksi olan NASDAQ'daki senetlerin büyük değer kaybı yaşamasıyla sönen ekonomik balondur. Söz konusu kriz, gelişen bilgisayar ve internet teknolojilerine yatırım yapan risk sermayesi şirketlerinin yatırımlarının geri dönüşünü sağlayamamaları sonucunda bu sektörlerden çekilmeleri sonucu yaşanmıştır. Yatırımlardaki bu azalma yüzünden hisse senetleri büyük oranda değer yitirmiştir. (bkz. http://en.wikipedia.org/wiki/Dot-com_bubble, erişim tarihi 28.07.2012.)

bilgi teknolojisi şirketlerinin İrlanda'daki yatırımlarını ve varlıklarını azaltmalarına, böylece ihracata dayalı büyümenin de ciddi şekilde yara almasına neden olmuştur.[50]

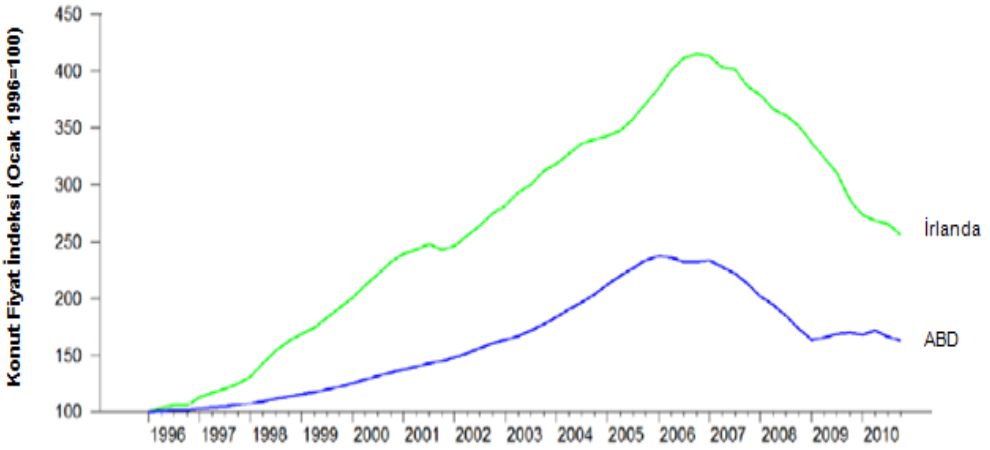
Ancak bu durum, İrlanda'ya özgü olmayan ve birçok OECD ülkesinde görülen başka bir ekonomik patlama ile dengelenmiştir: Gayrimenkul sektöründe ciddi bir genişleme ve yurt içi talebin artması.

İrlanda, 2000'li yılların başında AB'de en düşük kişi başına gayrimenkul stoğu seviyesine sahipti. Ancak nüfus artışı, gelir seviyesindeki hızlı yükselme ve EPB ile birlikte faiz oranlarının düşmesi sonucunda yurt içi talep artmış ve bu artışın etkisi en fazla konut talebinde olmuştur. Sonuç olarak, 1996-2007 döneminde konut fiyatları, aynı dönemde ABD'deki fiyat artışını ikiye katlayarak, dört katına yükselmiştir (Grafik-11). Konut talebindeki bu artışa karşılık inşaat sektöründe olağandışı bir genişlenme yaşanmıştır. 1991'de 1,2 milyon adet olan konut stoğu 2000'de 1,4 milyona, 2008'de ise 1,9 milyona yükselmiştir. Tamamlanan konut sayısı ise 1990'da 19.000 iken, 2000 yılında 50.000, 2006'da ise 93.000 adete yükselmiştir. Dolayısıyla, inşaat sektörü İrlanda ekonomisinin önemli bir bileşeni haline gelmiştir. Tam istihdam düzeyine ulaşmış ekonomide inşaat sektöründeki işgücü AB'ye yeni üye olmuş Doğu Avrupa ülkelerinden gelen göçmenlerden karşılanmış; bu göç de konut talebini daha da artırmıştır. 2007 yılına kadar, inşaat sektörü istihdamın % 13,3'ünü karşılayarak OECD ülkeleri arasında en yüksek paya ulaşmıştır. Ancak konut arzı, fiyat seviyesindeki artışı önleyecek kadar fazla değildi. Zira konut fiyatlarındaki artış, aşırı kar elde edilmesine yönelik konut spekülasyonuna yol açmıştı. Konut fiyatlarında her geçen gün görülen artış, küresel finansal krizin çok az bir zaman öncesi olan 2007 başlarına kadar devam etmiş ve bu dönemden sonra düşmeye başlamıştır. Konut fiyatları düştükçe, potansiyel alıcıların daha düşük fiyattan ev almak için yatırımlarını ertelemeleri yeni konuta olan talebi de azaltmıştır.[51]

[50] Shalendra D. SHARMA, "Why Ireland's Luck Ran Out and What this Means for the Eurozone", **The International Spectator: Italian Journal of International Affairs**, Vol. 46 No. 1, 2011, s.116.

[51] WHELAN, 2011, s. 4-5.

Grafik-11: ABD ve İrlanda'da Konut Fiyatları Endeksi



Kaynak: WHELAN, 2011, s. 19, Grafik-6.

2004 yılından itibaren emlak piyasasında "fiyat balonu" olduğuna dair işaretler belirmiş ve birçok analist İrlanda'nın inşaat ve emlak piyasasına olan bağımlılığının risklerine işaret etmiştir. Nitekim IMF 2006 yılında İrlanda hakkında hazırladığı bir raporda, 2002'den itibaren görülen büyümenin inşaat yatırımlarına dayalı olması, emlak fiyatlarındaki keskin artış, gayrimenkul sektörüne yönelik kredi hacminin genişlemesi nedeniyle ekonomik büyümenin artan bir şekilde dengesiz olduğunu belirtmiştir.[52]

İrlanda'daki ikinci ekonomik genişleme (konut balonu) bankaların yurt dışından borçlanmalarıyla finanse edilmiştir. Yaşanan süreçte, bankalar gayrimenkulle ilişkili kredilerle ilgili varlıklarını sürdürülemez seviyelere yükseltmişlerdir. ABD'de olduğu gibi cömert devlet teşvikleri ve pervasızca açılan krediler, ülke çapında inşaat yatırımlarına ve gayrimenkul piyasasında spekülasyona ve dolayısıyla arsa ve konut fiyatlarında şişkinliğe yol açmıştır. Ancak, İrlanda'nın Avro bölgesine üye olması nedeniyle düşük seyreden faizler sayesinde, İrlanda'daki bankalar gayrimenkul sektörünü ve artan yurt içi talebi finanse etmek için diğer Avro bölgesi ülkelerinden ucuz ve yüksek tutarda borçlanabilmişlerdir.[53] Altı büyük bankanın uluslararası piyasalara olan borcu 2003'teki 15 milyar Avro seviyesinden 2007'de GSYİH'nın yarısını geçerek 100 milyar Avro'ya ulaşmıştır. Konut kredilerinde artış olmakla birlikte, verilen bu krediler ancak konut fiyatlarının

[52] IMF, **Ireland, Staff Report for the 2006 Article IV Consultation,** IMF Country Report No. 06/293, August 2006.
[53] SHARMA, 2011, s. 117.

artması halinde karlı olabilecek spekülatif gayrimenkul yatırımlarında kullanılmıştır.[54]

Küresel finansal kriz ve sonrasında küresel likiditenin azalması ve emlak piyasasındaki çöküş, aşırı borçlu İrlanda bankacılık sektörünü ciddi şekilde etkilemiştir. İrlanda bankaları, ABD bankalarının aksine karmaşık ipotek (mortgage) veya ipoteğe dayalı finansal araçlar ihraç edemediklerinden, spekülatif gayrimenkul yatırımları yapan müteahhit firmalara, düzenleyici otoritelerin gevşek denetimine tabi, yüksek tutarda krediler açmışlardır. Ülkenin en büyük iki bankası, bu kredileri açarken gerekli ipotek veya teminatları dahi almamıştı. İrlanda'daki gayrimenkul balonu patlayınca, ülkenin bankacılık sektörü eşi görülmemiş düzeyde sorunlu ve batık krediyle karşı karşıya kaldı ve banka bilançoları öyle bir bozuldu ki ödeme ve likidite krizi baş gösterdi. ABD'de Lehman Brothers'ın çöküşünü takiben ve küresel finansal krizin zirvesinde, İrlanda kendisini panikleyen ve bankaya hücum eden yatırımcılarla ve bankacılık sektörünün çökme riskiyle karşı karşıya buldu.[55]

İrlanda hükümeti, 30 Eylül 2008'de, en büyük 6 İrlanda menşeli bankanın 400 milyar Avro'luk yükümlülüklerini kapatmak için garanti vermek zorunda kaldı ve bu rakam ülkede faaliyet gösteren yabancı bankaların da garanti kapsamına alınmasıyla 485 milyar Avro'ya ulaştı. Ayrıca, 7 Nisan 2009'da bankaların gayrimenkule dayalı olan ve karşılıksız kalan alacakları (kredileri) oluşturulan Ulusal Varlık Yönetim Şirketi (National Asset Management Agency – NAMA)'ne devredildi. (Bankalardan NAMA'ya devredilen toksik varlıkların % 60'ı Anglo Irish Bank'a aitti.[56]) Ancak, bu önlemler piyasaların endişelerini gidermedi ve İrlanda hükümeti eşi görülmemiş bir şekilde, tüm bankacılık sektöründeki mevduata 2 yıl garanti vermek suretiyle piyasaları sakinleştirmeye çalıştı. Böylece İrlanda hükümeti, ülkenin finansal sektörünü korumak adına cesur bir adımla büyük bir kumara kalkışmış oldu. Bu hamle ile GSYİH'nın 3 katına ulaşan özel sektörün borcu bir anda kamu borcuna dönüşmüş oldu. Dolayısıyla, özel sektör borçlarını kamulaştırılması veya bankacılık sektörünün zararlarının karşılanması sonucunda

[54] WHELAN, 2011, s. 8.
[55] SHARMA, 2011, s. 118.
[56] RYAN, 2011, s. 41.

kamu borcunun GSYİH'ya oranı kısa bir süre içerisinde % 7'den % 100'ün üzerine çıktı. Dolayısıyla, tüm fatura vergi ödeyen vatandaşların üzerinde kalmış oldu.[57]

Yaşanan bu gelişmeler sonucunda, 28 Kasım 2010'da İrlanda'ya 85 milyar Avro tutarında (22,5 milyar Avro IMF, 45 milyar Avro AB ve 17,5 milyar Avro İrlanda'nın kendi kaynaklarından sağlanacaktır) mali desteğin Ekonomik Uyum Programı kapsamında sağlanmasına karar verilmiştir.

Portekiz krizi sadece bir borç krizi olmayıp aynı zamanda rekabet, büyüme ve dış borç krizidir. Yurt içi talebe bağımlı olan büyüme, genel olarak Euro bölgesi ortalamasının altındadır. Düşük büyümenin altında yatan en önemli sebep ise toplam faktör verimliliğinin düşük olmasıdır. Düşük verimlilik, ücret artışları ve Avro bölgesi ortalaması üzerindeki enflasyon oranları Portekiz'in rekabet gücünü düşürmüş, gelişmekte olan ülkelerle olan rekabetin artması ve AB'nin merkezi ve doğu Avrupa ülkelerini içine almasıyla Portekiz'in rekabet gücündeki düşüş perçinlenmiştir. Bunun sonucunda da dış ticaret açığı ve cari açık artmıştır. Bozulan cari denge ağırlıklı olarak yurt dışından borçlanma ile finanse edilmiş, bunun sonucunda da gerek kamu kesiminin gerek özel sektörün yurt dışı borçları sürekli artma eğilimine girmiştir.

Küresel finansal kriz Portekiz'de kamu maliyesini olumsuz etkilemiş; krize karşı alınan önlemler kamu harcamalarının artmasına yol açmış, ekonomik yavaşlamanın etkisiyle vergi gelirleri azalmış ve bu arada kamu borçlanma senetlerine yönelik endişelerin artması nedeniyle artan devlet tahvili faizleri nedeniyle bütçe dengesi iyice bozulmuştur. Ayrıca, devletin sahip olduğu veya özel sektörle birlikte ortak olduğu iktisadi teşebbüslerin borçlarına verilen garantiler ve teminatlar ve bu şirketleri iflastan kurtarma adına devlet hazinesinden sağlanan yardımlar nedeniyle hem kamu borcunun GSYİH'ya oranı yükselmiş, hem de söz konusu şirketlerin taahhütleri konusunda tam bir şeffaflık olmaması nedeniyle üstlenilen riskin tutarının tam olarak ölçülemediği ve katlanılan maliyetlerin daha da artacağı yönündeki endişeler kamu borcu üzerindeki baskıları artırmıştır.

Küresel finansal krizi geleneksel bankacılık faaliyetleri yürütmeleri, toksik varlıklara sahip olmamaları ve ülkede bir gayrimenkul fiyat balonu olmaması nedeniyle kayıpsız atlatan bankacılık sektörü, artan borçluluk oranları ve Portekiz

[57] SHARMA, 2011, s. 118.

devlet tahvil faizlerinde görülen artış nedeniyle piyasadan borçlanamaya başlamıştır. Bunun sonucunda kredilerini geri çağırmaya başlayan sektör, ekonomide bir kredi daralmasına ve zaten düşük seviyede seyreden büyüme oranlarının daha da düşük seviyede kalmasına neden olmuştur.

Portekiz ekonomisinin yukarıda anlatılan kırılganlıklarına rağmen 2010 yılında Yunanistan ve İrlanda'daki sorunlar patlak verinceye kadar Portekiz ön plana çıkmamıştı. Tahvil piyasalarında 2008 sonunda Yunanistan ve İrlanda uzun vadeli devlet tahvillerinin Alman tahvillerine kıyasla marjları artmaya başladığında Portekiz, İtalya ve İspanya bu trende henüz eşlik etmemişti. Ancak, 2010 başında Yunanistan'daki problemlerin belirgin olmasıyla tablo değişmeye başlamıştır. Yunan tahvillerindeki problemler, 2009 yılındaki ekonomik göstergelerin beklentilerden daha kötü çıkması nedeniyle Portekiz'i diğer çevre ülkelere göre daha fazla etkilemiştir. Bu gelişme, bugüne kadar İspanya ve İtalya ile başa baş durumdaki Portekiz için kırılma noktası olmuştur.

Mayıs 2010'da Yunanistan'a dönük kurtarma paketi kabul edilince, Portekiz açısından piyasalar biraz sakinleşse de, Ağustos 2010'da İrlanda bankacılık sistemine yönelik endişeler baskıların tekrar artmasına ve Eylül 2010'da İrlanda hükümetinin bazı bankaları kurtarmasına yönelik hareketi Portekiz devlet tahvil faizlerinin artmasına yol açmıştır. Bu baskılar sonuncunda Portekiz Parlamentosu 15 Kasım 2010'da yüksek kamu borcunu ve bütçe açığını azaltmak için kemer sıkma politikalarını kabul etmek zorunda kalmıştır.

Yunanistan ve İrlanda'ya uygulanan kurtarma paketlerinin ardından uluslararası yardıma başvuracak sıradaki ülkenin Portekiz olacağı beklentisiyle tüm gözler bu ülkeye çevrilmiştir. Bu arada, Portekiz hükümeti uluslararası bir yardım paketini kabul etmeyeceğini ilan etmiş ve hazırladığı İstikrar Programı'nı parlamentoya sunmuştur. Ancak bu program parlamentoda kabul edilmemiş ve 24 Mart 2011'de hükümet istifa etmek zorunda kalmıştır. 31 Mart'ta kredi derecelendirme kuruluşu S&P Portekiz'in kredi notunu A-'den BBB-'ye, 4 Nisan'da ise Fitch A+'dan BBB-'ye düşürmüştür. Almanya ve Fransa başta olmak üzere, Avro bölgesi ülkeleri ve Portekiz piyasada oluşan bu baskıya daha fazla dayanamamış ve 7 Nisan'da Portekiz AB ve IMF'nin kapısını çalıp finansal yardım istemek zorunda

kalmış ve bir gün sonda devlet başkanı 5 Haziran'da genel seçimlerin yapılacağını açıklamıştır.[58]

Portekiz yaşanan ekonomik ve mali sorunlar karşısında, Ekonomik Uyum Programı kapsamında 78 milyar Avro'luk bir mali destek sağlanmıştır. Bu tutarın 26 milyar Avro'luk kısmı EFSM kapsamında AB, 26 milyar Avro'luk kısmı EFSF ve 26 milyar Avro'luk kısmı da IMF tarafından üstlenilmiştir.

İtalya'nın krizi bir verimlilik ve büyüme krizidir. Ekonomik aktivitenin temelinde küçük ve orta ölçekli şirketlerin olması, verimliliğin düşük olması, üretimin ise düşük ve orta teknolojili ürünlerde yoğunlaşması, doğrudan yabancı yatırım girişinin düşük olması hem büyümenin düşük seviyelerde olmasına, hem de İtalya'nın rekabet gücünün azalarak dış dengenin bozulmasına neden olmuştur. Ayrıca düşük büyüme, ekonomik krizle birlikte vergi gelirlerinin aşınmasına da yol açmış; krize karşı alınan önlemlerin harcamalarda yarattığı artışın dengelenememesi nedeniyle kamu maliyesini bozmuştur.

İtalya, küresel finansal krizden diğer Avrupa ülkeleri kadar sert etkilenmemiştir. İtalya'daki hiçbir banka iflas etmediği gibi, doğrudan devlet desteği ile kurtarılan banka da olmamıştır. Bankacılık sisteminin finansal krize karşı dayanıklı olmasının temelinde iki neden yatmaktadır: Birincisi, finansal sitemin yapısı ve bankaların faaliyetleridir. İtalyan bankacılık sistemi, önemli Avrupa bankalarıyla kıyaslandığında, ABD'deki "subprime mortgage" piyasasına daha az maruz kalmıştır ve bankaların türev finansal piyasalardaki faaliyetleri sınırlı kalmıştır. İtalya bankaları geniş ve istikrarlı bir fonlama tabanına, düşük finansal kaldıraca, yüksek kalitede geleneksel varlık portföylerine, toksik olmayan varlıklara sahip olmuşlar, toptan piyasalardan ziyade yerli perakende piyasadan borçlanmışlardır. İkinci neden ise İtalya Merkez Bankası'nın düzenleyici ve gözetici olarak başarısıdır. İtalya Merkez Bankası, sektörde sıkı bir düzenleme ve gözetim fonksiyonu yürütmüş, güçlü bir müdahale ve çözüm çatısı oluşturmuş, tasarruf mevduatına yüksek koruma getirmiştir.[59]

Spekülatif türev piyasalarda fazla varlık göstermeyen İtalya bankalarının en büyük problemi, küresel krizle beraber daralan uluslararası likiditenin yanında Merkez ve Doğu Avrupa ülkeleri ile olan bağdı. 1990'lardan beri İtalya bankaları,

[58] EC (d), 2011, s. 15.
[59] QUAGLIA, 2009, s. 12,13.

(özellikle en büyük banka olan Unicredit) bu ülkelerde şube açmış veya iştirak kurmuştu. Bu ülkelerdeki kriz veya likidite sıkıntısı riski İtalya bankaları üzerinde şüphelere yol açmış, bunun sonucunda Unicredit finansal dayanıklılığındaki şüpheler nedeniyle borsada ciddi değer kaybına uğramış; ancak hükümet desteği sonucunda bir bankacılık krizinin önüne geçilmiştir.[60]

Finansal kriz İtalya ekonomisini, global ekonominin yavaşlamasıyla Avro bölgesinin resesyona girmesi ve bu durumun ihracata dayalı ekonomiye sahip İtalya'nın ihracatını vurmasıyla dolaylı olarak etkilemiştir. 2000'lı yıllardan beri var olan düşük büyüme sorunu, finansal krizle beraber ekonomik resesyona doğru yönelme eğilimine girmiştir.

Finansal krizin derinleşmesi ve ekonomik durgunluğun baş göstermesiyle beraber, İtalya bankaları ekonominin motoru olan KOBİ'lere olan kredilerini azaltmaya, yeni açılan kredilerde daha fazla teminat istemeye başlamışlardır. İşte bu kredi daralması (credit crunch), finansal krizlerin reel ekonomiyi olumsuz etkilemesinin tipik bir kanalıdır. Bankaların bu politikası, şirketlerin yatırım kararlarlarını olumsuz etkilemiş ve başta ihracat olmak üzere birçok sektördeki şirketi kötü duruma sokmuştur. Diğer taraftan, kredi sınırlamaları ve geleceğe dönük olumsuz bekleyişler hanehalkının tüketimi kısmasına yol açmıştır. Bunun sonucunda, emlak, inşaat ve otomotiv endüstrisi ciddi sorunlar yaşamıştır. Maliyetleri artan ve karlılıkları azalan firmalar istihdamı azaltmaya başlamışlardır. Büyük firmalar, üretim süreçlerinin büyük bir kısmını kendi bünyelerine almış, bu durum da yan sektörleri ve taşeron firmaları olumsuz etkilemiştir. Ayrıca, bu büyük şirketler ödemelerini ertelemişler ve kendilerine mal sağlayan KOBİ'lere fiyat kırdırmışlardır. Sonuç olarak, krizin faturası büyük ölçüde KOBİ'ler tarafından ödenmiş oldu.[61]

Ekonomik kriz kamu maliyesini de olumsuz etkilemiştir. Ekonomik durgunluk vergi gelirlerini azaltmış ve kriz karşıtı önlemler kamu harcamalarını artırmıştır. Bunun sonucunda da, bütçe açığı ve kamu borcu artmıştır. GSYİH'nın azalması kamu borcunun ve bütçe açığının GSYİH'ya olan oranının da artırmasına neden olmuştur.

[60] Roberto DI QUIRICO, "Italy and the Global Economic Crisis", **Bulletin of Italian Politics**, Vol. 2, No. 2, 2010, s. 7.
[61] DI QUIRICO, 2010, s. 7.

Avro bölgesine üyelik, döviz krizi riskini elimine ettiği için İtalya'nın finansal kriz süresince durumu idare etmesine yardım etmiş ama İtalyan hükümetinin temerrüt riskini ortadan kaldırmamıştır. Nitekim, İtalya'ya olan güven azalmış ve uzun vadeli İtalyan tahvillerinin faizleri ile başta Almanya olmak üzere, önemli Avro ülkeleri tahvillerinin faizleri arasındaki marj ve İtalyan tahvillerine ilişkin CDS'lerde artış olmuştur.

Yunanistan ve İrlanda'nın içine düştüğü durum, şüphelerin benzer şekilde yüksek kamu borcuna sahip İtalya'ya yönelmesine neden olmuştur. Ancak, bütçe açığının bu ülkeler kadar fazla olmaması, 2000'li yıllardan sonra mali disiplinin uygulanabilmesi, kamu borcunun yabancılar tarafından tutulan kısmının bu iki ülkeye kıyasla da az olması, kamu borcunun vadesinin uzun ve her yıl çevrilmesi gereken kısmın daha az olması ve borcun çevrilmesinde şimdilik bir sorunla karşılaşılmaması nedeniyle İtalya henüz tam anlamıyla bir borç krizinin içinde değildir ve henüz IMF-AB yardımına başvurmamıştır.[62]

Bununla birlikte, İtalya'nın içinde düştüğü ekonomik darboğaz Berlusconi hükümeti üzerindeki baskıları artırmıştır. Baskılara daha fazla dayanamayan Silvio Berlusconi Kasım 2011'de başbakanlıktan istifa etmek zorunda kalmış ve onun yerine eski AB Komisyonu üyesi ve ekonomist Mario Monti başkanlığında teknokrat hükümet göreve gelmiştir. Yeni hükümet göreve gelir gelmez, kamu harcamalarında kısma, vergi artışları, emeklilik yaşının artırılması, kayıt dışı ekonominin azaltılması gibi önlemleri içeren kemer sıkma programını uygulamaya koymuştur.

Mali durumun düzelmesi ve büyümeyi artıracak reformların uygulanmaya konmasına rağmen, İtalya Avro bölgesindeki borç krizine karşı kırılgandır. Şoklar, İtalya'nın diğer Avro bölgesi ülkeleriyle olan ticari ve finansal ilişkileri nedeniyle İtalya'ya yayılabilir. İtalya'nın ihracatının sadece % 8'i çevre ülkelere olsa da %'40'ından fazlası Avro bölgesinedir ve bu bölgedeki resesyonun artması ihracata dayalı ekonomik iyileşmeyi sekteye uğratabilir. Avro bölgesindeki kriz, faiz oranlarını artırması ve kredi şartlarının daha da zorlaşmasına yol açarak İtalya'da krizin derinleşmesine yol açabilir.[63]

---

[62] George PAGOULATOS ve Lucia QUAGLIA, **Italy And Greece: Financial Crisis As Sovereign Debt Crisis**, University of Victoria Panel, 2 October 2010, s. 12.
[63] IMF (k), 2012, s. 12.

Diğer taraftan, İtalya bankalarının çevre ülkelerde doğrudan katlandıkları risk sınırlı iken (GSYİH'nın % 2,4'ü), tüm Avro bölgesindeki riskleri oldukça yüksektir (GSYİH'nın % 25'i). Ayrıca, İtalya Yunanistan, İrlanda ve Portekiz'e sağlanan kurtarma paketlerine de 35 milyar Avro'ya varan tutarda (GSYİH'nın % 2,2'si) garantörlük üstlenmiştir.[64] Bu nedenle, İtalya ekonomisindeki kırılganlık devam etmektedir.

İspanya Avro bölgesine girdikten sonra bölge ortalamasının üzerinde büyümüştür. Bu büyümenin temelinde hem düşen faizler hem de bu dönemde ülkeye olan göç sonucu nüfustaki artış ve gelir düzeyindeki yükselmeye bağlı olarak yurt içi talepteki artış olmuştur. Bu gelişme kendisini en fazla inşaat ve gayrimenkul sektöründe hissettirmiş ve 2008 öncesinde ülkede bir konut balonu oluşmuştur. Bunun sonucunda da bankaların verdiği kredilerin büyük bir kısmı bu iki sektördeki yatırım ve harcamalara yönelmiştir.

Diğer taraftan faizlerin düşmesi ve yurt içi talebin artması sonucunda özel kesim yüksek tutarda borçlanmaya başlanmış ve ihtiyaç duyulan fonların büyük bir kısmı yurt dışından borçlanma şeklinde temin edilmiştir. Avro bölgesi ortalamasının üzerinde seyreden enflasyon ve verimlilikten fazla artan ücretler nedeniyle ülkenin rekabet gücünün azalması, dış ticaret dengesinin açık vermesine ve cari dengenin bozulmasına yol açmıştır.

Kriz öncesi dönemde güçlü bir yapı sergileyen kamu maliyesi, bankalara sağlanan yardımlar, yerel ve bölgesel yönetimlerin şeffaf olmayan harcamaları ve borçlanmaları, küresel finansal krize karşı alınan tedbirler ve sağlanan teşvikler, ekonomik durgunluğun kamu gelirlerini azaltması gibi nedenlerle bozulmuştur. Ayrıca inşaat ve gayrimenkul sektöründeki çöküş ve ekonomik durgunlukla beraber, EPB'ye girdikten sonra işsizlikte görülen düşme durmuş; işsizlik oranı artışa geçerek AB içinde en yüksek düzeye ulaşmıştır.

Bunlara ilaveten, küresel finansal krizden fazla etkilenmeyen bankacılık sektörü, sektörde önemli bir yere sahip olan tasarruf bankalarının yeterince denetlenmemesi, bu bankaların bilançoları hakkında şeffaf bilgi sahibi olunamaması, açılan kredilerin büyük çoğunluğunun inşaat ve gayrimenkul sektörüne olması ve konut balonunun patlamasıyla birlikte bu kredilerin batması nedeniyle zor duruma

[64] IMF (k), 2012, s. 12.

girmiş ve sektörde çok sayıda iflas, birleşme, yeniden yapılandırma ve sermaye artışları olmuştur.

İspanya yukarıda özetlenen nedenlerden kaynaklanan krizi aşmak için bankacılık sektörünü yeniden yapılandırmak ve bankaların sermaye yapılarını güçlendirmek, işgücü piyasasını ve kamu maliyesini reforme etmek için çeşitli programlar hazırlayıp uygulamaya koymuştur. Ancak bu programlar piyasaları yatıştırmaya ve ülke üzerindeki spekülasyonları azaltmaya yetmemiştir. Bunun sonucunda İspanya, AB ve IMF'nin kapısını çalmak ve bankacılık sektörünü kurtarmak adına yardım istemek zorunda kalmıştır. Bunun üzerine, İspanya'nın bankacılık sektöründe devam eden yeniden yapılanmayı ve bankaların sermayelerinin yeniden yapılandırılmasını sağlamak üzere EFSF/ESM kaynaklarından 100 milyar Avro'ya kadar mali destek sağlanmıştır.

İKİNCİ BÖLÜM

AVRUPA BORÇ KRİZİNİN ETKİLERİ

I. KRİZİN AVRO BÖLGESİNE YAYILMASI

Yunanistan Avro bölgesi içinde çok küçük bir ekonomi olmasına rağmen (Avro bölgesi GSYİH'nın % 2,4'ü), Yunanistan'daki borç krizinin etkileri kapsamlı olmuştur. Yunanistan'da baş gösteren borç krizinin diğer Avro bölgesi ülkelerine yayılacağı endişesi, 1997-1998 Asya krizinde bir ülkede (Tayland) başlayan krizin yatırımcıların sürü psikoloji etkisindeki davranışları sonucunda diğer bölge ülkelerine yayılması tecrübesine dayanmaktadır. Nitekim Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması'nın oluşturulmasından önce, kredi derecelendirme kuruluşlarının Portekiz ve İspanya'nın kredi notlarını düşürmesi sonucunda bu ülkelerin tahvil faizlerin iki katına çıkması ile beraber krizin diğer Avro bölgesi ülkelerine de yayılacağı endişesi alevlenmiştir.[65]

Yatırımcılar bazı ülkelerin borcunun sürdürülebilirliği konusunda endişeye kapılırlarsa, yükselen faizler nedeniyle bu ülkelerin yeni borç bulmaları ve borçlarını çevirmeleri zorlaşır. Bu güvensizlik piyasaları etkisi altına alırsa, yatırımcılar ellerindeki borç senetlerini satmaya ve borç arayan ülkelerin senetlerini almamaya başlar ki; bu durum "şelale kamu borcu krizleri" (cascade of sovereign debt crises) yaratır. Aslında, yatırımcıların güveni her ülkenin kendi şartlarına bağlıdır; ama Yunanistan krizinde olduğu gibi, piyasa güveninin krize karşı alınan tedbirler ve Avro bölgesi ile IMF'nin gelecekteki bir borç krizini yönetmedeki istek ve yeterliliği gibi faktörlerden de etkilendiği görülmüştür.[66]

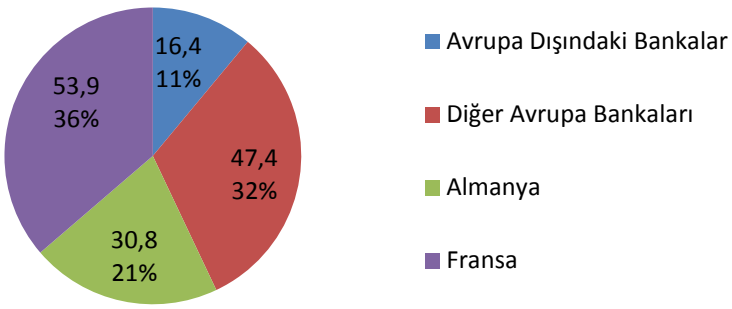
Ayrıca, bir üye devletin bütçe politikalarında gerçekleştirdiği değişiklikler, talep üzerindeki doğrudan etkilerin faiz oranı ve döviz kuru etkileri ile dengelenmesinden dolayı, diğer ülkelerin kısa vadeli büyümesi üzerinde önemli bir etki göstermemektedir. Ancak, talep oluşumunun uluslararası rekabet ve sermaye birikimi oranı üzerinde önemli yayılma etkileri olmakta ve bu durum orta vadeli

[65] Rebecca M. NELSON, Paul BELKIN ve Derek E. MIX, **Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications**, Congressional Research Report for Congress, 14 May 2010, s. 16.
[66] Rebecca M. NELSON, Paul BELKIN ve Derek E MIX, **Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications**, Congressional Research Report for Congress, 18 August 2011, s.16.

büyüme öngörülerini etkilemektedir. Bu yayılma etkileri önemli bir dengesizliğe işaret etmektedir: Bir veya daha fazla ülkede bütçe büyüklüğünün artması, bu ülkelerin ihracatını (ve diğer ülkelerin ithalatını) artırırken, artan hükümet borçlanması nedeniyle ortak faiz oranı ve döviz kurlarının artması, diğer ülkeleri olumsuz etkilemektedir. Dolayısıyla, bir ülkenin bütçe ile ilgili olarak uyguladığı belirli bir politikanın etkisi üç temel yoldan EPB içerisindeki ortaklarına yayılacaktır: (i) Dış ticaret, (ii) Avro Bölgesi'nin tamamında faiz oranları üzerindeki muhtemel etkiler, (iii) Ortak döviz kuru üzerindeki muhtemel etkiler.[67]

Yunanistan krizinin Avro bölgesine yayılması, Yunan devlet borç senetlerini elinde bulunduran bankaların maruz kaldıkları doğrudan ve dolaylı riskten de kaynaklanmaktadır. 2009 sonunda 150 milyar Avro'ya yaklaşan devlet dış borçlarının büyük kısmı Almanya ve Fransa olmak üzere, Avrupalı bankalar tarafından tutulmaktadır (Grafik-12). Dolayısıyla, Yunanistan'ın borçlarını yapılandırması veya ödeyememesi ihtimali bu ülkelerdeki bankalar üzerinde yoğun baskılar yaratmıştır.

Grafik-12: Yunan Tahvillerini Elinde Bulunduran Bankalar, 2009 (Milyar Avro ve %)



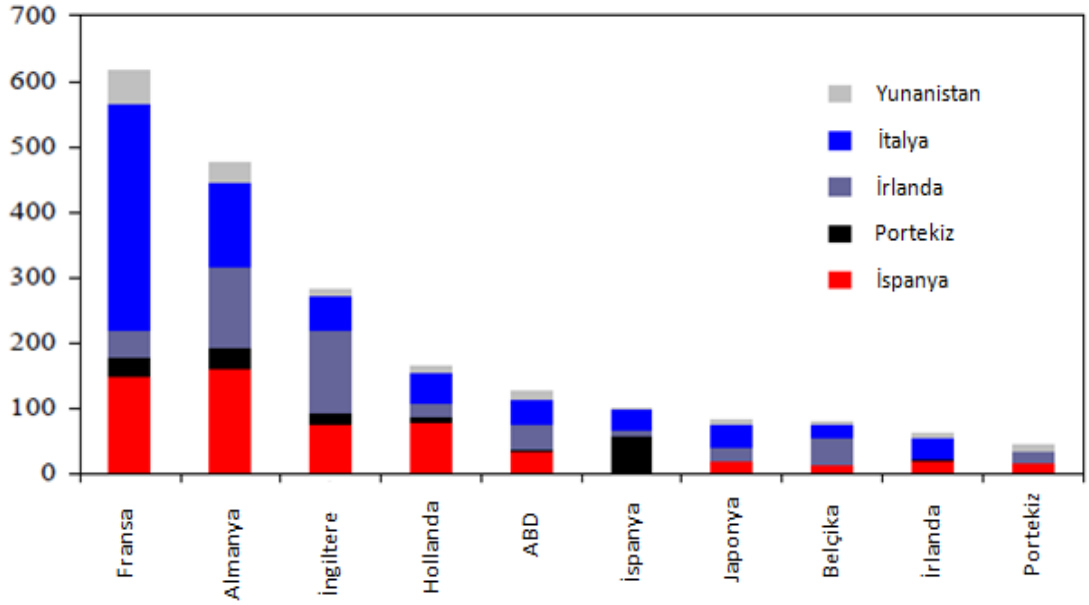
Kaynak: IMF(a), 2012, s. 208, Grafik-3'ten yararlanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Diğer taraftan, Yunanistan'daki bu durum, benzer şekilde yüksek kamu borcu olan diğer ülkeler üzerinde piyasada güvensizlikler oluşmasına neden olmuş ve bu ülke tahvillerini elinde bulunduran Avrupalı bankalar üzerinde baskıya yol açmıştır (Grafik-13). İspanya ve İrlanda'da emlak patlaması sonucunda yüksek oranda kamu ve özel sektör borcu ile yüksek bütçe açıkları bulunmaktadır. Portekiz bir emlak patlaması yaşamasa da kamu maliyesi dengesizlikleri ve yüksek özel

[67] EC, **Economic Policy in EMU, Part B, Specific Topics**, Economic Papers no.125, Brussels, November 1997, s. 105-106.

sektör borcu sorunuyla karşı karşıyadır. Dolayısıyla, Yunanistan'da yaşanan gelişmeler sonrasında yatırımcılar söz konusu ülkelerdeki risklerin artmasıyla ellerindeki bu ülke borç senetlerini satmaya başlamışlardır. İtalya, kamu borcunun büyük kısmının yerleşiklere olması nedeniyle bu kargaşadan sıyrılabilmiştir. Almanya ve Fransa, banka ve sigorta kuruluşlarının bu ülkelerdeki yüksek alacakları nedeniyle krize karşı daha hassas duruma gelmiştir.

Grafik-13: Ülkelerin 2009 Sonu İtibariyle GIIPS Devlet Tahvilleri Dolayısıyla Maruz Kaldıkları Risk (Milyar Avro)



Kaynak: EC (b), 2010 s.11, Grafik-8.

Sonuç olarak, Yunanistan'da başlayan borç krizi bu ülke ile sınırlı kalmamış, çeşitli dengesizlikler nedeniyle benzer durumda bulunan İrlanda, İspanya, İtalya ve İspanya'ya da sıçramıştır. Bu halkaya en son olarak Güney Kıbrıs Rum Kesimi eklenmiştir. Güney Kıbrıs, Yunanistan tahvillerinin tıraşlanması nedeniyle zor duruma düşen bankacılık sektörünün kurtarılması için 25 Haziran 2012'de ESM ve IMF'ye başvurmuştur.[68]

[68] Güney Kıbrıs bankacılık sektörünün ve kamu maliyesinin güçlendirilmesi ile sürdürülebilir ekonomik büyümenin sağlanmasına yönelik olarak, 10 milyar Avro'luk yardım paketi karşılığında, çeşitli yapısal ve mali reformlar öngören uyum programına ilişkin uzlaşma 25 Mart 2013 tarihinde sağlanmıştır.

II. KRİZİN AVRUPA ENTEGRASYONUNA OLAN ETKİSİ

Borç krizi, "Ekonomik ve Parasal Birlik"e ilişkin tartışmaların yeniden alevlenmesine neden olmuştur. 1999'da Avro'nun kabul edilmesinden beri ekonomik ve parasal birlik ile tamamlanmamış siyasi birlik arasındaki uyumsuzluk dile getirilmiş; Avro bölgesinde tek bir para politikası olması ile 17 farklı maliye politikası olmasının oluşturulan ortak para üzerinde sıkıntı doğuracağına vurgular yapılmıştır. Borç kriziyle birlikte, AB'de daha güçlü bir ekonomi yönetiminin olması ve İstikrar ve Büyüme Paktı'nın daha sıkı uygulanmasının gerektiği anlaşılmıştır. Ayrıca, ekonomik bütünleşmenin daha fazla derinleştirilmesine yönelik adımlar atılmaya başlanmıştır. Bu kapsamda, bir taraftan Avrupa Merkez Bankası'nın üstlendiği rol ve görevler artarken, Avro bölgesinde ve AB düzeyinde ekonomi yönetiminde (altılı paket, mali sıkılaştırma, makroekonomik dengesizlik prosedürü, Avrupa Sömestri gibi) ve finansal sistemin denetiminde (Avrupa Finansal Denetim Sistemi'nin oluşturulması) üye ülkeler arasındaki koordinasyonu artırmaya yönelik tedbirler alınmıştır.[69]

Diğer taraftan, borç krizi AB'nin ve Avro bölgesinin ekonomik bir krize karşı ne kadar savunmasız olduğunu da ortaya koymuştur. Dolayısıyla, krizi yatıştırmak ve gelecekteki benzer krizlerin yaşanmasını önlemek için, yavaş adımlarla da olsa, mali yardım mekanizmaları (EFSM-EFSF-ESM) oluşturulmuştur.

Yapılan bu açıklamalardan görüleceği üzere, borç krizi gerek EPB'de gerek AB'de üye ülkeler arasında politika koordinasyonunun, AB kurumlarının yetkilerinin ve Avrupa entegrasyonundaki derinleşmenin arttığı bir sürecin başlamasına yol açmıştır.

III. KRİZİN AVRO'NUN DEĞERİ VE DÜNYA EKONOMİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Avro bölgesindeki borç krizi sadece bu bölgede ve AB'de değil dünya ekonomisi üzerinde de etkiler doğurmuştur. Bu etki, bir yandan borç krizinin ve ekonomik büyümedeki azalmanın etkisiyle AB ülkelerinin Birlik dışından olan

[69] Söz konusu tedbirlerin detayları çalışmanın bir sonraki bölümünde anlatılacaktır.

ithalatlarını azaltmalarına (ticaret kanalı), diğer yandan AB ülkelerinden bölge dışına yapılan, başta doğrudan yabancı yatırımlar olmak üzere, yatırımların azalmasına (yatırım kanalı) bağlanabilir. Ayrıca, bölgedeki krizin daha da derinleşeceği yönündeki beklentiler (beklenti kanalı) ekonomik ajanların yatırımlarını daha güvenli bölgelere (safe haven) yapmasına veya bazı yatırımlarını ertelemesine yol açmıştır.

AB ülkelerinin kriz öncesinde % 19'un biraz üzerinde seyreden dünya ithalatındaki payı krizle beraber düşüşe geçmiştir.

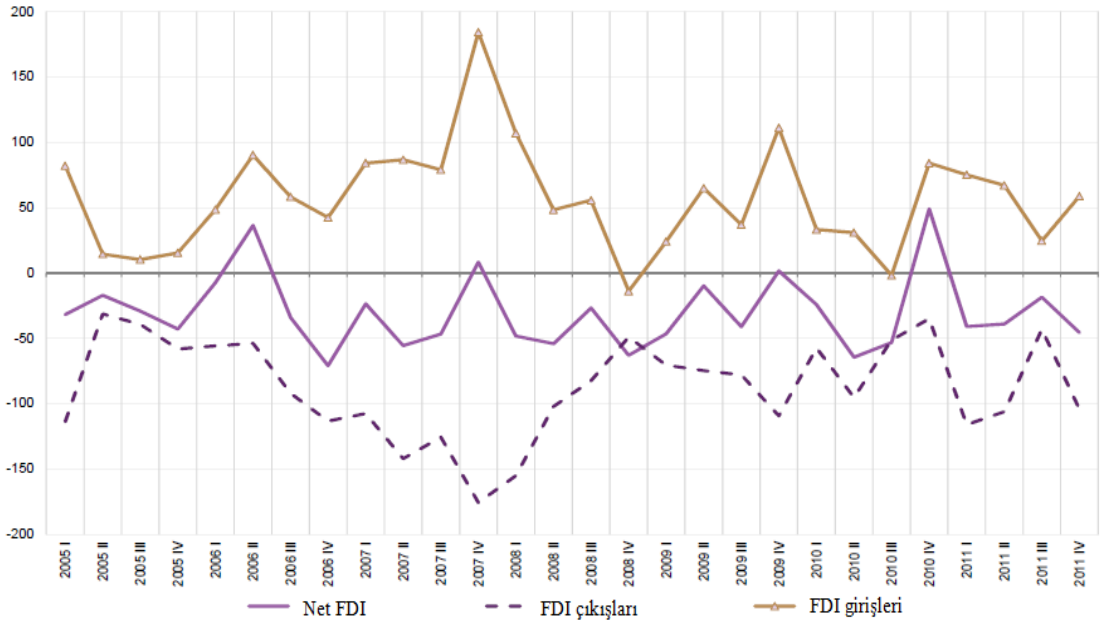
Tablo-2: AB Mal İthalatının Dünya Toplam İthalatındaki Payı (%)

2000-2008 ort.	2008	2009	2010	2011
19,2	19,3	18,4	17,5	16,4

Kaynak: Eurostat veritabanı kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur. (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupModifyTableLayout.do, erişim tarihi 14.07.2013)

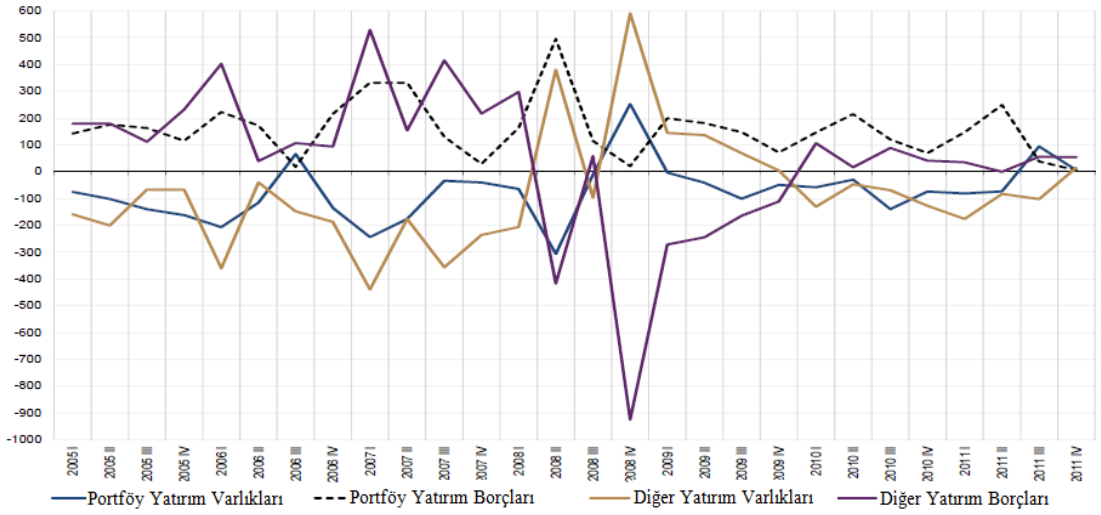
Ayrıca, AB'den yapılan yatırımlarına bakıldığında, gerek küresel krizin gerek borç krizinin Birlik ülkelerinden yapılan doğrudan yabancı yatırımlar (FDI) ile portföy ve diğer yatırımları olumsuz etkilediği görülmektedir.

Grafik-14: AB'nin FDI Akımları, 2005 Q1 – 2011 Q4 (Milyar Avro)



Kaynak: NOWAK, 2012, Grafik-2.

Grafik-15: AB'nin Portföy ve Diğer Yatırım Akımları, 2005 Q1 – 2011 Q4 (Milyar Avro)



Kaynak: NOWAK, 2012, Grafik-3.

Avro'nun uluslararası paralar (özellikle ABD Doları) karşısındaki değerine bakıldığı zaman, Yunanistan krizinin patlak verdiği 2009 sonundan, ilk kurtarma paketinin açıklandığı Mayıs 2010'a kadar, Avro'nun Dolar karşısında ciddi bir değer kaybına (yaklaşık % 15) uğradığı, kurtarma paketinin açıklanmasıyla beraber değer kazanmaya başlasa da 2011 baharından sonra özellikle Yunanistan'ın iflas edeceği yönündeki spekülasyonlar, açıklanan paketlerin yetersiz kalacağı ve krizin diğer çevre ülkelere de yayılacağı yönündeki beklentiler nedeniyle yeniden değer kaybetmeye başladığı, fakat kriz öncesi seviyesine dönmediği görülmektedir (Grafik-16).

Grafik-16: Avro / USD Paritesi, Ocak 2009 –Ocak 2013



Kaynak: Avrupa Merkez Bankası http://www.ecb.int/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html, erişim tarihi 22.02.2013.

Avro'nun değer kaybetmesi, Avro bölgesi ülkelerinin ticaret ortaklarına özellikle de Avrupa'nın en büyük ticaret ortağı ABD'ye karşı rekabet avantajı sağlamaktadır. Dolar karşısında değer kaybeden Avro, Avro bölgesi ülkelerinin ABD'ye olan ihracatını artırırken, ithalatını azaltacaktır. Bu durum ise başta cari açık veren GIIPS ülkeleri olmak üzere, Avro bölgesi ülkelerinin ödemeler dengesi üzerinde olumlu etki yapacaktır. Avro'nun Dolar karşısındaki değer kaybının diğer bir sonucu ise, enerji açısından dışarı bağımlı olan Avrupa ülkelerinin Dolar cinsinden belirlenen petrol ve doğalgaz fiyatlarının Avro cinsinden değerinin düşmesinin yine ödemeler dengesini ve enerji maliyetlerini olumlu etkilemesidir.

Diğer taraftan, Avro'daki bu değer kaybı ABD'nin cari açığını olumsuz etkilemekte, özellikle Çin karşısında yüksek açık veren ve yurt dışı borçları kabaran ABD üzerinde baskıların artmasına yol açmaktadır. Avrupa'daki kemer sıkma politikaları ve Avrupa ülkelerinin Aralık 2011'de kamu harcamalarına sınır getirilmesine ilişkin vardıkları anlaşma ve borç krizinin de etkisiyle düşük seyreden büyüme oranları 2008 finansal krizi ertesinde toparlanmaya çalışan ABD ve dünya ekonomisini de etkilemektedir.

AB ile ABD arasındaki ticaret ve yatırım bağları oldukça önemlidir. Kriz öncesinde ABD ihracatının yaklaşık 1/5'i AB'ye gerçekleşmekte olup ABD'nin sınır ötesi varlıklarının yarısından fazlası Avrupa'dadır. Aynı şekilde Avrupa'nın yabancı varlıklarının % 40'ı ABD'dedir.[70] Dolayısıyla, AB'de derinleşen bir kriz ABD ve dünya ekonomisini etkilemektedir.

Borç krizinin ABD ekonomisi için diğer bir önemi de ABD bankalarının maruz kaldıkları risktir. ABD bankalarının sorunlu ülkelerde maruz kaldıkları doğrudan risk çok fazla değildir. Örneğin, Aralık 2010 sonunda ABD bankalarının elindeki Yunan devlet ve özel sektör tahvillerinin tutarı 7,5 milyar Dolar'dır. İtalya'daki alacakları dolayısıyla katlanılan doğrudan risk ise 36,7 milyar Dolar'dır. Durumu, ABD için kritik yapan husus, türev sözleşmeler, garantiler, kredi taahhütleri, CDS'ler nedeniyle ABD bankalarının sorunlu ülkelerde maruz kaldığı "diğer potansiyel riskler"dir. Bu potansiyel riskler dikkate alındığında, ABD bankalarının maruz kaldığı dolaylı risklerin Yunanistan'da 34,1 milyar dolar, İtalya'da 230 milyar dolar olduğu; GIIPS ülkelerinin tamamı dikkate alındığında ise

[70] DADAUSH Uri et al, **Paradigm Lost The Euro In Crisis**, Carnegie Endowment for International Peace, 2010, s. 110.

toplam katlanılan riskin 641 milyar dolar olduğu tahmin edilmektedir.[71] Mart 2012'de ise ABD'nin GIIPS ülkeleri nedeniyle maruz kaldığı doğrudan ve dolaylı risklerin 770 milyar Dolar (ABD'nin sınır ötesi toplam riskinin % 7,5'i) olduğu tahmin edilmektedir. Bu rakamlar ABD bankalarının hedge ve kefaletlerini, banka dışı finansal kurumların risklerini ve bankaların GIIPS ülke tahvillerini elde tutan diğer Avrupa ülkelerdeki risklerini kapsamamaktadır.[72]

Avrupa'daki borç krizinin gelişmekte olan BRIC ülkeleri üzerindeki etkileri ise nispeten daha az olmuştur. Hatta bu ülkeler, 2010 ve 2011'de oldukça yüksek büyüme oranları göstermiş, ayrıca gelişmiş ekonomilerdeki (AB, ABD, Japonya) düşük büyüme oranları yüksek getiri peşindeki yatırımcıların daha hızlı büyüyen gelişmiş ekonomilere yönelmesine yol açmıştır. Ancak, 2011 sonlarında Avrupa ve ABD'deki bankaların, Avrupa borç krizinin derinleşeceğine yönelik beklentileri nedeniyle, açtıkları kredileri sıkılaştırmaları nedeniyle gelişmekte olan ülkeler de borç krizinin etkilerini hissetmeye başlamıştır.[73]

Avrupa'daki kriz, başta Afrika ülkeleri olmak üzere, az gelişmiş ülkeleri de etkilemiştir. Söz konusu etkileme ticaretin, özel sermaye yatırımlarının, yardımların azalması aracılığıyla olmuştur. AB'nin az gelişmiş ülkelerden olan ticareti (özellikle ithalatı) küresel krizin ve borç krizinin etkisiyle oldukça azalmış, ancak 2011 yılından sonra toparlanma başlamıştır. Ayrıca, yaşanan krizler nedeniyle az gelişmiş ülkelerin ürettiği mallara olan küresel talebin azalması bu ülkelerin ihracatını ve büyüme oranlarını olumsuz etkilemiştir. Bununla beraber, borç krizinin etkileri az gelişmiş ülkelerin AB'ye olan ihracatının toplam ihracatları içindeki payının yıllar itibariyle azalması (2002 yılında az gelişmiş ülkelerin AB'ye olan ihracat payı % 40 civarındayken[74] bu oran 2011 sonunda % 21,6[75] olmuştur.) nedeniyle sınırlı olmuştur. Küresel kriz ve borç krizi sonrasında az gelişmiş ülkelere olan özel sermaye yatırımları da azalmıştır. Özellikle portföy yatırımları 211 yılında bir önceki

---

[71] NELSON et al., 2011, s. 15, 16.
[72] NELSON et al., 2012, s. 13.
[73] Tim CHRISTENSEN, **The Global Effects of the European Sovereign Debt Crisis,** April 2012, s. 10. http://ebook.law.uiowa.edu/ebook/sites/default/files/Global%20Effects%20of%20the%20European%20Sovereign%20Debt%20Crisis.pdf, erişim tarihi 20.02.2013.
[74] CHRISTENSEN, 2012, s. 18.
[75] EC (ö), **LDCS EU Bilateral Trade With The World**, 29 November 2012, s. 5. http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2006/september/tradoc_113484.pdf, erişim tarihi 20.02.2013.

yıla göre % 60 düşmüştür.[76] AB ülkelerinin az gelişmiş ülkelere yaptıkları kalkınma yardımları da borç krizinden olumsuz etkilenmiştir. OECD bünyesindeki Kalkınma Yardım Komitesi'nde (Development Assistance Committee) bulunan AB ülkelerinin programa katkıları ciddi şekilde azalmıştır. 2010 - 2011 yılları arasında Yunanistan'ın katkısı % 39, İspanya'nın katkısı % 33, Fransa'nın katkısı % 6, İrlanda'nın katkısı ise % 3 azalmıştır.[77]

IV. KRİZİN SİYASİ ETKİLERİ

Avro krizi sadece ekonomik değil, aynı zamanda siyasi sonuçlar da doğurmuş, birçok Avro bölgesi ve AB ülkesinde hükümet değişiklikleri yaşanmıştır.

İrlanda'da 2010 yılındaki kriz ve AB-IMF destekli kurtarma paketinin belirsizliği nedeniyle Şubat 2011'de erken seçime gidilmiş, mevcut hükümet seçimleri kaybederek yeni hükümet kurulmuştur.

Yunanistan'da George Papandreou başkanlığındaki PASOK partisi hükümeti, sunduğu kemer sıkma ve kurtarma paketinin parlamentoda reddedilmesi üzerine Kasım 2011'de istifa etmiş ve eski AMB başkan yardımcısı Lucas Papademos başkanlığında meclisteki üç partinin desteğiyle geçici koalisyon hükümeti kurulmuş, Mayıs 2012'deki erken seçimleri sonrasında en fazla oyu alan Yeni Demokrasi Partisi başkanı Antonis Samaras hükümeti kuramayınca Haziran 2012'deki ikinci seçimlerde tekrar en yüksek oyu alan Yeni Demokrasi Partisi, PASOK ve DIMAR partileriyle Samaras başbakanlığında koalisyon hükümeti kurmuştur.

Portekiz'de hükümetin sunduğu kemer sıkma tedbirlerini parlamentonun kabul etmemesi üzerine, Mart 2011'de başbakan José Sócrates istifa ederek Haziran 2011'de erken seçime gidilmiştir. Seçimler sonucunda, Sócrates'in Sosyalist Parti'si seçimi kaybetmiş ve Sosyalist Demokrat Partisi seçimi kazanarak Pedro Passos Coelho yeni başbakan olmuştur.

[76] Isabella MASSA, Jodie KEANE ve Jane KENNAN, **The Euro Zone Crisis And Developing Countries**, ODI Working Paper 345, May 2012, s. 37.
[77] MASSA et al., 2012, s. 40.

İspanya'da Zapatero hükümeti mevcut krizin yönetilmesinde başarısız olunca, Kasım 2011'deki erken genel seçimde hükümet değişikliği olmuş ve Mariano Rajoy hükümeti iktidara gelmiştir.

İtalya devlet tahvilleri ve ekonomisine ilişkin piyasalarda oluşan baskı sonucunda, Berlusconi hükümeti Kasım 2011'de istifa etmiş ve Mario Monti başkanlığında teknokrat bir hükümet kurulmuştur.

Slovenya'da Borut Pahor hükümetinin ekonomik krizle mücadele etmek için sunduğu tedbirlerin Haziran 2011'deki referandumda reddedilmesi sonucunda, hükümet Eylül 2011'de istifa etmiş ve Aralık 2011'deki erken seçimlerde Janez Janša hükümeti işbaşına gelmiştir.

Slovakya'da başbakan Iveta Radičová koalisyon ortaklarının EFSF'nin onaylaması karşılığında Mayıs 2012'de erken seçime gitmek zorunda kalmış ve seçim sonrasında Robert Fico hükümeti iş başına gelmiştir.

Hollanda'da 14 milyar Avro'luk kemer sıkma paketine ilişkin bütçe görüşmelerinde meclisteki partilerin uzlaşamaması üzerine, Mark Rutte hükümeti istifa etmiş, ancak Eylül 2012'deki seçimlerde en yüksek oyu alan iktidar partisi başkanı Mark Rutte başkanlığında ikinci Rutte hükümeti kurulmuştur.

Fransa'da Mayıs 2012'deki seçimlerde, ekonomideki kötü gidişin de etkisiyle, başkan Nicolas Sarkozy seçimleri kaybetmiş ve François Hollande seçimleri kazanarak yeni başkan olmuştur.

Güney Kıbrıs Rum Kesimi'nde 17 Şubat'ta yapılan başkanlık seçiminde hiçbir aday % 50 çoğunluğu sağlayamadığı için 24 Şubat 2013'te yapılan ikinci tur oylamada mevcut başkan Demetris Christofias yeniden aday olmamış ve partisinin adayı seçimi kaybetmiş; kurtarma paketi yanlısı olan Nicos Anastasiades başkan seçilerek ve bu ülkede de iktidar değişikliği olmuştur.

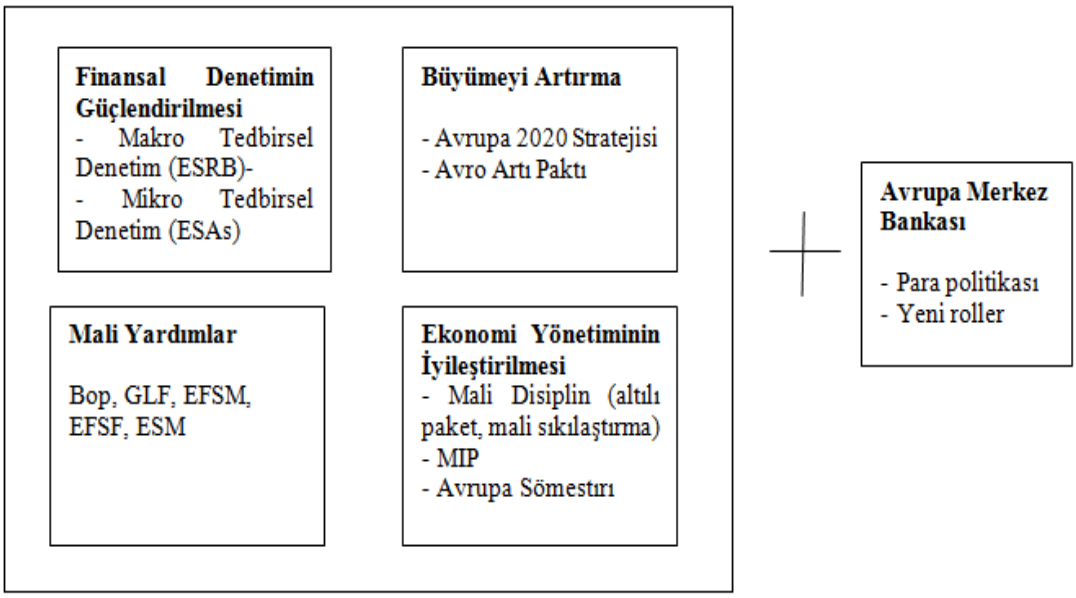
Görüldüğü üzere, borç krizi birçok Avrupa ülkesinde siyasi sonuçlar doğurmuş; özellikle kemer sıkma ve kurtarma paketlerini uygulamak isteyen hükümetler görevi bırakmak zorunda kalmıştır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BORÇ KRİZİNE KARŞI ALINAN TEDBİRLER

Başta krizdeki ülkeler olmak üzere, AB ülkeleri kemer sıkma politikaları gibi krize karşı çeşitli tedbirler almaya çalışmışlardır. Diğer taraftan, AB ve Avro bölgesi düzeyinde de borç krizine karşı çeşitli tedbirler alınmaya başlanmıştır. Bu tedbirlerden bir kısmı kriz nedeniyle piyasalarda oluşan tedirginliği yatıştırmaya dönük tedbirler olup, diğer bir kısmı EPB'de ekonomi politikalarının yönetiminde koordinasyonun güçlendirilmesi, finansal denetimin artırılması, mali yardım mekanizmalarının oluşturulması ve ekonomik büyümenin teşvik edilmesine yönelik yapısal ve kurumsal reformlar yapılması şeklindedir. Avrupa Merkez Bankası da gerek uyguladığı para politikası tedbirleri gerek üstlendiği yeni roller ile krize karşı alınan tedbirlerde aktif rol almıştır.

Şekil-1: AB ve Avro Bölgesi Düzeyinde Borç Krizine Karşı Alınan Tedbirlerin Görünümü



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

I. KRİZE KARŞI ALINAN PARA POLİTİKASI TEDBİRLERİ

Avrupa Merkez Bankası (AMB), Avrupa Merkez Bankaları Sistemi ve Eurosistem'in merkezi olarak Avro'nun satın alma gücünün korunması ve Avro bölgesinde fiyat istikrarının korunmasından sorumludur. Eurosistem'in para politikası kararları AMB'nin Yönetim Konseyi (Governing Council) tarafından alınır ve sisteme üye olan Avro bölgesi ülkelerinin merkez bankaları tarafından uygulanır.

AMB'nin operasyonel çatısının temel amaçları para piyasasında kısa vadeli faiz oranlarını yönetmek, para politikasının sinyalizasyon etkisini desteklemek, para piyasalarına likidite sağlamak ve bu piyasaların düzgün çalışmasını temin etmek, serbest piyasa ekonomisi kurallarına ve kaynakların etkili tahsisine uyumu sağlamak, finansal kurumlara eşit davranılmasını ve kural ile prosedürlerin uyumlaştırılmasını sağlamak olarak gösterilebilir. Finansal kriz öncesinde likidite yönetimi politikası para piyasasındaki faiz oranlarının yönetimine odaklanmıştı.[78] Yani, gelenekselpolitika aracı olan kısa vadeli faiz oranları kullanılmaktaydı. Ancak finansal krizle birlikte bu araç etkinliğini kaybetmiştir. Zira Lehman Brothers'ın iflasının ardından, AMB 7 ay içerisinde faiz oranlarını % 4,25'ten % 1'e kadar indirmiş ve Nisan 2011'deki % 0,25'lik artışa kadar tarihi dip seviyelerinde tutmuştur. Finansal kriz AMB'yi geleneksel faiz oranı politikasının ötesine geçerek geleneksel olmayan politikalar uygulamaya zorlamıştır. Bu geleneksel olmayan tedbirler, faiz oranı politikasına bir alternatif olarak değil, finansal kriz dönemlerinde fiyat istikrarını sağlama amacından taviz vermeden faiz oranları politikasını tamamlayıcı tedbirler olarak görülmüştür.[79] Diğer bir ifadeyle, AMB geleneksel olmayan tedbirleri, faiz oranı kararlarının para piyasasına etkili aktarımının desteklenmesi amacıyla kullanmaya başlamıştır.

AMB'nin krize karşı aldığı tedbirleri küresel finansal krizin başladığı Eylül 2008 sonrası dönem ve Avro bölgesi borç krizinin başladığı Mayıs 2010 sonrası dönem olarak ikiye ayırarak incelemek faydalı olacaktır.

Küresel finansal kriz ertesinde, AMB diğer merkez bankaları gibi, faiz oranlarını aşağı çekmeye başlamıştır. Bunun sonucunda, faiz oranları Ekim

[78] Fabian ESER, Marta Carmona AMARO, Stefano IACOBELLI ve Marc RUBENS, **The Use Of The Eurosystem's Monetary Policy Instruments and Operational Framework Since 2009**, ECB Occasional Paper Series No 135, August 2012, s. 8.
[79] José Manuel GONZÁLEZ-PÁRAMO, **The ECB's Monetary Policy During The Crisis,** Closing Speech, at the Tenth Economic Policy Conference, Málaga, 21 October 2011.

2008'deki % 4,25 seviyesinden Mayıs 2009'a kadar % 1'e düşmüştür. Bunun yanında, *"güçlendirilmiş kredi desteği (enhanced credit support)"* olarak adlandırılan bir takım geleneksel olmayan tedbirler de alınmaya başlamıştır. Bu geleneksel olmayan tedbirler 5 temel unsurdan oluşmaktaydı.[80]

1. **Sabit oranlı tam tahsis (fixed rate full allotment) prosedürü:** Bu prosedür uyarınca, normal uygulamanın aksine, Avro bölgesindeki uygun finansal kuruluşlar, yeterli teminat sağlamaları halinde merkez bankası likiditesine sınırsız olarak erişebilmişlerdir.

2. **Sağlanan likiditenin vadesinin uzatılması:** Haziran 2009'da, daha uzun dönemli yeniden finansman operasyonlarının (Longer Term Refinancing Operations - LTRO) azami vadesi geçici olarak 12 aya uzatılmıştır. Bu durum, Avro bölgesindeki bankaların yeniden finansman sağlamalarındaki vade endişelerini azaltmada Eurosistem'in aracılık rolünü artırmıştır. Böylece, azalan belirsizlik ve daha uzun vade planlaması ile bankaların ekonomiye kredi sağlamaları teşvik edilmek istenmiştir.

3. **Teminatların genişletilmesi:** Eurosistem'in yeniden finansman operasyonları için kabul edilen teminatların listesi genişletilmiştir. Örneğin, varlığa dayalı olanlar dışındaki tahviller için kredi derecelendirme eşiği A-'den BBB-'ye çekilmiş ve ABD Doları, Japon Yeni, İngiliz Sterlini cinsinden teminatlar kabul edilmiştir. Daha az likiditeye sahip varlıkların merkez bankalarınca yeniden finanse edilebilirliği, bankalar arası borçlanmanın durması sonucu oluşan likidite sıkışıklıklarını aşmayı hedeflemiştir.

4. **Döviz swap anlaşmaları:** Eurosistem, Avro cinsinden teminat karşılığında, başta ABD Doları olmak üzere, yabancı paralar cinsinden çeşitli vadelerde likidite sağlamıştır. AMB, finansal kriz süresince Dolar sıkışıklığına düşmemek için ABD Merkez Bankası ile karşılıklı para anlaşmaları yapmıştır.

5. **İpotekli tahvil alım programı (Covered Bond Purchase Programme – CBPP):** Eurosistem, Temmuz 2009 - Temmuz 2010 arasında, Avro bölgesinde ihraç edilen Avro cinsinden toplam 60 milyar Avro tutarında ipotekli tahvil satın almıştır. Programın 4 amacı bulunmaktaydı: (i) para piyasasında faiz

[80] Philippine COUR-THIMANN, Philippe DE ROUGEMONT ve Bernhard WINKLER, **The ECB's Monetary Policy Response To The Crisis: The Role Of Institutional Factors And Financial Structure**, ECB, 16 April 2012, s. 8, 9.

oranlarını düşürmek, (ii) finansal kuruluşların hanehalkına ve özel sektöre kredi açmalarını teşvik etmek, (iii) finansal kuruluşlar ve özel sektör için kredi şartlarını hafifletmek, (iv) özel kesim tahvil piyasasının önemli segmentlerinde likiditeyi artırmak. Özetle, programın temel amacı, Avro bölgesinin birçok yerinde çok önemli bir piyasa olan ipotekli tahvil piyasasını canlandırarak bankalara ve reel sektöre finansman sağlamaktı.

Alınan bu tedbirler ve diğer merkez bankalarının krize karşı aldıkları önlemler sonucunda krizin etkileri azalmaya başlayınca, AMB geleneksel olmayan tedbirleri aşamalı olarak kaldırmaya başlamıştır. Aralık 2009 – Nisan 2010 arasında bu süreç 3, 6 ve 12 aylık ek yeniden finansman operasyonlarının yenilenmemesi ile başlamıştır. Teminat şartlarına ilişkin sağlanan kolaylıklar sıkılaştırılmış, teminat listesi daraltılmış, ABD Doları cinsinden sağlanan likidite desteği sonlandırılmış ve 3 aylık yeniden finansman operasyonlarında değişken faizli teklif prosedürü yeniden getirilmiştir.[81]

2010 baharında Yunanistan'da başlayan ve sonra diğer çevre ülkelere yayılan borç krizi nedeniyle, AMB aldığı tedbirlerden vazgeçme sürecini yeniden değerlendirmek durumunda kalmıştır. Mayıs 2010 sonrasında devlet tahvil piyasalarının işlememesi, devlet tahvillerinin de özel sektör tahvilleri için bir referans noktası olması ve banka bilançolarında önemli bir yer tutmaları nedeniyle, borç krizi para politikası kararlarının reel ekonomiye aktarım mekanizmasını bozan bir gelişme olarak değerlendirilmiştir.[82] AMB, piyasaları yatıştırmak ve para politikası aktarım mekanizmasının işlemesini sağlamak için, 10 Mayıs 2010'da Avro bölgesi tahvillerini ikincil piyasadan satın almasını sağlayan *Tahvil Piyasaları Programı (Securities Markets Programme - SMP)*'nı başlatmıştır. Tahvil piyasalarına yapılan bu müdahale Antlaşmadaki kurtarma yapmama ilkesini (no-bail out clause) ihlal etmemek için sadece ikinci piyasa ile sınırlandırılmış ve satın almalar sonucunda oluşan likidite haftalık olarak düzenlenen operasyonlarla sterilize edilerek[83] fiyat istikrarı programdan olumsuz etkilenmemiştir.[84]

[81] ESER et al., 2012, s. 5.
[82] COUR-THIMANN, 2012, s. 9.
[83] Sterilizasyon, bir merkez bankasının devlet tahvillerini satın alarak piyasaya sürdüğü likiditeyi, para arzını değiştirmemek için başka varlıklar satarak piyasadan çekmesidir.
[84] ESER et al., 2012, s. 13.

Tahvil piyasaları programı başlangıçta etkili olmuş ve piyasaları kısmen yatıştırarak devlet tahvili faizlerinin düşmesine yardımcı olmuştur. Programın etkisi Avrupa Finansal İstikrar Kolaylığı'nın aynı dönemde oluşturulmasıyla daha da artmıştır. SMP, geçici bir süre için oluşturulmuş olsa da krizdeki ülkelere sorunları için köklü çözüm bulmalarında ve kamu maliyelerini düzeltmelerinde zaman kazandırmıştır. Ancak, başta Yunanistan olmak üzere, krizdeki ülkeler bu zamanı etkili kullanamamışlar ve kendilerinden beklenen reformları ve uygulanması gereken programları tam olarak yap(a)mamışlardır.[85]

Temmuz 2011'de, borç krizinin İtalya ve İspanya'ya sıçrayarak bu ülke tahvil piyasalarının işlemez hale gelmesi üzerine, AMB 7 Ağustos 2011'de tahvil piyasaları programını aktif olarak uygulama kararı almıştır. Tahvil piyasalarındaki bu olumsuz gelişmeler ve bu gelişmelerin reel ekonomiye olan etkilerin neden olduğu bankalar arası piyasada artan bölünme, açık piyasa işlemlerindeki vadelerin uzamasına neden olmuştur. 9 Ağustos 2011'de 6 aylık, 6 Ekim 2011'de 12 ve 13 aylık LTRO yapılmıştır. Ayrıca, AMB 6 Ekim 2011'de ikinci ipotekli tahvil alım programını (CBPP2) başlatarak bir yıl içinde 40 milyar Avro'luk alım gerçekleştirmiştir.[86]

Alınan bu önlemlere rağmen, ekonomik görünümlerin daha da kötüleşme eğilimi taşıması, borç krizinin derinleşmesi, kredi daralması, 2011 yazı sonrasında Avro bölgesindeki birçok ülkede banka hisselerinin büyük değer kaybetmesi ve bankaların yüklü tutarda ek sermaye koyma gereksinimlerinin doğması üzerine 8 Aralık 2011'de AMB aşağıdaki hususları içeren ek tedbir paketini açıklamıştır.[87]

1- 3'er yıl vadeli 1 yıl içinde erken ödeme opsiyonlu iki adet LTRO yapılması,
2- Merkez bankası likiditesine ulaşmak için gerekli olan teminatların genişletilmesi (Varlığa dayalı tahvillerdeki kredi derece eşiği aşağı çekilmiş ve ulusal merkez bankalarının geçici olarak sağlıklı kredilerinden olan alacakları teminat olarak kabul edebilmelerine izin verilmiştir.),
3- Munzam karşılıklarının geçici olarak % 2'den % 1'e indirilmesi.

[85] COUR-THIMANN et al, 2012, s. 11.
[86] ESER et al., 2012, s. 13.
[87] http://www.ecb.int/press/pr/date/2011/html/pr111208.en.html, 21.02.2013.

Açıklanan bu geleneksel olmayan tedbirler uluslararası piyasalardaki artan endişelerin yatıştırılmasında ve sistemik bir krizin önlenmesinde başarılı olmuştur. İki LTRO'ya katılım beklenenin üzerinde gerçekleşmiş; ilkine 523 finansal kurum katılarak 489,2 milyar Avro, ikincisine ise 800 kurum katılarak 529,5 milyar Avro toplanmıştır. Bu operasyonlar, Eurosistem'in Avro bölgesinde bir bankacılık krizini önlemedeki kapasite ve kararlılığını göstermiş oldu. Operasyonların ardından, Avro bölgesindeki para piyasası katılımcıları, krizdeki ülkelerde bulunanlar piyasalara daha az ulaşma imkânı bulmakla birlikte, likidite şartlarında iyileşme olduğunu belirtmişlerdir. 2008 sonundaki seviyelerine ulaşan para piyasası spreadleri tedbirlerin açıklanmasının ardından azalmaya başlamıştır. Açıklanan tedbirlere devlet tahvil piyasaları da olumlu tepki vermiş, 10 yıl vadeli tahvil faizlerinin Alman tahvilleri ile olan marjları sabitlenmiş veya az da olsa azalmıştır. Devlet tahvilleri CDS'lerinde de benzer durum yaşanmıştır. Ancak, Mart 2012'de devlet tahvil piyasalarındaki tansiyon İspanya ve İtalya'nın kamu maliyesi hedeflerine ulaşamayacağı endişeleri nedeniyle artmıştır. Bu durum, Eurosistem'in aldığı geleneksel olmayan geçici tedbirlerin para politikası aktarım mekanizmasının sağlıklı işlemesi ve sistemik kriz riskinin azaltılmasını amaçladığını göstererek Avro bölgesindeki borç krizine neden olan problemlerin çözümü için yapısal reformların yapılması gerektiğinin altını çizmiştir.[88]

2 Ağustos 2012'de AMB başkanı, AMB'nin amaçlarına ulaşmak için doğrudan açık piyasa işlemleri yapmayı düşündüğünü açıklamış, bu açıklamanın akabinde 6 Eylül 2012'de AMB Yönetim Konseyi, uygun para politikası aktarım mekanizmasını sağlamak için ikincil piyasada uygulayacağı *Doğrudan Parasal İşlemler (Outright Monetary Transactions - OMT)*'e ilişkin teknik detayları ilan etmiştir.[89] Buna göre OMT aşağıdaki koşulları içermektedir.

- OMT'nin uygulanması katı ve etkili bir şekilde EFSF/ESM programının uygulanması şartına bağlıdır.
- OMT uygulaması gelecekteki EFSF/ESM programlarına uygulanacaktır. Mevcut bir makroekonomik uyum programı kapsamındaki bir ülkenin tahvil piyasalarına yeniden erişmesinde de kullanılabilir.

[88] BANCO DE PORTUGAL (a), 2012, s. 60.
[89] http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html, erişim tarihi 22.02.2013.

- İşlemler 1-3 yıl vadeli tahvillere uygulanacak olup önceden belirlenmiş bir miktar sınırlaması yoktur.
- OMT dolayısıyla yaratılan likidite sterilize edilecektir.
- AMB, özel sektör veya diğer alacaklılar ile aynı konumda olacaktır. Yani AMB'nin alacaklarının diğer yatırımcılara göre bir önceliği olmayacaktır.
- OMT ile birlikte SMP uygulaması son bulacaktır.

AMB, yukarıda izah edilen para politikası tedbirlerine ilaveten, üstlendiği yeni rollerle de krize karşı tedbir alınmasında görevler edinmiştir. Bu kapsamda, AMB'nin finansal istikrar ve ülkelere özgü ekonomik gözetim konularında verdiği danışmanlık konusunda bir yeniden yönlendirme olmuştur. Finansal istikrar konusunda danışmanlık rolü, ABİHA'nın 127/4. maddesinden kaynaklanmakta olup kriz öncesinde de mevcuttu; ancak bu rol krizle birlikte önem kazanmıştır. Avrupa Komisyonu finansal krize karşı alınan ortak ilkelerin uygulanmasında üye ülkelere rehberlik ederken AMB ile birlikte çalışmıştır. Ayrıca, AMB banka borçlarına ilişkin devlet garantileri verilmesi, banka sermaye yapılandırmalarının fiyatlandırılması ve banka varlık yapılarının güçlendirilmesi konularında tavsiyelerde bulunmuştur. Bu "yumuşak yasal" araçların ötesinde, AMB finansal istikrarın sağlanmasına yönelik olarak ulusal mevzuatların değiştirilmesi için çok sayıda görüş önermiştir.[90]

AMB'nin antlaşmadan kaynaklanan danışmanlık rolünün yanında yeni bir danışmanlık faaliyeti daha gündeme gelmiştir: Ülkeye özgü çalışmalarda AMB personelinin dâhil olması. İlk önemli vaka da Avrupa Komisyonu, AMB ve IMF yetkililerinin Yunanistan uyum programını Yunan yetkililerle görüşmelerinde yaşanmıştır. O zamandan beri programın uygulanmasının takibi konusunda düzenli çalışmalar yapılmaktadır. Avrupa Finansal İstikrar Kolaylığı (EFSF) altında Portekiz ve İrlanda için de benzer bir yöntem izlenmiştir. Bu uygulama, Avrupa İstikrar Mekanizması (ESM) Antlaşması ile kurumsal yapıya kavuşturulmuş; AMB'nin EFSF ve ESM ile ilişkili finansal istikrar risklerini değerlendirmesi öngörülmüştür. Ayrıca AMB yetkilileri, Komisyon ve IMF ile beraber sürdürülebilir borç analizi ve

[90] Marion SALINES, Gabriel GLÖCKLER ve Zbigniew TRUCHLEWSKI, "Existential Crisis, Incremental Response: The Eurozone's Dual Institutional Evolution 2007-2011", **Journal of European Public Policy**, 2012, s. 5.

uyum programının görüşmelerine katkı sağlamışlardır. Yeni ekonomi yönetiminde AMB'nin ülkelerin ekonomik gözetimine katılımı da beklenmektedir. Altılı Paket[91], AMB ve Avrupa Komisyonu'nun Avro bölgesi ve Döviz Kuru Mekanizması II'ye katılan ülkelerin yerinde gözetimini yapmasını getirmiştir. Tüm bunlar, AMB'nin danışma rolünün ülkelere özgü artırılmış gözetime yöneldiğini göstermektedir. [92]

AMB'ye verilen diğer bir yeni rol, Avrupa Sistemik Risk Kurulu'nun AMB ile yakından ilişkilendirilmesi ile kendisini göstermiştir. Finansal kriz, AB'nin finansal denetim düzenlemelerinin fazlasıyla bireysel şirketlere odaklandığını ve sistemik riske çok fazla önem vermediğini ortaya koymuştur. Bu açığı kapatmak için Avrupa finansal sisteminin bütün olarak makro bazda daha ihtiyatlı gözetimini yapacak Avrupa Sistemik Risk Kurulu oluşturulmuştur. ABİHA'nın 127/6. maddesindeki yetkiye istinaden, AMB'ye yeni oluşturulan yapı içinde önemli bir rol verilmiştir. AMB başkanı Avrupa Sistemik Risk Kurulu'nun re'sen 5 yıllığına başkanı olmuş ve kurulun asıl karar alıcı organı olan Genel Kurul'un 38 üyesinin 29'u AB merkez bankacılarından oluşturulmuştur. Ayrıca, AMB kurulun sekreterliğini yaparak idari ve lojistik destek sağlamaktadır.[93] Diğer taraftan, Avrupa Komisyonu tarafından Avro bölgesinde bankacılık birliği oluşturulması yönünde atılan ilk adım olan Tek Denetim Mekanizması'nda, AMB'ye Avro bölgesindeki bütün bankaların denetimini yapması yönünde yeni bir rol verilmesi öngörülmektedir.

Görüldüğü üzere, krizle birlikte AMB'nin politika araçlarının değişikliğe uğramasına ek olarak, yeni yüklenen roller ile AMB'nin kurumsal fonksiyonlarına eklemeler de yapılmıştır.

II. EKONOMİ YÖNETİMİNE İLİŞKİN YAPILAN REFORMLAR

Ekonomik ve Parasal Birlik, tek para politikası, ademî merkeziyetçi ve kurallara dayalı maliye politikaları ile makroekonomik koordinasyon birleştirilerek hayata geçirilmişti. Maastricht yakınlaşma kriterleri, Ekonomi Politikalarını Yönlendirici İlkeler ve 1997 sonrası İstikrar ve Büyüme Paktı gibi süreç ve kuralların

[91] "Six pack" olarak adlandırılan altılı paket ile ilgili detaylı bilgi çalışmanın ileriki bölümlerinde verilecektir.
[92] SALINES et al., 2012, s. 6.
[93] SALINES et al., 2012, s. 6.

ekonomik yakınlaşmayı hızlandırması ve üye ülkelerin parasal birliğin bütününü tehlikeye sokacak bireysel politikalarını önlemesi hedeflenmişti. Bu kurumsal tercihler, siyasi baskılardan bağımsız ve sadece fiyat istikrarına odaklanmış güçlü bir para otoritesi ile ahlaki tehlikeleri azaltıp EPB'nin bir transfer birliği olmasını önleyecek mali kurallar oluşturma yönündeki Alman ordo-liberal tercihlerinin bir sonucudur. Bu kısıtlayıcı para ve maliye politikalarının varlığında, yapısal reformların uygulanmasının koordinasyonu EPB'nin üçüncü ayağını oluşturmuştur. Krize kadar bu yapı çok az değişmiştir. Avro ülkeleri arasında koordinasyonu artırmak için 1999'da Eurogrup[94] oluşturulmuş, 2005'te ise Fransa ve Almanya'nın 2003-2004'te SGP kurallarına muhalefet etmeleri nedeniyle SGP'de revizyon yapılmıştır.[95]

Ekonomik ve finansal kriz, EPB ve AB'de ekonomi yönetimine ilişkin birçok zayıflığı ortaya çıkarmıştır. Bu nedenle, başta Avro bölgesi olmak üzere, AB üyesi ülkeler arasındaki ekonomi politikalarının koordinasyonunu artırmak, bütçe disiplinlerini sağlamak, makroekonomik dengesizliklere yol açabilecek faktörleri önceden tespit ederek gerekli önlemleri zamanında alabilmek için AB ve EPB düzeyinde ekonomi yönetimine ilişkin reformlar yapan çeşitli yasal düzenlemeler yapılmıştır.

A. Mali Disiplini Artırmaya Yönelik Tedbirler

Haziran 1997'de, EPB'ye üyelik sonrası ulusal mali politikaları düzenlemek adına üye ülkelerin bütçe disiplinini sağlamak ve aşırı bütçe açığı vermelerini önlemek için İstikrar ve Büyüme Paktı (SGP) oluşturuldu. SGP'nin aynı zamanda Maastricht yakınlaşma kriterlerinden olan iki temel kuralı bulunmaktadır: Kamu Borcu / GSYİH oranının % 60'ı ve Bütçe Açığı / GSYİH oranının % 3'ü aşmaması. SGP, aşırı açık prosedürünü (excessive deficit procedure) düzenleyen düzeltici kol (corrective arm) ve orta vadeli mali politikayla ilgilenen önleyici (preventive arm) koldan oluşmaktadır. Düzeltici kol, üye ülkelerin bütçe açıklarını GSYİH'nın % 3'nün altında tutmayı gerektirmekte olup, aşırı açıklarını düzeltmeyen ülkelerin

[94] Eurogrup, Avro bölgesi ülkeleri ekonomi ve maliye bakanlarından oluşur.
[95] Roger LIDDLE, Olaf CRAMME ve Renaud THILLAYE, **Where Next For Eurozone Governance?,** Policy Network Paper, July 2012, s. 4.

nihayetinde mali yaptırımlarla cezalandırılmasını öngörmektedir. Önleyici kol ise, üye ülkelerin iş döngüsü içerisinde denk bütçe verecek şekilde orta vadeli bütçe hedeflerine ulaşmalarını öngörmektedir.

Borç krizi Avro bölgesinde mali disiplini sağlanmaya yönelik yeterli mali gözetimin olmadığını, SGP'nin şeffaf olmadığını ve uygulanma sorunları yaşadığını açıkça ortaya koymuştur. Mali yaptırımların ECOFİN Konseyi'nde[96] nitelikli oy çoğunluğu gerektirmesi bu yaptırımların uygulanmasını zorlaştırmış; hatta bu yaptırımlar hiçbir zaman uygulanmamıştır. 2005'te yapılan reformla da SGP, daha esnek bir hal almış ve süreçteki politik yargıların artmasına neden olmuştur.[97]

Yaşanan ekonomik kriz sonrasında, AB'de mali disiplinin sağlanması için beş adet tüzük ve bir adet direktiften oluşan ve **Altılı Paket (Six Pack)** olarak adlandırılan düzenlemeler çıkarılmış ve **Mali Sıkılaştırma (Fiscal Compact)** olarak adlandırılan yeni bir antlaşma imzalanmıştır. Altılı paket, SGP'yi revize etmekte, makroekonomik yönetime ilişkin düzenlemeler yapmakta ve ulusal bütçeler için yeni yasal yükümlülükler öngörmektedir. Yeni antlaşmadaki mali sıkılaştırma ise bütçenin denk veya fazla vermesinin yasal mevzuatlara bağlayıcı şekilde kalıcı olarak aktarılmasını öngörmektedir. Diğer taraftan, **ikili paket (two pack)** olarak adlandırılan ve Avro bölgesi ülkelerinde bütçe süreçlerinin ilave koordinasyon ve gözetimini öngören iki adet tüzük Avrupa Komisyonu tarafından önerilmiştir.

1. Altılı Paket (Six Pack) Düzenlemeleri

Avro bölgesinde maliye politikalarındaki zayıflığı gidermek ve EPB'de ekonomi yönetimini güçlendirmek için Mart 2010'da Avrupa Konseyi başkanı Herman Van Rompuy başkanlığında AB maliye bakanlarından oluşan bir işgücü komitesi oluşturulmuştur. Komite hazırladığı raporu Ekim 2010'da sunmuştur. Raporda, Avrupa'da mali kuralların konsolide edilmesi, gözetim ve makroekonomik koordinasyonun artırılması, bir Avrupa Sömestri içerisinde ulusal reform, istikrar ve yakınlaşma programlarının daha iyi yönetilmesi önerilmiştir. Bu arada, Eylül 2010'da Avrupa Komisyonu da Avro bölgesinde ekonomi yönetiminin güçlendirilmesi için sonradan "altılı paket" olarak adlandırılacak olan altı adet yasal

[96] Ekonomik ve Finansal İşler Konseyi olarak da bilinen ECOFİN Konseyi, AB üyesi ülkelerin ekonomi ve maliye bakanlarından oluşan konseydir.

[97] Moria CATANIA, **Preventing Another Euro Area Crisis: EU Economic Governance 'Six Pack' – A Case Of Too Little, Too Late?**, Paper from the Colloquium: The Politics and Economics of the Euro Crisis Institute for European Studies University of Malta, 2 December 2011, s. 3.

düzenlemeyi hazırlamıştır. Komisyonun teklif ettiği paket ve Van Rompuy Komitesi'nin raporu sonrasında Avrupa Komisyonu, Konsey ve Avrupa Parlamentosu arasında yoğun görüşmeler sonucu, altılı paket 28 Eylül 2011'de Avrupa Parlamentosu, 8 Kasım'da Konsey tarafından onaylanarak 13 Aralık 2011'de yürürlüğe girmiştir.

Altılı paket, dört tanesi daha sıkı mali disiplin için SGP'yi güçlendiren, iki tanesi AB'de makroekonomik dengesizlikleri tespit etmek, önlemek ve düzeltmek için bir prosedür oluşturulmasını sağlayan beş adet tüzük ve bir adet direktiften oluşmaktadır. Paket bir antlaşma değişikliği yapılmasını gerektirmeyip mevcut araçların kullanılmasını öngörmektedir. Söz konusu altı yasal düzenleme aşağıdaki gibidir.

Mali politikaya ilişkin olanlar:

1. Avro bölgesinde etkili bütçe gözetimini sağlama hakkında 1173/2011 sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konsey Tüzüğü,
2. Bütçe pozisyonlarının gözetimi ile ekonomi politikalarının koordinasyonunun ve gözetiminin güçlendirilmesine yönelik olarak 1466/97 sayılı Konsey Tüzüğünde değişiklik yapan 1175/2011 sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konsey Tüzüğü,
3. Aşırı açık prosedürünü hızlandırma ve açıklama hakkında 1177/2011 sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konsey Tüzüğü,
4. Üye ülkelerin bütçe çatılarının gereklilikleri hakkında 2011/85/EU sayılı Konsey Direktifi.

Makroekonomik dengesizliğe ilişkin olanlar:

5. Avro bölgesinde aşırı makroekonomik dengesizlikleri düzeltmeye yönelik tedbirlerin uygulanması hakkında 1174/2011 sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konsey Tüzüğü,
6. Makroekonomik dengesizliklerin önlenmesi ve düzeltilmesi hakkında 1177/2011 sayılı Avrupa Parlamentosu ve Konsey Tüzüğü,

Görüldüğü üzere, altılı paketteki yasal düzenlemelerden dört tanesi mali disiplini sağlamaya yönelik olup SGP'de ve karar alma süreçlerinde değişiklikler yapmakta, üye ülkelerin bütçe çatılarında asgari şartlar getirmektedir.

1.a. SGP'nin Önleyici Kurallarına İlişkin Değişiklikler

Her ülkenin güvenli bir orta vadeli hedefe uygun bir hızda[98] ulaşma zorunluluğu korunmuştur. Ancak, orta vadeli hedefe ulaşma daha geniş bir şekilde değerlendirilecektir. Yapısal dengedeki değişiklik, temel referans noktası olarak kalsa da, harcama artışı da dikkate alınacaktır. Bu kapsamda "tedbirli harcama artışı" kavramı getirilmiştir. Ayrıca, potansiyel GSYİH büyüme oranına ilişkin bir referans da belirlenmiştir. Orta vadeli hedefe ulaşmış ülkelerin harcama artışları potansiyel GSYİH büyüme oranını aşamayacak olup, orta vadeli hedefe ulaşamayan ülkelerde ise harcama artışı potansiyel GSYİH büyüme oranından az olacaktır. Bu yeni kurallardaki harcama kavramı sınırlayıcı anlamda kullanılmıştır. Faiz ödemeleri, işsizlik harcamalarının konjoktürel kısmı ve AB fonlarıyla finanse edilen Avrupa programlarına ilişkin harcamalar kapsam dışındadır. Her ülkede orta vadeli hedefe ulaşmadaki düzeltmeden herhangi bir sapma, beraberinde bir uyarı ve gerekli ise sonrasında yaptırımı getirmektedir. Orta vadeli programdan "önemli" sapma rakamsal olarak (bir yılda en az GSYİH'nın % 0,5'i veya ard arda iki yılda yıllık en az GSYİH'nın ortalama % 0,25'i) tanımlanmıştır. Üye ülkelerin kontrolü dışındaki durumlara ve ciddi ekonomik durgunluğa istisna tanınmıştır. Ayrıca, GSYİH'nın % 3'lük limit içinde bir güvenlik marjini oluşturulması, orta vadeli hedefe ulaşmadaki uyumdan sapmanın geçici olması, reformun bütçe üzerindeki doğrudan etkisiyle sınırlı olması durumunda, kısa vadede bütçeyi olumsuz etkileyen ancak uzun vadede kamu maliyesinin sürdürülebilirliğini olumlu etkileyen yapısal reformlara ilişkin özel düzenlemeler yapılmıştır.[99]

1.b. SGP'nin Düzeltici Kurallarına İlişkin Değişiklikler

SGP'nin düzeltici koluna ilişkin en önemli değişiklik borç kriterine ilişkin olandır. Kamu borcunun GSYİH'nın % 60'nı geçmeyeceği kuralı SGP öncesinde de Maastricht yakınlaşma kriterlerinden birisi olarak tanımlanmıştı ve kamu borcunun bu eşik değerini geçmesi durumunda borç oranının "yeterli" derecede düşürülmesi ve eşik değerine "tatminkâr" bir hızla ulaşılması öngörülmüştü. Ancak yeterli düşüş ve tatminkâr yakınsamanın ne olduğu tanımlanmamıştı. Yeni kural referans değere

[98] Orta vadeli hedefe ulaşmada uygun hız kriteri yapısal bütçe dengesinde GSYİH'nın % 0,5'i oranında (Kamu Borcu / GSYİH oranı % 60'ı aşan ülkelerde daha yüksek oranda) yıllık iyileşme sağlanmasıdır.

[99] E. DE PREST, H. GEEROMS, ve G. LANGENUS, "New Developments In The Economic Governance Of The European Union", **NBB Economic Review,** June 2012, s. 106.

ulaşmadaki yakınsama hızını tanımlamıştır. Buna göre, % 60 referans değeri üzerindeki borç oranının % 60'ı aşan kısmının yıllık 1/20'si kadar bir azalma sağlanacaktır. Bu azalma verilerin olduğu son 3 yılda veya verinin olduğu en son yıl ile müteakip iki yılda sağlanacaktır. Bu azalmanın yapılmaması otomatik olarak aşırı açık prosedürünün uygulanmasını gerektirmemektedir. Bütçe açığının GSYİH'nın % 3'ünü geçtiği durumda olduğu gibi Komisyon durumu değerlendiren bir rapor hazırlayacaktır.

1.c. Karar Alma Süreçlerine ve Yaptırımlara İlişkin Değişiklikler

Mali kuralların uygulanmanı iyileştirmek için SGP'de yapılan değişikliklere ilaveten karar alma süreçlerinde ve yaptırımlarda da değişiklikler yapılmıştır. Yeni kuralların genel amaçlarından bir tanesi prosedürleri daha fazla otomatikleştirmekti. Bunu gerçekleştirmek ve yaptırımların uygulanmasını sağlamak için yeni bir oylama prosedürü olan *tersine nitelikli çoğunluk oylama yöntemi (reverse qualified majority voting)* benimsenmiştir. Böylece, Avrupa Komisyonu belirlenen hedeflere ulaşılmasında üye ülkeler üzerinde yarı otomatik yaptırım uygulama imkanı kazanmış oldu. Zira değişiklik öncesinde, SGP'de Komisyon'un tavsiyeleri ECOFİN Konseyi tarafından nitelikli çoğunluk ile karara bağlanırken, yeni durumda Komisyon'un teklifleri Konsey toplantısında üye ülkelerin teklif aleyhine nitelikli çoğunluk oyuyla bir karar almadıkları sürece kabul edilmiş sayılacaktır. Bu değişiklik ile Komisyon'un tekliflerinin üye ülkelerce reddedilmesinin zorlaştırılması amaçlanmıştır.[100]

Ayrıca, bütçedeki kaymalara ilişkin erken uyarı sisteminin çalıştırılması konusundaki güç de Komisyon'un eline geçmiş oldu. Uyarının yapılmasından sonra bir ay içerisinde ECOFİN Konseyi durumu inceleyip ilgili üye ülkeye gerekli tedbirleri alması için tavsiyede bulunur. Üye ülkeye durumu düzeltmek için an fazla 5 aylık bir süre tanınır. Bu süre Komisyon'un durumu acil ve ciddi bulması durumunda 3 aya indirilebilir. Bu süreç boyunca üye ülke aldığı tedbirler konusunda Konsey'e rapor sunar. Eğer üye ülke Konsey tavsiyesine uymazsa Konsey, Komisyon'un tavsiyesi üzerine nitelikli çoğunlukla etkili tedbirler alınmadığı kararını verebilir. Bu durumda, Komisyon 20 gün içerisinde Konseye önceki yılın

[100] Marit MAIDLA, **The Paradox of European Union Economic Governance: Towards Monetary and Fiscal Union?**, Central European University Department of International Relations and European Studies, Paper to Partial Fulfilment of the Requirement fort the degree of master of Arts, Budapest, 2012, s. 29.

GSYİH'nın % 0,2'sine kadar faiz getiren depozito (interest bearing deposit) şeklinde bir yaptırım uygulanmasını teklif eder. Konsey bu teklifi ancak tersine nitelikli çoğunluklu oylama prosedürü ile reddedebilip nitelikli çoğunluk oyla teklifi düzeltebilir. Konsey, yine Komisyon'un tavsiyesi üzerine, bütçe aşımının ortadan kalktığına karar verirse depozito ve işleyen faiz üye ülkeye iade edilir.[101]

SGP'nin düzeltici koluna ilişkin yaptırımlar da benzer şekilde düzenlenmiştir. Yaptırımlar, geçmiş yıl GSYİH'sının % 0,2'sine kadar faiz getirmeyen depozitodan para cezasına kadar değişmektedir. Yukarıdaki karar alma prosedürüne benzer şekilde, Konsey bir üye ülkenin aşırı açık verdiğini belirlerse ve bu ülke aynı zamanda faiz getiren depozito yaptırımına muhatap ise veya üye ülkenin uyumsuzluğu ciddi ise GSYİH'nın % 0,2'sine kadar faiz getirmeyen depozito yaptırımı uygulanır. Eğer Konsey, üye ülkenin aşırı açık pozisyonunu düzeltmek için gerekli olan etkili tedbirleri almadığına karar verirse faiz getirmeyen depozito para cezasına dönüşür. Yeni kurallar, bütçe açığı ve kamu borcuna ilişkin istatistiklerin yanlış sunulması ve manipülasyonu durumunda da yaptırım uygulanmasını öngörmüştür. Komisyon ilgili ülkeyi de dinlediği detaylı incelemesi sonucunda böyle bir sonuca varırsa, geçmiş yıl GSYİH'sının % 0,2'sine kadar para cezası o ülkeye verilir. Bu ceza, tersine nitelikli çoğunluk oylama yöntemine göre değil, eski usule göre verilecektir.[102]

1.d. Ulusal Bütçe Çatılarına İlişkin Değişiklikler

Altılı pakette, ulusal bütçelere ilişkin asgari koşulların belirlendiği bir de direktif yer almaktadır. Bu direktif ile ilk defa üye ülkelerdeki bütçe süreçlerine ilişkin muhasebe sistemleri, bütçe tahminleri, devletin farklı birimleri arasında mali koordinasyon sağlanması, çok yıllı bütçe yapılması, şeffaflık, SGP ile uyumlu ulusal mali kurallar koyulması, bütçe açığı ve kamu borcu gibi konularda sayısal mali kuralların olması gibi spesifik koşullar öngörülmüştür.

2. Mali Sıkılaştırma (Fiscal Compact)

8-9 Aralık 2011'deki Avrupa Birliği Hükümet ve Devlet Başkanları Zirvesi'nde İngiltere dışındaki üye ülkeler, yeni bir mali sıkılaştırma yapılması ve ekonomi politikalarının koordinasyonunun artırılması konusunda istekli olduklarını

[101] DE PREST et al, 2012, s. 107.
[102] DE PREST et al, 2012, s. 108.

ilan etmiştir. Bu yeni paket daha fazla otomatik yaptırım ve ekonomik gözetim yoluyla mali disiplinin artırılmasını amaçlamaktaydı. 2 Mart 2012'de İngiltere ve Çek Cumhuriyeti dışındaki 25 ülke tarafından imzalanan **Ekonomik ve Parasal Birlik'te İstikrar, Koordinasyon ve Yönetim Hakkında Antlaşma (Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union - TSCG)** ile uzlaşılan konular hükümetler arası antlaşmaya bağlandı. Antlaşma iki ülkenin imzalamaması nedeniyle AB antlaşmaları arasında değildir; ancak, en geç 5 yıl içerisinde AB müktesebatına dâhil edilmesi planlanmaktadır.[103]Antlaşma, en az 12 Avro Bölgesi ülkesinin onaylaması halinde 1 Ocak 2013'den itibaren yürürlüğe girecek olup[104] antlaşmayı onaylayan Avro bölgesi ülkeleri için bağlayıcıdır. Diğer üye ülkeler için ise Avro bölgesine dâhil olduklarında veya kendilerinin istemeleri halinde daha önce bağlayıcı olacaktır.

Antlaşmanın amacı, mali sıkılaştırma aracılığıyla bütçe disiplinini sağlamayı amaçlayan kurallar koyarak ekonomik ve parasal birliğin ekonomik sütununu güçlendirmek, üye ülkelerin ekonomi politikalarının koordinasyonunu güçlendirmek ve Avro bölgesindeki ekonomi yönetimini iyileştirmektir. Dolayısıyla TSCG, "mali sıkılaştırma", "ekonomi politika koordinasyonu ve yakınsama" ve "Avro bölgesinde yönetim" olmak üzere 3 temel bölümden oluşmakta olup (Tablo-3) antlaşmanın en önemli düzenlemeleri aşağıdaki gibidir.

- **Denk Bütçe Kuralı:** Genel bütçe dengede olmalı veya fazla vermelidir. Yıllık yapısal açık,[105] GSYİH'nın % 0,5'ini geçmemelidir. Kamu Borcu / GSYİH oranı % 60'ın oldukça altında olan ve kamu maliyesinin uzun dönemde sürdürülebilirliği açısından risk taşımayan ülkelerin yapısal açığı en fazla GSYİH'nın % 1'i kadar olabilir.

- **Borç Fireni Kuralı:** Kamu Borcu / GSYİH oranı % 60 referans seviyesini geçen ülkeler, % 60'ı aşan kısmın yıllık ortalama en az 1/20'si kadar bir azalma sağlamalıdır. Bu azalma, son mali yıl, güncel ve gelecek yıl tahminlerini içeren 3 yıllık bir dönemde veya son 3 yıl mali yıl içinde yapılmalıdır.

---

[103] ECB, "A Fiscal Compact For A Stronger Economic And Monetary Union", **ECB Monthly Bulletin**, May 2012, s. 80.

[104] 19 Ocak 2013 tarihi itibariyle Antlaşma, 13 Avro bölgesi ülkesi ve 4 adet diğer AB üyesi ülke tarafından onaylanmıştır.

[105] Kamunun yıllık yapısal açığı, (SGP'de tanımlandığı gibi) yıllık konjoktürel düzeltmelerin yapıldığı, tek seferlik ve geçici tedbirlerden arındırılmış açıktır (TSGC md. 3).

- **Otomatik Düzeltme Mekanizması:** Eğer mali realiteler denk bütçe kuralına veya borç freni kuralına uyumlu değilse ve orta vadeli hedeflerden önemli sapma gözlemleniyorsa otomatik düzeltme mekanizması devreye girmelidir. Bu mekanizmanın uygulanması her bir üye ülke tarafından tanımlanacak ve Komisyon tarafından hazırlanan genel ilkelerle uyumlu olacaktır.
- **Kuralların Ulusal Mevzuatlara Aktarılması:** Yukarıda izah edilen üç kural, antlaşmanın ilgili ülkede yürürlüğe girmesini takiben en geç 12 ay içerisinde ulusal yasal sisteme bağlayıcı ve kalıcı bir şekilde, tercihen anayasa veya eşdeğer düzeyde bir düzenleme ile aktarılmalıdır. Avrupa Komisyonu bu durumu takip edecek ve değerlendirme raporları hazırlayacaktır. Antlaşmadaki mali kurallarla bağlı olan bir ülke, bu kurallarla uyumlu olmayan bir yasal düzenleme yapmışsa veya antlaşmayı onaylayan bir üye ülke, diğer bir üye ülkenin yasal mevzuatının antlaşmadaki kurallara aykırı olduğunu düşünüyorsa, Avrupa Birliği Adalet Divanı (ABAD) antlaşma hükümlerine uygun davranılıp davranılmadığı konusunda karar vermeye yetkilidir. Uyumsuzluk durumunda ABAD'ın uyarılarına rağmen söz konusu uyumsuzluklar giderilmezse, mahkeme GSYİH'nın % 0,1'ine kadar para cezasına hükmedebilir. Bu para bir Avro bölgesi ülkesinin cezalandırılması durumunda ESM'ye, Avro bölgesi dışında bir ülkenin cezalandırılması durumunda ise AB genel bütçesine verilir.
- **Ekonomik Ortaklık Programları:** Aşırı açık prosedüründe olan üye ülkeler, aşırı açıkların etkili olarak düzeltilmesine yönelik yapısal reformların detaylandırıldığı ekonomik ortaklık programlarını Komisyon ve Konsey'e sunmalıdır. Programın ve yıllık bütçe planlarının uygulanması Komisyon ve Konsey tarafından takip edilecektir.
- **Borç İhracında Koordinasyon:** Antlaşmaya taraf ülkeler, daha iyi koordinasyon ve planlama sağlanması amacıyla, sermaye piyasalarından yapacakları borçlanma planlarına ilişkin olarak Konsey ve Komisyon'a rapor sunacaktır.
- **Rekabet, İstihdam ve Finansal İstikrarı Artıracak Politikaların Koordinasyonu ve Uygulanması:** Üye ülkeler, rekabet gücünü, istihdamı, kamu maliyelerinin sürdürülebilirliğini ve finansal istikrarı artıracak şekilde Avro bölgesinin daha iyi işlemesi için gerekli olan tedbirleri alacakları konusunda

anlaşmışlardır. Ayrıca, planladıkları önemli ekonomik reformları önceden tartışarak kendi aralarında ve AB kurumları ile koordine etmeyi taahhüt etmişlerdir.

- **Devam Eden Politika Yönetim Toplantıları:** Avro bölgesi ülkelerinin hükümet ve devlet başkanları toplantısı olan Avro Zirvesi (Euro Summit) yılda en az iki defa toplanacaktır. Toplantıya Avrupa Komisyonu ve AMB başkanları da katılacaklardır. Avro bölgesi dışındaki ülkeler de yılda en az bir kez bu Zirveye katılabilirler.

Görüldüğü üzere, TSCG'nin mali sıkılaştırmaya ilişkin kuralları yeni kurallar olmayıp daha önce AB müktesebatında yer alan kuralların desteklenmesi veya genişletilmesidir. Dolayısıyla, yeni araçlar öngörülmemektedir. Ancak, AB'nin mali kurallarının ulusal mevzuatlara geçirilecek olması üye ülkelerin finansal istikrarın sağlanmasındaki isteklerini göstermesi açısından önemlidir.

Tablo-3: TSCG'nin Önemli Hükümleri

TSCG	Önemli Hükümler
Başlık III: **Mali Sıkılaştırma**	• Denk bütçe kuralı ve otomatik düzeltme mekanizmasının ulusal mevzuatlara aktarılması • Aşırı açık prosedürünün güçlendirilmesi • Kamu Borcu / GSYİH oranının % 60'ı aşan ülkelerde borcun azaltılmasına ilişkin kurallar belirlenmesi • Kamu borçlanmasına ilişkin önceden raporlama
Başlık IV: **Ekonomi Politika Koordinasyonu ve Yakınsama**	• EPB'nin düzgün işlemesi ve artırılmış rekabet ve yakınsama aracılığıyla ekonomik büyümenin desteklenmesini sağlayacak politika tedbirlerinin alınması • Önemli ekonomi politika reformlarının önceden tartışılması ve en iyi uygulamaların bir ölçü oluşturması amacıyla koordinasyonu
Başlık V: **Avro Bölgesinin Yönetimi**	• Avro Zirvesinin yılda en az iki kere toplanması • TSCG'nin kavradığı konularda ulusal parlamento ve Avrupa Parlamentosu temsilcileriyle konferanslar düzenlenmesi

3. Avrupa Komisyonu Tarafından Mali Disiplini Artırmaya Yönelik Diğer Öneriler: İkili Paket (Two Pack)

23 Kasım 2011'de Avrupa Komisyonu, Avro bölgesi ülkelerinde bütçe süreçlerinin gözetiminin ve koordinasyonunun artırılması için iki adet tüzük tasarısı hazırlamıştır. Söz konusu tasarılar henüz yasalaşmamıştır.

İlk tüzük tasarısı[106], Avro bölgesi ülkelerindeki bütçe süreçlerinin uyumlaştırılmasını ve güçlendirilmesini, aşırı açık durumunda ilave gözetim ve raporlama yapılmasını hedeflemektedir. Bu kapsamda, tasarı aşırı açık prosedüründeki üye ülkeleri ilgilendirmekte ve ortak bütçeleme zaman çizelgesi, ortak bütçe kuralları (bağımsız makroekonomik tahminler yapılması ve bağımsız mali konseyler tarafından ulusal mali kuralların uygulanmasının izlenmesi gibi), ulusal bütçelerin Komisyon ve Konsey tarafından önceden değerlendirilmesinin güçlendirilmesi, mali planların uygulanmasının aşamalı olarak izlenmesi gibi kurallar içermektedir.[107]

İkinci tasarı[108] ise acil yardım fonlarından mali yardım talep eden veya ciddi finansal istikrar sorunu yaşıp bu sorunu diğer üye ülkelere veya Avro bölgesinin bütününe yayma potansiyeli bulunan Avro bölgesi ülkelerinde daha sıkı gözetim yapılmasına ilişkindir. Tasarıdaki en önemli düzenlemelerden birisi, yeterli kapasiteye sahip olmayan veya uyum programını uygulamada güçlükle karşılaşan bir Avro bölgesi ülkesinin Komisyon'dan teknik destek isteyeceği, bu amaçla uluslararası kuruluşlardan ve diğer üye ülkelerden gelecek olan uzmanlarla işbirliği yapacağına ilişkin olan maddedir. Bu düzenleme, diğer üye ülkeler üzerinde olumsuz etkiler yaratan politikalar izleyen ve uluslararası uyum programlarını uygulamayan bir Avro bölgesi ülkesinde ulusal egemenliğin kaldırılmasının ilk adımı olarak gözükmektedir.[109]

---

[106] Proposal for a Regulation on common provisions for monitoring and assessing draft budgetary plans and ensuring the correction of excessive deficit of the Member States in the euro area - COM(2011)821 final. http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:DKEY=627835:EN:NOT, erişim tarihi 15.02.2013.

[107] CATANIA, 2011, s. 5.

[108] Proposal for a Regulation on the strengthening of economic and budgetary surveillance of Member States experiencing or threatened with serious difficulties with respect to their financial stability in the euro area - COM(2011)819 final http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:DKEY=627834:EN:NOT, erişim tarihi 15.02.2013.

[109] DE PREST et al., s. 111.

B. Makroekonomik Dengesizlikleri Önlemeye Yönelik Tedbirler

Ekonomik ve finansal kriz, EPB'de ve AB'de ekonomi politikalarının koordinasyonundaki zayıflığı ortaya koyduğu gibi üye ülkelerde ortaya çıkan makroekonomik dengesizliklerin önceden yeterli derecede tespit edilemediğini, dolayısıyla bu dengesizlikler ortaya çıktığında zamanında gerekli müdahalelerin yapılamadığını da göstermiştir. Özellikle, kriz öncesi yıllarda birikmiş makroekonomik dengesizlikler yeterince gözlem altında tutulmamış, bu durum da bazı Avro bölgesi ülkelerinde ciddi sorunlara yol açarak bugün yaşanan borç krizine katkı sağlayarak Avro bölgesinin tümünü tehdit eder hale gelmiştir. Bu gelişmelerden dolayı, AB'nde gelecekte oluşacak makroekonomik dengesizlikleri önlemek ve gerektiğinde düzeltmek için ekonomi politikalarının gözetimi ve koordinasyonu yeni bir gözetim çatısı oluşturmak suretiyle genişletilmiştir. Bu yeni çatı **Makroekonomik Dengesizlik Prosedürü (Macroeconomic Imbalance Procedure - MIP)** adını almış olup Altılı Paketin parçası olan iki tüzüğe dayanmaktadır. Makroekonomik dengesizliklerin önlenmesi ve düzeltilmesine yönelik ilk tüzük bütün AB üyesi ülkelerine uygulanırken (Avro bölgesi ülkeleriyle Avro bölgesine dâhil olmayan ülkeler arasında ayırım yapılmıştır.) yaptırımları düzenleyen ikinci tüzük sadece Avro bölgesi ülkelerine hitap etmektedir.

Altılı paketin mali kurallarında olduğu gibi MIP'daki amaç da tersine nitelikli oy çoğunluğu aracılığıyla otomatik karar mekanizmasını geliştirmektir. İki tüzüğün uygulanması, başlangıçta 3. yılın sonunda, sonrasında ise her 5 yılda bir değerlendirilecektir.[110]

Dengesizlikler iki aşamada giderilecektir. İlk aşamada, dengesizlikler tespit edilecek (uyarı mekanizması) ve ciddi dengesizlikliklerden sakınmak için önleyici tedbirler alınacaktır. Buna rağmen ciddi dengesizlikler görülürse, ikinci aşamada ise **Aşırı Dengesizlik Prosedürü (Excessive Imbalance Procedure – EIP)** uygulanarak düzeltme tedbirleri alınacak; Avro bölgesi ülkeleri için ise yaptırımlar uygulanabilecektir.

[110]DE PREST et al., 2012, s. 109.

1. Makroekonomik Gözetimin Önleyici Kolu: Uyarı Mekanizması

Makroekonomik dengesizlikleri tespit etmek için prosedür iki aşamalı bir yaklaşım benimsemiştir. İlk aşama gelişen makroekonomik dengesizlik emareleri gösteren ve daha derinden incelenmesi gereken üye devletlerin tespit edilmesine yönelik uyarı mekanizmasıdır. İkinci aşamada belirlenen üye ülkelerin derinlemesine yeniden incelenerek dengesizliklerin doğası ve büyüklüğü ortaya konulur. Uyarı mekanizmasının amacı makroekonomik dengesizlikler belirir belirmez, zamanında gereken önlemlerin alınmasını sağlayarak ilgili ülkenin ve Avro bölgesinin zarar görmesini önlemektir.[111]

Uyarı mekanizması bazı ekonomik göstergelere dayalı bir skorborddan ve onun ekonomik yorumlanması sonucu yıllık olarak hazırlanan Uyarı Mekanizması Raporu (Alert Mechanism Report - AMR)'dan oluşur. Skorbord, uyarı mekanizmasının sadece bir yönü olup ülkenin değerlendirilmesinde skorborda ilave olarak çeşitli göstergeler, ekonomik şartlar ve ülkeye özgü durumlar da dikkate alınır.

Skorbord, MIP'in amacına uygun olarak ilgili dengesizliklere ilişkin temel göstergelerden oluşmaktadır. Göstergeler, AB ve Avro bölgesi ülkelerinin yaşadıkları sorunlara paralel olarak dış denge, rekabet gücü ve iç denge ile ilgilidirler. Ayrıca, şeffaflığın ve kolay iletişimin sağlanması adına, skorbord yüksek istatistiksel kaliteye sahip göstergelerden oluşturulmuştur. Skorbord, stok ve akış göstergelerini birleştirerek kısa vadeli hızlı sapmaları ve uzun vadeli birikimli dengesizlikleri kavramayı amaçlamıştır. Skorbordun kullanımını kolaylaştırmak için her bir gösterge için istatistiksel olan ve ekonomik ve finansal krizlerin tahmininde ekonomi literatüründe kullanılan eşik değeri belirlenmiştir. Eşik değerlerin aşılması otomatik olarak derin inceleme yapılması sonucunu doğurmamakta, ilave faktörler de dikkate alınarak skorbordun geniş ekonomik yorumlanması neticesinde ulaşılan sonuca göre hareket edilmektedir. Skorbord, Avro bölgesine dâhil olan ve olmayan ülkeler arasında ayırım yapmaktadır. Döviz kuru rejimlerindeki farklılıklardan dolayı, bazı göstergelerin davranışı Avro bölgesine dâhil olan ve olmayan ülkeler için farklı olmaktadır. Bu durum, iki farklı ülke grubu için farklı eşik değerleri

[111] EC (a), **The Surveillance of Macroeconomic Imbalances in the Euro Area**, Quarterly Report On The Euro Area, Vol 11 No 1, 2012, s. 10.

uygulanması sonucunu doğurmuştur. Skorbordun içeriği esnek olup zamanla ihtiyaca göre değişebilecektir.[112]

Skorbord, ilk oluşturulduğu zaman eşik değerleriyle beraber aşağıdaki ilk 10 göstergeden oluşmaktaydı.[113] 2013 yılına ilişkin olarak yayınlanan ikinci uyarı mekanizması raporunda 11. gösterge eklenmiştir.

Tablo-4: MIP Skorbord Göstergeleri ve Eşik Değerler

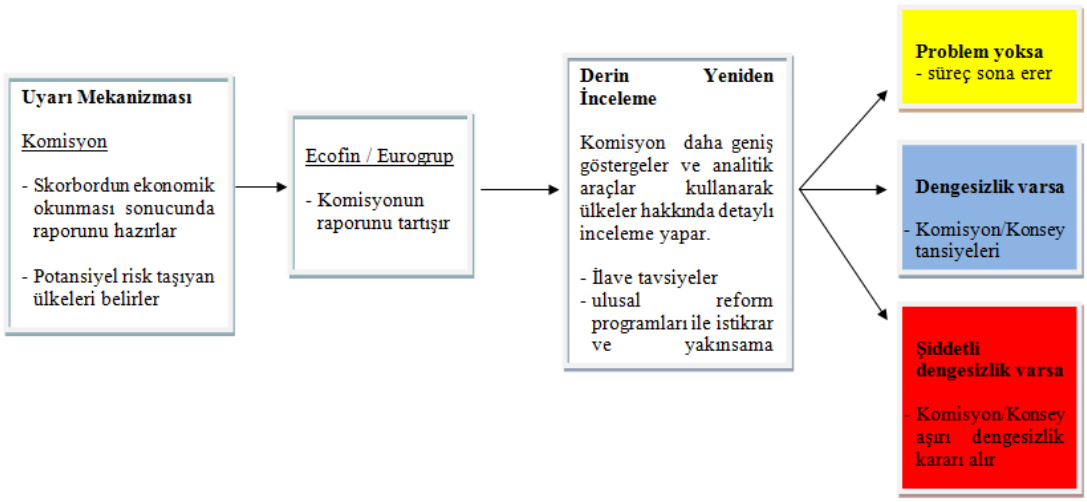
	Gösterge	Eşik Değeri
Dış Dengesizlikler ve Rekabet Gücü	1- Cari Açık / GSYİH oranının geriye dönük üç yıllık ortalaması	+ %6 ve -% 4
	2- Net Uluslararası Yatırım Pozisyonu / GSYİH	-%35
	3- Değer cinsinden ihracat pazar payında 5 yıllık % değişim	-% 6
	4- Nominal birim işgücü maliyetindeki 3 yıllık % değişim	Avro bölgesi ülkeleri için +% 9 Avro bölgesi dışındaki ülkeler için +% 12
	5- 35 gelişmiş ülkeye kıyasla, HICP/CPI'ya dayalı reel efektif döviz kurunda 3 yıllık % değişim	Avro bölgesi ülkeleri için +/- % 5 Avro bölgesi dışındaki ülkeler için +/- % 11
İç Dengesizlikler	6- Özel Sektör Borcu / GSYİH	% 160
	7- Özel Sektöre Kredi Akışı / GSYİH	% 15
	8- Eurostat tüketim deflatörüne kıyasla Konut Fiyat Endeksindeki yıllık değişim	% 6
	9- Genel Kamu Sektörü Borcu / GSYİH	% 60
	10- İşsizlik oranının geriye dönük 3 yıllık ortalaması	% 10
	11- Finansal sektör (konsolide olmayan) toplam yükümlülüklerinin yıllık değişimi	%16,5

Avrupa Komisyonu'nun yıllık uyarı mekanizması raporunu hazırlaması ve bu raporun sonuçlarının ECOFİN Konseyi ile Eurogrup toplantısında tartışılması Avrupa Sömestri'nin[114] bir parçasıdır. Bu tartışmalar sayesinde Komisyon üye ülkelerin düşüncelerini öğrenmiş olur. Komisyon daha sonra ülkeye özgü

[112] EC (a), 2012, s. 12.
[113] EC (c), **Scoreboard For The Surveillance of Macroeconomic Imbalances,** Occasional Papers 92, February 2012, 2s. 4.
[114] Avrupa Sömestri'ne ilişkin detaylı açıklamalar sonraki bölümde yapılacaktır.

derinlemesine yeniden inceleme yapılmasını düşündüğü ülkelerin nihai listesini hazırlar. Ancak bu derinlemesine yeniden incelemeler neticesinde bir üye ülkeye ekonomi politikalarında rehber sunulur. Yeniden incelemeler, ilgili ülkeye özgü ekonomik ve yapısal özellikler dikkate alınarak, makroekonomik dengesizliklerin yapısı ve derinliğine ilişkin olarak geniş bir şekilde yapılır. Bu analizler sonucunda, Komisyon bir problem olmadığı sonucuna varırsa ileri aşamaya geçilmesine gerek olmadığına karar verir. Ancak, Komisyon makroekonomik dengesizlikler olduğu sonucuna varırsa ilgili ülkeye politika tavsiyelerinde bulunur. MIP'in önleyici kolundaki bu tavsiyeler, Avrupa Sömestri'ndeki tavsiyeler paketinin bir parçasıdır. Komisyon, ilgili ülkede şiddetli dengesizlikler olduğu sonucuna varırsa, Konsey'e MIP'in düzeltici kolu olan aşırı dengesizlik prosedürünün başlatılmasını tavsiye eder.[115] Aşağıdaki tabloda bu süreç özetlenmiştir.

Şekil-2: İki aşamalı MIP Süreci



Kaynak: EC (a), 2012, s. 11, Grafik I.4.

2. Makroekonomik Gözetimin Düzeltici Kolu: Aşırı Dengesizlik Prosedürü

MIP'in düzeltici kolu, prosedürün uygulama ve Avro bölgesi ülkeleri için yaptırım ayağını içermektedir. Konsey'de kararlar genel olarak nitelikli oy çoğunluğu ile alınırken, bu prosedürde Konsey kararlarının çoğunluğu tersine nitelikli oy çoğunluğu ile alınmaktadır.

[115] EC (a), 2012, s. 10.

Bir ülkede derinlemesine yapılan yeniden inceleme sonucunda, Komisyon şiddetli dengesizlik olduğu sonucuna varırsa, Konsey bu ülkede aşırı dengesizlik olduğunu ilan eder ve ilgili üye ülkeden belirli bir zaman içerisinde Düzeltici Eylem Planı (Corrective Action Plan – CAP) sunmasını ister. CAP, ilgili ülkenin spesifik politika eylemlerini ve uygulama takvimini içeren detaylı bir düzeltici önlemler planıdır. Uygulama takvimi ülkeye özgü olarak hazırlanır, dolayısıyla Avrupa Sömestri'nden ayrılır; fakat sömestırda ülkeye yapılan tavsiyelerle uyumlu olmalıdır.[116]

Düzeltici eylem planının sunulmasından sonra, Komisyon iki ay içerisinde planı değerlendirir. Eğer plan tatminkâr bulunursa onaylanır ve uygulanma takvimine ilişkin gözetim başlar. Plan tatminkâr bulunmazsa, ilgili ülkeye yeni bir plan hazırlaması için iki aylık süre verilir. Eğer yeni plan de yeterli bulunmazsa, ard arda yetersiz eylem planı hazırlamak nedeniyle GSYİH'nın % 1'ine kadar para cezası verilebilir. Böylece, üye ülkelerin süreci oyalamamaları amaçlanmıştır.

CAP uygulamaya geçtikten sonra, ilgili ülke Komisyon'a düzenli olarak ilerleme raporu sunar. Komisyon planın takvime göre uygulanıp uygulanmadığını denetler. Komisyonun eylem planına uyulmadığını düşünürse, Konsey Komisyon'un tavsiyesi üzerine tersine nitelikli oy çokluğuyla eylem planına uyulmadığına dair karar alır ve üye ülkeye eylem planını uygulaması için yeni bir takvim sunar. Eylem planına uyulmadığına dair karar ilk kez verilmişse, Konsey GSYİH'ın % 1'ine kadar faiz getiren depozito ödenmesine karar verebilir. İkinci kez eylem planına uymama kararı verilmesi durumunda depozito yıllık para cezasına çevrilir. Diğer taraftan; Konsey Komisyon'un tavsiyesi üzerine, üye ülkenin eylem planına uygun önlemleri zamanında almasına rağmen dengesizliklerin giderilmediğine karar verirse süreç askıya alınır, üye ülke periyodik raporlamaya devam eder. Konsey dengesizliklerin giderildiğine karar verirse aşırı dengesizlik prosedürü son bulur.[117] Yaptırımlar yine tersine nitelikli oy çoğunluğuyla karara bağlanır.

3. MIP'in Uygulanması

MIP'in ilk uygulaması 2012 yılında gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda, Komisyon ilk Uyarı Mekanizması Raporu'nu 14 Şubat 2012'de yayınlamıştır. Söz konusu raporda, ekonomik uyum programı uygulayan Yunanistan, İrlanda, Portekiz

[116] EC (a), 2012, s. 11.
[117] EC (a), 2012, s. 12.

ve Romanya artırılmış ekonomik gözetimde olduklarından değerlendirme kapsamı dışında tutulmuşlardır. Komisyon, skorbordun ekonomik yorumlanması sonucunda 12 ülkenin derinlemesine yeniden incelenmesi gerektiği sonucuna varmıştır. Bu ülkelerden 7 tanesi Avro bölgesine dâhil olup, derinlemesine incelenmesi tavsiye edilen ülkeler Belçika, Bulgaristan, Danimarka, İspanya, Fransa, İtalya, Güney Kıbrıs Rum Kesimi, Macaristan, Slovenya, Finlandiya, İsveç ve İngiltere'dir.[118] Komisyon, 30 Mayıs 2012'de bu 12 ülke için yeniden inceleme sonuçlarını yayımlanarak bu ülkelerde makroekonomik dengesizlikler olduğu, önleyici tedbirler alınması ve dikkatli gözetim yapılması gerektiği; ancak aşırı açık olmadığı sonucuna varmıştır. Bunun üzerine, Konsey Haziran ayında dengesizliklerin giderilmesi için ülkelere özgü politika tavsiyelerinde bulunmuştur.[119]

Komisyon ikinci Uyarı Mekanizması Raporu'nu ise 2013 yılı Avrupa Sömestri için 28 Kasım 2012'de yayınlamıştır. Bu raporda da ekonomik uyum programı kapsamındaki dört ülke değerlendirme kapsamı dışında tutulmuştur. Komisyon raporda 14 ülkenin derinlemesine yeniden incelenmesi gerektiğini belirtmiştir. Bu ülkelerin 12 tanesi önceki raporda yer alan ülkeler olup diğer iki ülke Hollanda ve Malta'dır.[120]

Komisyon tarafından 2012 ve 2013 yıllarına ilişkin olarak yayınlanan söz konusu uyarı mekanizması raporlarında yer alan skorbord değerleri çalışmanın ekinde yer almaktadır (Ek-1).

C. Ekonomi Politikalarının Koordinasyonuna Yönelik Tedbirler: Avrupa Sömestri

Avrupa Konseyi, 17 Haziran 2010'da Van Rompuy Komitesi'nin ekonomi yönetimine ilişkin önerilerinden birini uygulamaya koymaya karar vermiş ve **Avrupa Sömestri (European Semester)**'nı kabul etmiştir. Avrupa Sömestri, Avrupa düzeyinde ekonomi ve maliye politikalarının etkili ex-ante (ulusal düzeyde

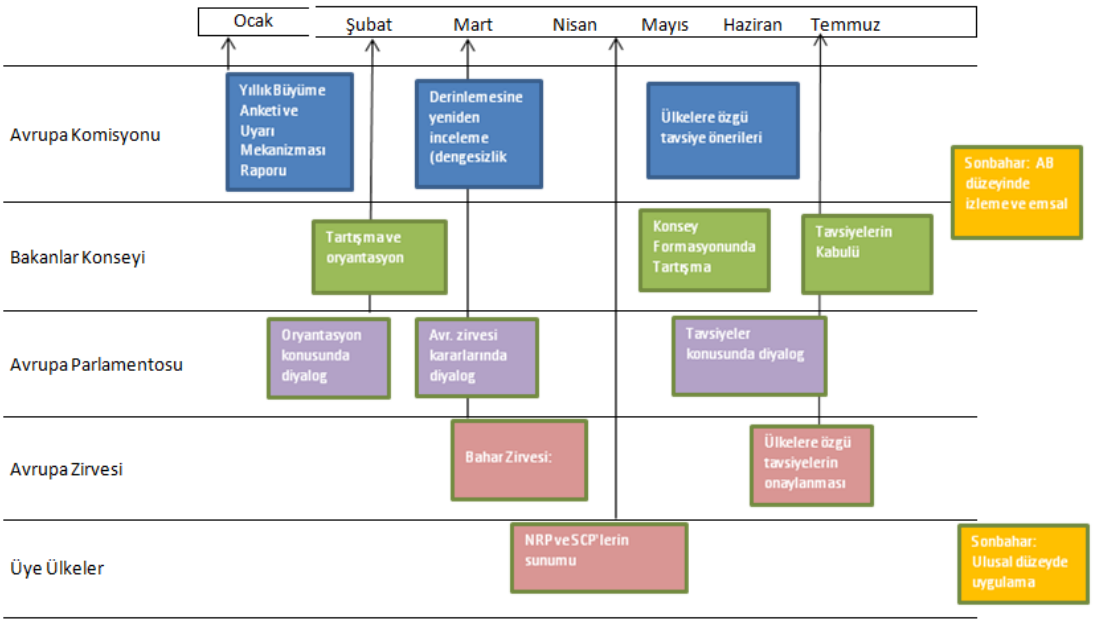
[118] EC (b), **Report From The Commission Alert Mechanism Report**, Report prepared in accordance with Articles 3 and 4 of the Regulation on the prevention and correction of macro-economic imbalances, COM(2012) 68, Brussel, 14 February 2012, s. 20.
[119] DE PREST et al., s. 117.
[120] EC (n), **Report From The Commission To The European Parliament, The Council, The European Central Bank, The European Economic And Social Committee, The Committee Of The Regions And The European Investment Bank On The Alert Mechanism Report 2013,** COM(2012) 751, 28 November 2012, s. 20.

bütçe kararlarının alınmasından önce) koordinasyonunu sağlamak üzere, SGP ve Avrupa 2020 Stratejisi ile ilişkili olarak oluşturulmuştur ve ilk kez 2011 yılında uygulanmıştır.

Avrupa Sömestri mali, makroekonomik ve yapısal politikaların gözetiminin tüm unsurlarını içeren bir zaman çizelgesinden oluşur. Buna göre, Sömestır Ocak ayında Avrupa Komisyonu'nun AB ve Avro bölgesindeki ana politika sorunlarını tanımlamayı amaçlayan Yıllık Büyüme Anketi (Annual Growth Survey)'ni yayımlamasıyla başlar. Anket, Komisyon'un kamu maliyesi, yapısal reformlar ve diğer büyümeyi artıracak önlemler açısından AB için öncelikli eylem planı olup, Mart ayında yapılan Devlet ve Hükümet Başkanları Zirvesinde tartışılır ve Zirve sonunda üye ülkelere istikrar ve yakınsama programlarında uygulayacakları stratejik rehberler sunulur. Daha sonra, Avrupa 2020'nin bir parçası olarak, üye ülkeler hazırladıkları ulusal programlarda ekonomik büyümelerindeki darboğazları tanımlayarak sürdürülebilir ve toplumsal içerikli ekonomik büyümeyi sağlayacak ve istihdamı artıracak reform stratejilerini açıklarlar. Konsey, ulusal bütçeler sonbaharda sonlandırılmadan önce, Ulusal Reform Programları (National Reform Programme - NRP) ile İstikrar ve Yakınsama Programlarına (Stability and Convergence Programme - SCP) dayanarak gelecek yıla ilişkin politika tavsiyelerini yayınlar.[121] Yeni makroekonomik dengesizlik prosedürü Avrupa Sömestri'nin bir parçasıdır. Komisyon Şubat ayında Uyarı Mekanizması Raporunu yayınlar; daha sonra Ekonomi Politikası Komitesi, Konseyde tartışılacak konuları hazırlar ve Mayıs ortasında Komisyon derinlemesine gözden geçirdiği metni yayınlar.

[121] ECB (a), **The Reform of Economic Governance In The Euro Area – Essential Elements**, ECB Monthly Bulletin, March 2011, s. 100.

Şekil-3: Avrupa Sömestri



Kaynak: Avrupa Komisyonu http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/index_en.htm, erişim tarihi 06.02.2013.

III. FİNANSAL DENETİMİN ARTIRILMASINA YÖNELİK TEDBİRLER

A. Kriz Öncesinde AB'de Finansal Denetim

Küresel kriz öncesinde AB'de finansal sektörün yönetimi, "asgari uyumlaştırma (minimum harmonization)" ve "karşılıklı tanıma (mutual recognition)" ilkeleriyle karakterize edilebilir. Asgari uyumlaştırma, AB'de faaliyet gösteren finansal kurumlara uygulanacak asgari kuralları ifade ederken, karşılıklı tanıma üye ülkelerden birinde uygun bir şekilde çalışma lisansı alan bir finansal kurumun AB'nin diğer ülkelerinde de hizmet sunabileceğini ifade etmektedir. Karşılıklı tanıma ilkesi, finansal kurumların ev sahibi (lisans alınan) ülke tarafından denetlenmesi sonucunu doğurmuştur. Bu denetim, sınır ötesi faaliyetler ile diğer üye ülkelerdeki faaliyetlerin denetimini de kapsamaktadır.[122]

[122] Stijin VERHELST, **Renewed Financıal Supervision In Europe – Final Or Transitory?**, Egmont Paper, March 2011, s. 8.

AB'de finansal sektörün entegrasyonuyla birlikte finansal kurumların denetimi büyük sorunlarla karşılaşmaya başlamıştır. Sınır ötesi faaliyetlerin denetlenmesi daha kapsamlı bir denetim yapısının oluşturulmasını gerektirmektedir. Finansal denetimin ulusal sınırları aşmaya başlayan eğilimi nedeniyle "konsolide denetim" kavramı ortaya atılmıştır. Konsolide denetim, bir bankacılık grubunun bütün olarak gözetecek bir üst gözetici kurumun oluşturulmasını ifade etmektedir.[123]

Finansal sektörün denetimi, finansal kriz öncesinde AB'nin gündemine gelmiş ve ABİHA'nın 127/5. maddesindeki *"Avrupa Merkez Bankaları Sistemi kredi kurumlarının tedbirsel denetimi*[124] *ve finansal sistemin istikrarına ilişkin yetkili otoritelerin politikalarının düzgün işletilmesine katkıda bulunur"* hükmü ile Avrupa Merkez Bankaları Sistemi'ne bu konuda rol verilmiştir. Bu fonksiyon esas olarak üye ülkelerin merkez bankaları tarafından yerine getirilmiştir. Bununla beraber, ulusal otoritelerin gözetimine yardımcı olmak üzere bazı kurumlar da oluşturulmuştur. Örneğin; AMB bünyesinde AMB, ulusal merkez bankaları, bankacılık sektöründeki yetkililerinden oluşan, merkez bankalarına kredi kuruluşlarının gözetim ve denetimi ile finansal istikrarın sağlanmasında yardım etmek amacıyla Bankacılık Denetim Komitesi (Banking Supervision Committee) oluşturulmuştur. Destekleyici niteliği haiz olan Komite'nin kararlarının bağlayıcılığı olmayıp, kriz sonrasında da rolü ve yetenekleri değişmemiştir.[125]

AB'de finansal denetim konusundaki en önemli gelişme, AB'de malî hizmetleri düzenleyen mevzuatta reform öngören ve finansal kurumların düzenleme ve denetim sistemine yeni bir çerçeve getiren 2001 yılı *Lamfalussy Raporu*[126]*'*dur. Rapor sonucunda finansal kurumların denetimine ilişkin olarak üç sektörel komite oluşturulmuştur. Bu komiteler, Avrupa Bankacılık Denetleme Kurumları Komitesi (Committee of European Banking Supervisors - CEBS), Avrupa Menkul Kıymetler Düzenleme Kurumları Komitesi (Committee of European Securities Regulators -

---

[123] VERHELST, 2011, s. 9.

[124] **Tedbirsel denetim (prudential supervision)** dört aşamalı bir süreç olarak anlaşılabilir: 1) Finansal kurumların lisanslama ve yetkilendirmesi, 2) Finansal kurumların ve finansal sistemin sağlıklı işleyişinin yerinde ve uzaktan inceleme, audit, analitik istatistiksel gereksinimler ve iç denetimler gibi araçlar kullanılarak sürekli izlenmesi, 3) Mevzuata aykırılık, kötü yönetim, hile ve diğer suçlarda yaptırım ve ceza uygulanması, 4) Mevduat sigortası, iflas işlemleri ve son kredi merci gibi unsurlardan oluşan kriz yönetimi. (bkz. LASTRA, R.M., **Legal Foundations of International Monetary Stability**, Oxford University Press, Oxford, 2006.)

[125] VERHELST, 2011, s. 10.

[126] Lamfalussy Committee of Wise Men, **Final Report on the Regulation of European Securities Markets**,15 February 2001.

CESR), Avrupa Sigorta ve Emeklilik Denetleme Kurumları Komitesi'dir (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors - CEIOPS). AB üyesi ülkelerin kendi denetleyici otoritelerinden oluşmakta olan bu üç komite sadece tavsiye niteliğinde ve bağlayıcı olmayan önerilerde bulunabilmekteydi.[127] Dolayısıyla, ulusal denetim uygulamaları arasındaki farklılıkların azaltılmasında ve uyumlu bir denetim çatısının oluşturulmasında başarılı olunamamıştır.

B. AB'de Finansal Denetime İlişkin Olarak Oluşturulan Yeni Yapı

Küresel finansal krizle birlikte, kriz öncesinde tüm dünyada genel olarak finansal sistemin denetlemesinde görülen eksiklikler olmasına ilaveten, AB düzeyinde finansal sistemin gözetim ve denetiminin yaşanan finansal entegrasyonla başa çıkmada yetersiz kaldığı iyice gün yüzüne çıkmıştır.

Bu kapsamda, ulusal düzeyde belirlenen teknik kural ve uygulamalar arasındaki farklılıklar devam etmiştir. Ayrıca, ülkelerdeki denetleyici otoritelerin yetkileri birbirinden farklıdır. Bu parçalanmış yapı AB düzeyinde finansal istikrarı tehlikeye sokmuştur. AB'nin finansal denetim sistemi, uluslararası finansal faaliyetlerde ulusal otoriteler arasındaki uyuşmazlıkların çözümünde zayıf kaldığı gibi, bu otoriteler arasında yeterli bilgi değişimini de sağlayamamıştır. Kriz zamanında da ulusal otoriteler koordineli bir şekilde acil önlem mekanizmalarını uygulayamamışlardır.[128] AB ülkeleri, aynı anda finansal istikrarı, finansal entegrasyonu ve ulusal finansal politikaları sağlayamadıkları *"finansal trilemma"* ile karşı karşıya kalmışlardır.[129]

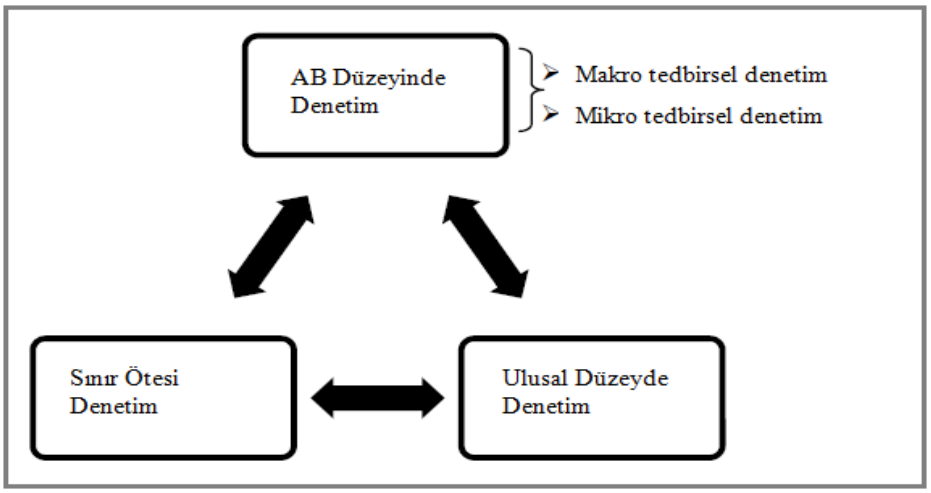
Yukarıda özetlenen eksiklikleri gidermek ve AB düzeyinde oldukça parçalanmış bir yapı gösteren finansal denetim problemine çözüm bulmak için Avrupa Komisyonu, *Jacques de Larosière* başkanlığında oluşturulan Yüksek Seviye Uzman Grubundan (High-level Expert Group) finansal sektörün düzenlenmesi ve denetimi konusunda bir rapor hazırlamasını istemiştir. Grubun raporu[130] Şubat

[127] ABGS (b), **Avrupa Birliği'nde Yeni Denetleyici Otoriteler**, Ankara, Kasım 2011, s. 4.
[128] Sebastian PAULO, **Europe and The Global Financial and Economic Crisis Explained In 10 Sheets**, Foundation Robert Schuman, April 2011, s. 9.
[129] Dirk SCHOENMAKER (a), "Financial Trilemma", **Economics Letters**, 111, 2011, s. 57.
[130] Jacques DE LAROSIÈRE, **The High Level Group On Financial Supervision In The EU**, Brussel, 23 February 2009.

2009'da yayınlanmıştır. Raporda yapılan tavsiyelere binaen 9 Haziran 2009'da ECOFİN Konseyi toplantısında ve 17-18 Haziran 2009 tarihli AB Zirvesinde, AB düzeyinde iki aşamalı bir finansal gözetim-denetim yapısının oluşturulması kararlaştırılmıştır. Yeni finansal denetim sisteminin oluşturulması yönündeki yasal paket 9 Eylül 2010'da Avrupa Parlamentosu ve 17 Kasım 2010'da Avrupa Konseyi'nde kabul edilmiş ve 16 Aralık 2010'da yayımlanarak 1 Ocak 2011'den itibaren yürürlüğe girmek üzere yasalaşmıştır.

Oluşturulan yeni denetim sisteminden sonra, AB'de finansal kurumların denetimi üç düzeyde bir denetim mekanizmasından oluşmaktadır: Ulusal düzeyde, sınır ötesi düzeyde ve AB düzeyinde (Şekil-4).

Şekil-4: AB'de Yeni Finansal Denetim Yapısı



Kaynak: VERHELST, 2011, s. 18, Şekil-1.

Ulusal düzeyde ev sahibi ülkedeki denetim otoritesi yetkilerini devam ettirmekle beraber, aldıkları kararların diğer üye ülkelerdeki potansiyel etkilerini dikkate almak durumundadırlar.

Sınır ötesi düzeyde, **denetim otoriteleri heyetleri (colleges of supervisors)** oluşturulmuştur. Bir denetim otoriteleri heyeti, bir finansal kuruluşun veya grubun faaliyette bulunduğu üye ülkelerden farklı denetim otoritelerini bir araya getirmektedir. Sınır ötesi finansal kurumlar için bu heyetlerin oluşturulması zorunlu hale getirilmiş, bu sayede denetim otoriteleri arasındaki koordinasyon ve işbirliğinin

http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf, erişim tarihi 01.02.2013.

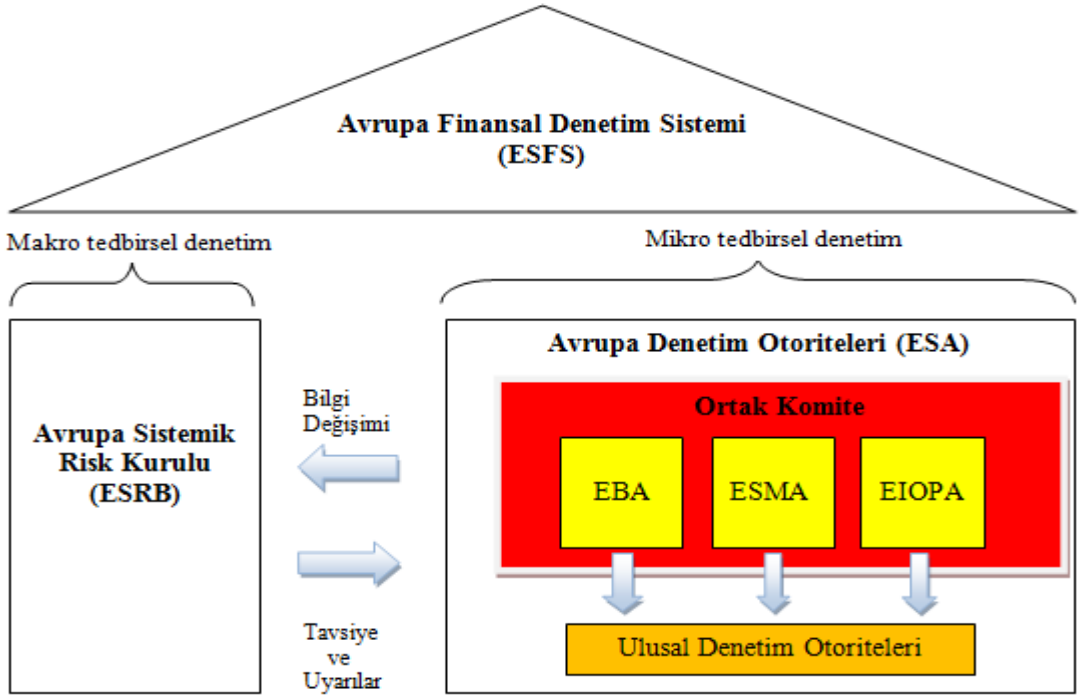
artırılması amaçlanmıştır.[131] Finansal kriz sonrasında Avrupa Ekonomik Alanı'nda 2010 yılına kadar 100'den fazla denetim otoriteleri heyeti oluşturulmuştur. Avrupa Denetim Otoriteleri de bu heyetlere katılmaktadırlar. Denetim otoriteleri heyetine ev sahibi ülke başkanlık etmekte, diğer ülke denetim otoritelerinin görüşlerini dinledikten sonra nihai kararını vermektedir. Dolayısıyla, denetim otoriteleri heyetleri ulusal denetimi ikame etmemektedir.[132]

AB düzeyindeki finansal denetimde yapılan değişiklik ise daha büyüktür. Bu kapsamda yeni **Avrupa Finansal Denetim Sistemi (European System of Financial Supervision**[133] **- ESFS)** oluşturulmuştur. ESFS ulusal ve AB düzeyindeki denetim otoriteleri arasında entegre bir ağ olarak tasarlanmış ve günlük denetim fonksiyonunu ulusal denetim otoritelerine bırakılmıştır.

ESFS ile ikili bir tedbirsel denetim yapılması amaçlanmıştır. Bunun için finansal sistemin bütünündeki istikrarı etkileyebilecek riskleri izlemek üzere makro düzeydeki tedbirsel denetimi (macro-prudential supervision) yapması için ***Avrupa Sistemik Risk Kurulu (European Systemic Risk Board - ESRB)*** oluşturulmuştur. Bireysel olarak finansal kurumların denetimini yapmak üzere, mikro düzeyde tedbirsel denetim (micro-prudential supervision) için bankacılık, sigorta ve mesleki emeklilik sektörlerine ilişkin olarak faaliyette bulunan Lamfalussy komitelerinin dönüştürülmesiyle oluşturulan Avrupa Bankacılık Otoritesi (European Banking Authority - EBA), Avrupa Sigorta ve Mesleki Emeklilik Otoritesi (European Insurance and Occupational Pensions Authority - EIOPA) ve Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi (European Securities and Markets Authority - ESMA)'nden oluşan **Avrupa Denetleme Otoriteleri (European Supervisory Authorities - ESAs)** oluşturulmuştur (Şekil-5).

[131] VERHELST, 2011, s. 18.
[132] VERHELST, 2011, s. 57.
[133] Bazı kaynaklarda European System of Financial Supervisors olarak da ifade edilmektedir.

Şekil-5: Avrupa Finansal Denetim Sistemi



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

EFSF'nin iki sütunu birbiriyle yakından ilişkili ve koordinasyon halinde olacak, üye devletlerdeki gözetim ve denetim makamlarıyla birlikte faaliyet göstererek uyumlaştırılmış kuralların oluşturulmasında ve bu kuralların sıkı ve ahenkli bir şekilde uygulanmasını sağlamak için işbirliği halinde çalışacaklardır.

1. Makro Tedbirsel Denetim: Avrupa Sistemik Risk Kurulu

Avrupa Sistemik Risk Kurulu (ESRB), kendisini kuran tüzükte tanımlandığı üzere, Birlik genelinde bir finansal sıkıntıyı önlemek adına, AB'de finansal istikrarı tehlikeye sokacak finansal riskleri önlemek veya azaltmak için makro tedbirsel gözetim yapmaktan sorumludur. Ayrıca, iç pazarın düzgün işlemesine, dolayısıyla finansal sektörün sürdürülebilir şekilde ekonomik büyümeye katkı sağlamasına da yardımcı olacaktır.

ESRB'nin başlıca görevleri arasında aşağıdakiler yer almaktadır.[134]

• Sistemik risklerin tanımlanması ve önceliklerin belirlenmesi,

• Önemli görülen sistemik riskler için uyarıların hazırlanması ve gerekli durumlarda bunların kamuoyu ile paylaşılması,

[134] ABGS (b), 2011, s. 10.

• Tanımlanan risklere karşı önlemler geliştirilmesi ve gerekli durumlarda bunların kamuoyu ile paylaşılması,

• EBA, EIOPA ve ESMA'dan oluşan Avrupa denetleme otoriteleri ile yakın çalışarak, gerekli durumlarda bu otoritelere sistemik riske ilişkin bilgi sağlanması,

• Avrupa denetleme otoriteleri ile ortaklaşa çalışarak sistemik riskin belirlenmesi ve ölçülmesine dair niteliksel ve niceliksel göstergelerin belirlenmesi,

• Gerekli durumlarda Ortak Komitede görev alınması,

• Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Finansal İstikrar Kurulu (Financial Stability Board - FSB) gibi uluslararası kurumlarla koordinasyon içinde çalışmak.

Merkezi Frankfurt'ta olan ESRB, AB düzeyinde bir kurum olup tüzel kişiliği yoktur. Birliğin genel çıkarları için bağımsız olarak çalışır. Üye ülkelerden, AB kurumlarından veya diğer ilgili kişi ve kuruluşlardan emir almaz. ESRB, genel kurul, yönetim kurulu, sekretarya ve iki adet danışma komitesinden oluşmaktadır.

Genel Kurul, en yüksek karar organı olup 37 tanesi oy hakkı olan, 28 tanesi oy hakkı olmayan 65 üyeden oluşmaktadır. Oy hakkına sahip üyeler, AMB'nin başkan ve başkan yardımcısı, üye ülke merkez bankalarının başkanları, üç ESAs kurumunun başkanları, Avrupa Komisyonu üyesi, Bilimsel Danışma Komitesinin başkan ve başkan yardımcıları ile Teknik Danışma Komitesi başkanıdır. Oy hakkı olmayan üyeler ise, Ekonomik ve Finansal Komite Başkanı, her üye ülkenin yetkili ulusal denetim otoritelerinden birer adet üst düzey yetkilidir. AMB başkanı ilk beş yıl için aynı zamanda genel kurulun da başkanıdır. Genel kurulda kararlar genellikle basit çoğunlukla alınır ama 2/3 karar yeter sayısı da aranır. Tavsiye ve uyarıların kamuoyuna açıklanmasında ise 2/3 oranında hem oy çokluğu hem de karar yeter sayısı aranmaktadır.

Yönetim Kurulu, genel kurulun 14 üyesinden oluşur ve genel kurulun karar ve toplantılarını, toplantılarda tartışılacak belgeleri hazırlar ve ESRB'nin çalışmalarını takip eder.

ESRB, bünyesinde iki adet danışma kurulu bulundurur. Bilimsel Danışma Komitesi, 15 adet hükümet dışı bağımsız uzman ile Teknik Danışma Komitesi başkanı ve ESRB sekretarya başkanından oluşur. Komite makro tedbirsel analizlerin ve politika araçlarının tasarlanıp gözden geçirilmesinden sorumludur. Teknik Danışma Komitesi, ise 60 adet uzmandan oluşmakta olup bilimsel komite gibi

politika araçlarının ve metodolojilerinin, finansal istikrarın, makro tedbirsel politika kararlarının gözden geçirilmesinden sorumludur.

Sekretarya, ESRB'ye idari ve fonksiyonel anlamda destek sağlayıp, kurulun günlük işlerinden sorumludur. Sekretaryanın personeli ve bütçesi AMB tarafından karşılanmaktadır. Sekretarya başkanı da AMB tarafından görevlendirilmektedir. AMB'nin ESRB'deki bu baskın rolü, ESRB'nin Avro bölgesine daha fazla yoğunlaşmasına neden olacağı gerekçesiyle Avro bölgesi dışındaki üye ülkelerin eleştirisine uğramıştır.[135]

ESRB'ye denetim görevi verilmiş olmasına rağmen, finansal kurumlardan doğrudan bilgi alma yetkisi verilmemiştir. Dolayısıyla dış kaynaklardan toplanan verilere bağımlı olup oldukça hiyerarşik bir bilgi toplama mekanizması öngörülmüştür. Öncelikle AB düzeyinde mevcut olan istatistikler kullanılacak, bu yeterli olmazsa ESAs'dan, daha sonra merkez bankaları, ulusal denetim otoriteleri veya ulusal istatistik kurumlarından bilgi istenecektir. Hala yeterli bilgi temin edilememişse son çare olarak üye ülkelere başvurulacaktır. Ayrıca, istenen bilgiler toplam ve özet şekilde olacak, finansal kurum ismi belirtilmeyecektir. Bireysel olarak finansal kurumlara ilişkin bilgiler ancak ilgili mikro tedbirsel denetim otoritesinin açık yetkilendirmesi halinde mümkündür.[136] Görüldüğü üzere, ESAs'dan sağlanacak bilgiler ESRB için çok önemlidir. Bu nedenle, ESRB ve ESAs arasında Kasım 2011'de bilgi istenmesine ilişkin protokol imzalanmıştır.[137]

ESRB, denetim sonucunda sistemsel bir başarısızlık veya finansal sistemin direncinde bir azalma riski olduğu sonucuna varırsa uyarı ve tavsiyeler yayınlar. Risk uyarılarının ve tavsiyelerin geçmesi için genel kurulda 2/3 çoğunluk aranmaktadır. Risk uyarıları bir konu, ülke veya pazar segmentine özgü olabileceği gibi genel de olabilir. Risk uyarıları ve tavsiyeler AB geneline, AB kurumlarına, bir veya daha fazla üye ülkeye, ESAs'a yöneltilebilir; ancak belirli bir finansal kuruma yöneltilemez. Her durumda, Avrupa Komisyonu ve Konsey sunulan tavsiye ve uyarılara ilişkin olarak bilgilendirilir. Uyarı ve tavsiyelerin bağlayıcılığı yoktur, dolayısıyla Kurul uyarı ve tavsiyelerin uygulanabilirliğini artırmak için kamuoyuna açık hale getirebilir. Ancak, kamuoyuna açıklanacak tavsiye ve uyarıların finansal

[135] Treasury Committee of the UK House of Commons, **Opinion on Proposals for European Financial Supervision**, Session 2008-09, Sixteenth Report, 2009, s. 19-20.
[136] VERHELST, 2011, s. 25.
[137] ESRB, **Annual Report 2011**, May 2012, s. 10.

piyasaları olumsuz etkilememesi için açıklamaların olay bazında olmaları öngörülmüştür. Politika tavsiyeleri, uyarının yönlendirildiği tarafın belli bir takvim içinde uygulayacağı politika tedbirlerini belirtir. Tavsiyeler uygulanmasının takibini sağlamak için "uygula veya açıkla" ilkesini benimsenmiştir. Kurul tavsiyelerine uyulmasında yeterli tedbirlerin alınmadığını düşünürse 2/3 oy çoğunlukla alacağı kararla ilgili kurumları (Konsey veya ilgili ESAs) bilgilendirir. Tavsiyelerin aksine uyarılar için ise bir takip mekanizması öngörülmemiştir.[138]

ESRB faaliyetlerine ilişkin olarak faaliyet raporunu yıllık olarak veya yaygın bir finansal sıkıntı sonrasında kamuoyuna ve AB kurumlarına açıklar. Ayrıca, tavsiye ve uyarılarına ilişkin kararları ile tavsiyelerine yönelik takip sonuçlarını Konsey ve Komisyon'a bildirir. Kurulun Avrupa Parlamentosu'na rapor vermesi konusu kurucu tüzükte farklı şekillerde öngörülmüştür. İlk olarak ESRB başkanı Parlamento'da yıllık olarak dinlenir. Yaygın bir finansal sıkıntı durumunda daha sık raporlama yapılır. İkinci olarak, Parlamento Kurul çalışanlarından geçici dinleme talebinde bulunabilir. Son olarak, Kurul başkanı yılda en az iki kez Parlamento'nun Ekonomik ve Parasal İşler Komitesi başkan ve başkan yardımcısı ile gizli tartışma yapar.[139]

2. Mikro Tedbirsel Denetim: Avrupa Denetim Otoriteleri

2.a. Ortak Özellikler

Yeni oluşturulan üç adet denetim otoritesi (ESAs), ulusal otoritelerle birlikte finansal sistemin sağlamlığını firma düzeyinde sağlamak ve finansal hizmetlerin tüketicilerini korumak için AB düzeyinde mikro tedbirsel denetimden sorumlu olmak üzere kurulmuşlardır. Yeni otoriteler, aşağıdaki yetkilerle donatılmışlardır.[140]

- Ulusal otoriteler ve finansal kurumlar için spesifik kurallar koymak,
- Teknik standartlar, ilke ve tavsiyeler geliştirmek,
- Ulusal otoritelerin kuralları uygulamasını izlemek,
- Acil durumlarda tedbir alabilmek (bazı finansal ürünlerin yasaklanması dâhil),

[138] Bernhard SPEYER (b), **Financial Supervision In The EU,** Deutche Bank Research, EU Monitor 84, 4 August 2011, s. 5.
[139] VERHELST, 2011, s. 27.
[140] Dirk SCHOENMAKER (b), **Financial Supervision in the EU**, Forthcoming in: Encyclopedia of Financial Globalization G. Caprio (ed.), Elsevier, Amsterdam, April 2011, s. 20.

- Ulusal denetim otoriteleri arasında oluşabilecek sorunları çözmek ve arabuluculuk yapmak,
- AB müktesebatının uyumlu bir şekilde uygulanmasını temin etmek.

Yeni denetim otoriteleri birer AB kurumu olarak kurulmuş olup tüzel kişiliği haizdirler. Bu sayede diğer AB kurumlarından belli derecede bağımsız olmaları sağlanmıştır. Bununla birlikte, ESAs Avrupa Parlamentosu ve Avrupa Konseyi'ne karşı sorumlu olup bu kurumlar her bir ESAs başkanından herhangi bir zamanda bilgi talep edebilirler. Ayrıca, başkanlar AP milletvekillerinden gelecek sorulara da cevap verir.

Yeni otoritelerin bütçeleri özerktir. Bütçenin gelirleri ulusal denetim otoritelerinden (% 60) ve Birlik genel bütçesinden (%40) karşılanır. Yasa koyucular finansal sektörden alınan ücretlerin ESAs bütçesine aktarılmasını isteyebilirler. Nitekim kredi derecelendirme kuruluşlarından alınan ücretler ESMA bütçesine aktarılmaktadır. Bütçenin hazırlanmasında AB bütçe prosedürü uygulanır ve hesaplar Avrupa Sayıştayı'nın (European Court of Auditors) denetimine tabidir.[141]

Yeni otoriteler ESRB ile iletişim halinde çalışmaktadır. Bu iletişim iki yönlüdür: ESAs ESRB'ye potansiyel sistemik riskler konusunda uyarılar gönderip veriler sunarken, ESRB de ESAs'a uyarı ve tavsiyelerde bulunur.

Yeni otoritelere ilişkin olarak sektörler arası ve finansal gruplara ilişkin konuları görüşmek üzere Ortak Komite oluşturulmuştur. Ortak Komite, üç denetim otoritesinden yetkililerden oluşmakta olup başkanlığı rotasyon usulüyle her bir denetim otoritesinin başkanı tarafından yapılmaktadır. Komite ile bu üç otoritenin düzenli olarak yakından işbirliği halinde ve tutarlı uygulamalar oluşturmak üzere çalışması amaçlanmıştır. Komite bu işbirliğini sağlama fonksiyonu yanında, ESRB ile ESAs arasında bilgi alışverişinde de önemli bir rol üstlenmiştir. Ortak Komite, "Finansal Gruplar", "Sektörler Arası Gelişmeler, Riskler, Kırılganlıklar", "Kara Para Aklamayı Önleme" ve "Tüketici Koruma ve Finansal İnovasyon" alt komitelerinden oluşmaktadır.[142]

Önemli görevler ifa eden ESAs için bir Temyiz Kurulu oluşturulmuştur. Bu kurul, ESAs kararlarına karşı uzun bir süreç olan Avrupa Birliği Adalet Divanı

[141] IMF (e), **Euro Area Policies: 2011 Article IV Consultation—Lessons from the European Financial Stability Framework Exercise; and Selected Issues Paper**, IMF Country Report No. 11/186, July 2011, s. 33.
[142] EBA, **Annual Report 2011**, 2012, s. 32.

(ABAD)'na gitmeden önce zamanında itiraz edilmesi imkânı vermektedir. Kurul, Avrupa Komisyonu'nun gösterdiği adaylar arasından her bir ESAs'ın seçtiği 2 adaydan oluşan 6 üyeden teşekkül etmektedir. Bir ESAs kararından doğrudan veya dolaylı olarak etkilenen herhangi bir kişi veya kurum kurula temyiz başvurusunda bulunabilir. Temyiz kurulu çoğunlukla karar alır ve kurulun kararlarına karşı ABAD yolu açıktır.[143]

Avrupa Denetim Otoriteleri'nin kurumsal yapılarına bakıldığında üçünde de benzer bir yapıyla karşılaşılmaktadır. Denetim Kurulu, temel karar alma organıdır. Kurul, oy hakkına sahip ilgili ulusal denetim otoriteleri başkanlarından ve oy hakkına sahip olmayan Komisyon, AMB, ESRB ile diğer iki ESAs temsilcisinden oluşur. Başkan ve Genel Müdür de oy hakkına sahip olmadan kurul toplantılarına katılır.[144] Denetim kurulunun oy hakkına sahip üyeleri ve başkanı, görevlerini ifa ederken tamamen bağımsız bir şekilde, herhangi bir ülke, kişi, kurum veya AB kurumundan emir ve talimat almadan sadece AB'nin genel menfaatleri doğrultusunda hareket ederler.[145] Denetim kurulunda kararlar genellikle basit çoğunlukla alınırken; teknik standartlar, ilke ve tavsiyeler, finansal şartlar, finansal aktivitelerin kısıtlanması veya yasaklanmasının yeniden değerlendirilmesi konularında nitelikli oy çokluğu aranmaktadır.[146]

Yönetim Kurulu, denetim kurulu tarafından atanır ve ESAs'ın görevlerini yerine getirmesinde günlük işlerle ilgilenir. Temel görevleri, iş programının geliştirilmesi, bütçenin hazırlanması ve personel işleridir. ESA başkanı dışında 6 ulusal denetçi üyeden oluşur. Genel müdür ve bir Avrupa Komisyonu temsilcisi de toplantılara oy hakkı olmadan katılır. Kararlar basit çoğunlukla alınır, üyeler bağımsızdır ve Birlik çıkarlarının bütünlüğü doğrultusunda oy kullanırlar. Yönetim kurulu bu haliyle ön hazırlık kararlarının kolaylıkla alındığı bir grup olmuştur.[147]

Her otoritede denetim kurulu tarafından 5 yıllığına atanan ve tam zamanlı olarak çalışan bir Başkan bulunmaktadır. Başkan, denetim ve yönetim kurulu toplantılarına başkanlık yapar, ama sadece yönetim kurulunda oy hakkı vardır. Avrupa Parlamentosu başkanın atanması karşı çıkabilir, ancak bu durumun

[143] VERHELST, 2011, s. 37.
[144] SPEYER (b), 2011, s. 12.
[145] IMF (e), 2011, s. 33.
[146] VERHELST, 2011, s. 47.
[147] VERHELST, 2011, s. 38.

sonuçlarının ne olacağı konusu tüzükte yer almamıştır. Genel müdür, ESAs'ın günlük işlerinin yürütülmesini sağlamak ve tam zamanlı olarak çalışmak üzere 5 yıllığına denetim kurulu tarafından atanır. Yönetim kurulu toplantılarının hazırlanması, iş programlarının oluşturulması ve bütçelerin hazırlanıp uygulanmasından sorumludur.[148]

Her bir ESAs içinde Menfaat Sahipleri Grupları yer almaktadır. EBA ve ESMA bünyesinde bir, EIOPA bünyesinde ise iki adet menfaat sahibi grubu bulunmaktadır. Bu gruplar ilgili ESAs'a tavsiyelerde bulunmak ve ilgili menfaat sahipleriyle tartışma imkânı yaratmak amacıyla 30 kişilik akademisyen, finansal sektör temsilcileri, işverenleri ve çalışanlarından oluşmaktadır.[149]

Yeni otoriteler açık bir katma değerin olduğu durumlarda hareket edebilecek olup hareket alanları tüzüklerde tanımlanmıştır. Bunun amacı, ulusal otoritelerle bu kurumların birlikte çalışmalarını sağlamaktır. Yeni sistem finansal hizmetlerdeki gelişmelere bağlı olarak ileride revize edilecek şekilde tasarlanmıştır. Örneğin, her üç yılda bir Avrupa Komisyonu, bu yeni otoritelerin işleyişine ve finansal kurumların sağlıklı çalışmasının temini için daha fazla yapılması gerekenlere ilişkin kapsamlı bir rapor hazırlayacaktır.[150]

Yeni otoriteler ortak olarak aşağıdaki görevleri ifa etmektedirler.

Denetim: AB düzeyinde yapılacak olan mikro tedbirsel denetime ilişkin olarak, finansal kurumların günlük denetiminden ESAs değil, ulusal otoriteler sorumludur. Dolayısıyla, yeni otoritelerin bireysel olarak finansal kurumlar üzerinde denetim yetkisi yoktur. Ancak, şu üç durumda ulusal otoritelerin yetkisini geçersiz kılarak doğrudan finansal kuruluşları ilgilendiren kararlar verebilir: (i) sınır ötesi bir grubun denetlenmesinde iki ulusal otorite arasındaki anlaşmazlıkta hakemlik yaptıklarında, (ii) ulusal otoritelerin ilgili AB mevzuatını uygulamadığında veya yanlış uyguladığında, (iii) Avrupa Konseyi tarafından ilan edilen acil durumlarda. Acil durum finansal piyasaların istikrarını ciddi şekilde tehlikeye sokacak durumlar olarak tanımlanmış olup, bu durumlarda dahi ESAs'ın ilk amacı bağlayıcı kararlar almadan ulusal denetim otoriteleri arasında koordinasyonu sağlamaktır. Bu

[148] VERHELST, 2011, s. 38.
[149] VERHELST, 2011, s. 38.
[150] SCHOENMAKER (b), 2011, s. 21.

sağlanamazsa ESAs gerekli gördüğünde bağlayıcı kararlar alabilecektir.[151] ESAs tarafından acil durumlarda alınan kararlar, üye ülkelerin mali sorumluluklarını etkilememelidir. Koruyucu hüküm (safeguard clause) olarak tanımlanan bu koşul, ESAs kararlarının, ilgili ülkenin (ex-ante) müdahalesi olmadan, ülke bütçesi üzerinde sonuçlar doğuracağı yönündeki endişeleri gidermek için getirilmiştir.[152]

Yeni otoriteler stres testlerinde[153] de önemli rol üstlenmişlerdir. Söz konusu testleri yapma ile görevli olmamakla birlikte, bu testlerin başlatılmasında ve koordine edilmesinde görevlidirler.

Yeni otoritelerin denetim faaliyetlerini yaparken bilgi isteme usulleri de tüzüklerde açıklanmıştır. Buna göre, ilk önce AB düzeyinde, daha sonra ulusal denetim otoriteleri ve kamu otoritelerinden bilgi talep edilecek, eğer bu kaynaklardan alınan bilgiler yeterli olmazsa bireysel olarak finansal kurumlardan bilgi istenebilecektir.

Yeni otoritelerin bu genel denetim fonksiyonuna ilaveten, sadece ESMA'ya kredi derecelendirme kuruluşlarının doğrudan denetimi konusunda yetki verilmiştir. Ayrıca, Komisyon türev finansal araçların repertuarının denetimi konusunda ESMA ile eş yetkilidir.

Kural Koyma: Yeni otoritelerin genel yasama yetkileri olmayıp iki şekilde kural koyabilmektedirler. İlk olarak, bağlayıcı olmayan ilke ve tavsiyeler kabul edebilirler. Bu ilke ve tavsiyeler ulusal denetim otoritelerine veya bireysel olarak finansal kuruluşlara yönelik olabilir. Bu tavsiye ve ilkelere uymak için her türlü çaba sarf edilmelidir. Aksine hareket durumunda denetim yapanlara nedenini izah etmelidirler. Finansal kuruluşlar için aykırılık halinde raporlama ancak ilke veya tavsiyede açıkça belirtilmişse söz konusudur. İkinci olarak, ESAs düzenleme ve uygulamaya dönük bağlayıcı nitelikte teknik standart taslakları hazırlamaktadır. Uygulamaya dönük olanlar AB mevzuatını değiştirmeden uygulama birliğini sağlamaya yönelik iken, düzenleyici teknik standartlar bir yasal düzenlemede düzeltme veya ekleme yapmaya yöneliktir. ESAs'ın teknik standartları Komisyon tarafından onaylanmak zorundadır. Komisyon'un kendi teknik standart taslağını hazırlama yetkisi sınırlı olup sadece ilgili ESAs tarafından zamanında uygun bir

[151] SCHOENMAKER (b), 2011, s. 22.
[152] SPEYER (b), 2011, s. 11.
[153] Stres testleri, finansal kurumların ters piyasa gelişmelerine olan dayanıklılıklarını değerlendirmek amacıyla yapılan testlerdir.

taslak sunulmaması durumunda mümkündür. Teknik standart taslakları Komisyon tarafından onaylanmayla birlikte bağlayıcı olurlar ve ilke ve tavsiyelere oranla finansal alanda yasama açısından daha bağlayıcıdırlar.[154] ESAs tarafından alınan kararlar AB mahkemelerinin denetimine tabidir.

AB Mevzuatının Uygulanmasını Sağlama: Yeni otoriteler kural koymanın yanında ilgili AB mevzuatının uygulanmasını sağlamada da yetkilidir. Bunun ilk yolu AB mevzuatının ihlal edilmesinin etkisiz hale getirilmesidir ki, ESAs bu konuda belirli bir prosedür izler. İlk olarak, iddia edilen ihlali araştırmakla yetkili olmalıdır. Sonrasında, ilgili ulusal otoriteye harekete geçmesi için tavsiyede bulunur. Tatminkar bir sonuç elde edilemezse, Komisyon konuya ilişkin olarak resmi bir görüş yayınlar. Eğer denetim otoritesinin eylemi hala yeterli değilse, ESAs finansal kurumların harekete geçmesini talep edebilir. Bu talep sadece, söz konusu AB mevzuatı finansal kurumlara doğrudan uygulanabilirse (örneğin tüzük ve teknik standartlar şeklindeyse) ve ESAs'ın eylemi piyasada rekabet şartlarının devam etmesi veya finansal sistemin istikrarının sağlanması için gerekliyse yapılabilir. AB mevzuatının uygulanmasını sağlamanın ikinci yolu, yeni otoritelerin ulusal otoriteler arasındaki anlaşmazlıkların çözümünde aktif rol almasıdır. İlk uzlaştırma aşamasının ardından ESAs, ulusal otoriteleri bağlayıcı karar alma yetkisine sahiptir. Ulusal otoriteler bu karara uymazlarsa ESAs finansal kurumlara yönelik olarak karar alabilir. Bu kararlar ulusal otoritelerin aldığı kararların üzerindedir.[155]

Finansal Sistemdeki Sıkıntıyla Mücadele Etme: Yukarıda izah edildiği üzere, Avrupa Konseyi finansal piyasaların ve finansal sistemin işleyişini etkileyen ciddi tehlike durumunda acil durum ilan ederek yeni otoritelere ek yetkiler tanıyabilmektedir. Böyle bir acil durumda yeni otoriteler ulusal denetim otoritelerinin harekete geçmesini isteyebilirler. Bir ulusal otoritenin yeterli adımları atmaması halinde (doğrudan uygulanan AB mevzuatının ulusal otoritelerce yanlış uygulanması) ESAs bireysel olarak finansal kurumlara yönelik kararlar alabilir.

Bazı özel durumlarda ise yeni otoriteler, finansal sistem veya piyasalar için tehlike oluşturmaları durumunda, bazı finansal faaliyetleri kısıtlayabilir veya yasaklayabilirler. Bu durum yatırımcıların yoğun spekülatif hareketler sonucu piyasanın işleyişini bozmaları halinde söz konusudur. Yeni otoriteler böyle bir

[154] VERHELST, 2011, s. 41.
[155] VERHELST, 2011, s. 42.

durumda, küresel finansal krizde yaşandığı üzere, tek taraflı kısıtlama yapılması ihtimalini azaltmalıdır. Acil durum ilan edilmeyen hallerde, yeni otoriteler ancak AB mevzuatı açıkça izin veriyorsa finansal faaliyetleri kısıtlayabilir veya yasaklayabilirler. Konsey'in acil durum ilan etmesi halindeyse yeni otoritelerin oldukça geniş yetkileri bulunmaktadır. Bu kapsamda herhangi bir finansal faaliyeti önleme imkânı kendilerine tanınmıştır. Ancak, her durumda üye ülkelerin tek taraflı olarak finansal faaliyetleri kısıtlama imkânları bulunmaktadır. Böylece, ulusal otoritelere, uzlaşılan ortak yaklaşıma katılmadıkları zaman, kendi tedbirlerini alabilmelerinin kapısı açık bırakılmıştır.[156]

Denetimde İşbirliğinin ve Yakınsamanın Sağlanması: Yeni otoriteler, ulusal denetim otoriteleri arasındaki işbirliğini sağlamak ve uygulamalarını uyumlaştırma misyonunu Lamfalussy Komitelerinden devralmışlardır. Bu kapsamda yeni otoritelerin üstlendikleri bir diğer misyon *ortak denetim kültürünü* oluşturmaktır. Denetimde işbirliğinin ve yakınsamanın sağlanması ulusal otoriteler arasında bilgi değişiminin kolaylaştırılması ve denetim uygulamalarının emsal taramaları (peer review) aracılığıyla gerçekleştirilebilir. Ayrıca, ESAs ulusal otoriteler arasındaki uzlaşmazlıklarda bağlayıcı olmayan arabulucu rolü üstlenmiş olup, arabuluculuğun işlememesi halinde bağlayıcı karar alabilmektedir.[157]

İşbirliğini artırmanın diğer bir yöntemi de sınır ötesi denetimdeki denetim otoriteleri heyetlerinin (colleges of supervisors) izlenmesi ve geliştirilmesidir. ESAs, denetim otoriteleri heyetlerinin tam üyesi olarak faaliyetlerine katılabilmektedir ve bu heyetlerin karar almasında bağlayıcı gücü olmasa da, denetim otoriteleri heyetinin kararlarını yetersiz bulursa ilave tartışma yapılmasını talep edebilmektedir.[158]

Tüketicinin Korunması: Avrupa Parlamentosu'nun ısrarı üzerine yeni otoritelere finansal ürünlerde tüketicinin korunmasında sorumluluklar yüklenmiştir. ESAs bu konuda üstlendiği görevi finansal eğitim girişimlerini koordine ederek, finansal sektör için eğitim standartları geliştirerek, ortak açıklama kuralları geliştirerek bağlayıcı olmayacak şekilde ifa edebilmektedir. ESAs'dan tüketicinin korunması konusundaki en önemli beklenti ulusal garanti planlarına ilişkindir. Finansal kriz, bu planların kapsamının düşük ve ülkeden ülkeye değiştiğini ortaya

[156] VERHELST, 2011, s. 43.
[157] VERHELST, 2011, s. 44.
[158] VERHELST, 2011, s. 44.

koymuştur. Yeni otoriteler, bu eksikliğin giderilmesinde AB düzeyinde başlatılan girişimlere yardım etmekle ve çıkarılacak mevzuatın uyumlu bir şekilde uygulanmasını, denetlenmesini ve geliştirilmesini sağlamakla görevlendirilmiştir.[159]

2.b. Avrupa Denetim Otoriteleri

2.b.1. Avrupa Bankacılık Otoritesi (European Banking Authority - EBA)

Merkezi Londra'da bulunan Avrupa Bankacılık Otoritesi (EBA), 1093/2010 sayılı Parlamento ve Konsey Tüzüğü ile kurulmuş olup, 1 Ocak 2011 tarihinde faaliyete başlamıştır.

EBA, kendinden önceki Avrupa Bankacılık Denetleme Kurumları Komitesi (CEBS)'nin görev ve sorumluluklarını üstlenmiş olup finansal sistemin istikrarının temini, bankacılık piyasasının ve ürünlerin şeffaflığının sağlanması, mevduat sahipleri ve yatırımcıların korunması gibi konularda faaliyet göstermektedir.

EBA'nın yetkileri oldukça geniş olup, bu yetkiler arasında düzenleme arbitrajını (regulatory arbitrage) önleme, bankacılık alanında uluslararası denetim faaliyetlerinin koordinasyonunu artırma ve denetimde yakınsamayı geliştirme, kurumsal yönetim, finansal raporlama, audit, bankacılık, ödemeler sistemi ve elektronik para uygulamaları gibi konularda tavsiyelerde bulunma yer almaktadır.[160] Kurum ayrıca tasarruf mevduatı ve banka tasfiyesi gibi konularda AB düzeyinde yürütülen yasal iyileştirme ve geliştirme çalışmalarına katkı sağlamaktadır.

2.b.2. Avrupa Sigorta ve Mesleki Emeklilik Otoritesi (European Insurance and Occupational Pensions Authority - EIOPA)

Yeni Avrupa denetim mimarisinin bir parçası olan Avrupa Sigorta ve Mesleki Emeklilik Otoritesi (EIOPA), 1094/2010 sayılı Parlamento ve Konsey Tüzüğü ile kurulmuş olup, Almanya'nın Frankfurt kentinde faaliyet göstermektedir.

EIOPA'nın temel sorumlulukları arasında, finansal sistemde istikrarın sağlanmasına destek olunması, piyasanın ve ürünlerin şeffaflığının sağlanması, sigorta ile emeklilik sigortası sektöründeki tarafların korunması ve sigortacılık müktesebatı doğrultusunda yapılacak ulusal uygulamaların Birlik düzeyinde uyumlaştırılması bulunmaktadır.[161]

---

[159] VERHELST, 2011, s. 45.
[160] http://eba.europa.eu/Aboutus.aspx, erişim tarihi 05.02.2013.
[161] ABGS (b), 2011, s. 9.

2.b.3. Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi (European Securities and Markets Authority - ESMA)

Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi (ESMA), 1095/2010 sayılı Parlamento ve Konsey Tüzüğü ile kurulmuş bağımsız bir AB kurumu olarak Fransa'nın başkenti Paris'te faaliyetlerine başlamıştır.

ESMA, menkul kıymet piyasalarının bütünlüğünü, şeffaflığını, etkinliğini, düzgün işlemesini ve yatırımcıların korunmasını sağlayarak AB'de finansal sistemin istikrarına katkıda bulunur. Ayrıca, hem menkul kıymetlere ilişkin düzenleme yapan otoriteler arasında hem de diğer ESAs ile yakından çalışarak finansal sektörler arasında denetimin yakınsamasını teşvik etmektedir.[162]

ESMA'nın faaliyetleri ile yatırımcıların Birlik genelinde benzer uygulamalarla muhatap olmasının, finansal hizmet sağlayıcıların eşit şartlar altında faaliyet göstermesinin teminat altına alınması ve bu çerçevede piyasaların etkili ve etkin bir yapı arz etmesinin sağlanması amaçlanmaktadır.

Diğer ESAs'a kıyasla ESMA'nın düzenleyici rolü daha geniş olup AB mevzuatında da kural koyucu olarak sık sık zikredilmiştir. Diğer yeni otoritelerin çalışmaları daha ziyade mikro tedbirsel denetim üzerinde oturmuşken ve acil durumlar dışında doğrudan düzenleme yapma yetkileri yokken, ESMA'ya menkul kıymetler, menkul kıymet piyasaları, takas odaları, fon yöneticileri, kredi derecelendirme kuruluşları konusunda daha geniş yetkiler verilmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşlarına ilişkin olarak doğrudan düzenleme yapma ve denetleme yetkisiyle ESMA diğer ESAs arasında benzersiz bir yere sahiptir.[163]

C. Avrupa Komisyonu'nun AB'de Tek Denetim Mekanizması Oluşturulmasına İlişkin Önerisi

Küresel kriz Avrupa'ya yayıldığında AB'de her bir üye ülkede ulusal kurallara dayalı 27 farklı bankacılık düzenleme ve denetleme sistemi bulunmaktaydı. Ülkeler arasında bazı işbirlikleri vardı, ancak bu işbirliği ağırlıklı olarak bilgi

[162] http://www.dgsfp.mineco.es/sector/documentos/Cuestiones%20internacionales/SAFEGUARDING%20FINANCIAL%20STABILITY%20IN%20EUROPE.pdf, erişim tarihi 06.02.2013, s. 2.
[163] SPEYER (a), 2011, s. 13.

değişimi ve enformel işbirliği prosedürlerine ilişkindi.[164] EBA'nın oluşturulması ulusal denetim otoriteleri arasında işbirliğinin artmasına ve AB'de finansal hizmetlerde tek kurallar kitabı oluşturulmasına katkıda bulunmuştur. Ancak bankaların denetimi büyük ölçüde ulusal sınırlar içinde kalmış ve entegre olmuş bankacılık piyasasına ayak uyduramamıştır. Finansal krizin başından beri bankaların denetimindeki eksiklikler AB'de bankacılık sektörüne olan güvenin erimesine ve Avro bölgesindeki devlet tahvili piyasalarındaki tansiyonun artmasına katkı yapmıştır. Bunun üzerine, Avrupa Komisyonu Mayıs 2012'de ekonomik ve finansal entegrasyonun uzun vadeli görünümünün bir parçası olarak Avro'ya ve Avro bölgesindeki bankalara olan güvenin oluşturulması adına bankacılık birliğinin oluşturulması için göreve çağrılmıştır. 29 Haziran 2012'deki Avro Zirvesi'nde ise, Avro bölgesi hükümet ve devlet başkanları, bankalar ve devletler arasındaki kısır döngünün kırılmasının zorunlu olduğunu belirtip, Komisyon'un ABİHA'nın 127(6). maddesi[165] uyarınca **Tek Denetim Mekanizması (Single Supervisory Mechanism – SSM)** oluşturulmasına yönelik teklifini kısa süre içerisinde hazırlamasını istemiştir.[166] Bunun üzerine, Avrupa Komisyonu 12 Eylül 2012'de SSM'nin oluşturulmasına yönelik olarak aşağıdaki üç belgeyi yayınlamıştır.

1. Avro bölgesindeki bütün bankalar ile istemeleri halinde Avro bölgesi dışındaki üye ülkelerin bankalarının denetimi için Avrupa Merkez Bankası'na güçlü yetkiler veren bir tüzük önerisi,[167]
2. EBA'ya ilişkin mevcut tüzüğü banka denetiminde oluşturulan yeni çatıya uyumlaştırılmasını sağlayacak bir tüzük önerisi,[168]

---

[164] EC (u), **Towards A Banking Union,** MEMO/12/656**,** Brussels, 10 September 2012, s. 1.

[165] **ABİHA md. 127(6):** Konsey, özel yasama usulü uyarınca hareket ederek, tüzükler vasıtasıyla, Avrupa Parlamentosu'na ve Avrupa Merkez Bankası'na danıştıktan sonra, oybirliğiyle, sigorta kuruluşları hariç olmak üzere, kredi kuruluşları ile diğer finansal kuruluşların basiret esasına göre denetimi konusundaki politikalarla ilgili olarak Avrupa Merkez Bankası'na spesifik görevler verebilir.

[166] Euro Area Summit Statement, Brussels, 29 June 2012; http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=DOC/12/7&type=HTML, erişim tarihi 11.02.2013.

[167] EC (l), **Proposal For A Council Regulation Conferring Specific Tasks On The European Central Bank Concerning Policies Relating To The Prudential Supervision Of Credit Institutions,** COM(2012) 511, Brussels, 12.9.2012.

[168] EC (m), **Proposal For A Regulation Of The European Parliament And Of The Council Amending Regulation (EU) No 1093/2010 Establishing A European Supervisory Authority (European Banking Authority) As Regards Its Interaction With Council Regulation (EU) No…/… Conferring Specific Tasks On The European Central Bank Concerning Policies Relating To The Prudential Supervision Of Credit Institutions,** COM(2012) 512, Brussels, 12.9.2012.

3. Komisyon'un tek kural kitabı, tek denetim mekanizması ve tek banka çözümleme[169] mekanizmasını içeren sonraki aşamaları içeren bankacılık birliğine ilişkin vizyonunu gösteren iletişim.[170]

Bu belgelerde Komisyon, Avrupa Bankacılık Birliği'nin oluşturulması ve bu birliğin "tek denetim mekanizması, Avrupa mevduat sigorta şeması ve ortak çözüm sistemini" içermesi gerektiğini, önerilen tek denetim mekanizmasının bankacılık birliğine yönelik ilk adım olduğunu belirtmiştir.[171]

Komisyon tarafından önerilen SSM'ye ilişkin detaylar şöyledir.[172]

- SSM, Avro bölgesindeki yaklaşık 6.000 bankanın tamamını kapsamaktadır. Finansal istikrarı sağlamak için hem büyük hem de küçük bankaların denetimi kapsama alınmıştır. SSM'nin 1.1.2013'te yürürlüğe girmesi teklif edilmiş ve yeni mekanizmaya sorunsuz geçişin yapılabilmesi için aşamalı bir geçiş önerilmiştir. Buna göre, ilk aşamada kamu kaynaklarıyla fonlanan veya fon talep eden bankaların, 1 Temmuz 2013'den sonra sistemde önemli yere sahip olan bankaların, 1.1.2014'ten sonra da bütün bankaların AMB denetimine tabi tutulması teklif edilmektedir.[173]

- AMB'ye, Avro bölgesindeki kredi kuruluşlarının tedbirsel denetimine ilişkin olarak özel görevler verilmiştir. AMB bu görevini ESFS çatısı altında ifa edecek olup ESAs ve ulusal denetim otoriteleriyle yakın işbirliği altında çalışacaktır.

- EBA, tek kural kitabı oluşturulması ve denetim uygulamalarının yakınsaması ve tutarlılığına ilişkin görev ve yetkilerini muhafaza edecektir. AMB, EBA'nın görevlerini ve düzenleyici yetkilerini devralmayacaktır. EBA'nın Denetim Kurulu'nun yapısı değişmeyecek olup ulusal otoritelerden gelen kurul üyeleri karar

---

[169] Banka çözümlemesi (bank resolution), yaşayamaz duruma gelen bir bankanın durumunu çözmek için otoritelerin uyguladıkları tedbir ve prosedürlerdir. Banka çözümlemesi, banka denetiminin son aşamasıdır ve süreç sonunda mevduatın bir kısmı ödenip bankanın tasfiyesi, yeniden yapılandırılması veya ortaklık yapısının değişmesiyle son bulur. (bkz. Javier BOLZICO, Banking Resolution Failure Seminar, Banco Cental de Brasil, Rio de Janerio, 26 October 2009, http://www.fitproper.com/documentos/Brasil/Banking_Resolution_Seminar.pdf, erişim tarihi 22.02.2013.)

[170] EC (k), **Communication From The Commission To The European Parliament And The Council A Roadmap Towards A Banking Union,** COM(2012) 510, Brussels, 12.9.2012.

[171] Andre SAPIR, Martin HELLWIG ve Marco PAGANO, **A Contribution From The Chair And Vice-Chairs Of The Advisory Scientific Committee To The Discussion On The European Commission's Banking Union Proposals**, Reports of the Advisory Scientific Committee, No. 2, October 2012, s. 1.

[172] EC (l), 2012.

[173] EC (l), **Commission Proposes A Package For Banking Supervision In The Eurozone – Frequently Asked Questions**, MEMO/12/662, Brussels/Strasbourg, 12 September 2012, s. 3.

alma mekanizmasındaki rollerine devam edeceklerdir. Ancak, üye ülke yetkili otoritelerinin temsilcileri, AMB'nin yetkisine giren alanlarda AMB'nin denetim sorumluluğunu yansıtmak için ortak bir duruş açıklamalıdırlar.

- AMB, bankaların risklerini belirleme ve gerekli önlemleri almalarını sağlama konusunda tek yetkili denetim otoritesi olacaktır. Ayrıca AMB, kredi kuruluşlarının lisanslaması ve yetkilendirilmesi, lisansların iptal edilmesi, belirtilen durumlarda parasal ve periyodik cezaların uygulanması, yeterli holdinglerin değerlendirilmesi, asgari sermaye gerekliliklerine uyulmasının sağlanması, kredi kuruluşunun risk profiliyle ilgili içsel sermaye yeterliliğinin sağlanması, konsolide tabanlı denetimin yapılması ve finansal grupların denetlenmesi, finansal kaldıraç ve likidite gereklerine uyulmasının sağlanması, bir bankanın yasal sermaye yeterliliklerini ihlal etmesi veya ihlal etmeye yakınlaşması durumunda çözüm otoriteleriyle işbirliği halinde sermaye tamponları ve erken müdahale tedbirlerinin uygulanması konusunda görevlidir. Bu görevleri yerine getirmesi için AMB'ye denetim ve soruşturma yetkisi verilmektedir.
- Ulusal denetim otoriteleri SSM'de önemli rol oynamaya devam edeceklerdir. İlk olarak, AMB'ye devredilmeyen bütün görevler (örneğin, tüketicinin korunması, kara para aklamayla mücadele, üçüncü ülke bankalarının şube açmaları) ulusal otoritelere verilmiştir. İkinci olarak, AMB'ye verilen görevlerde de günlük tetkikler ve AMB'nin denetim görevini yapması için gerekli diğer denetim faaliyetleri SSM'nin entegre bir parçası olarak ulusal denetim otoritelerince yapılacaktır. Teklif, SSM yapısı içerisinde ulusal otoritelerin ulusal-bölgesel-yerel bankacılık piyasalarındaki bilgisi, tecrübesi ve kaynakları gibi nedenlerle bu tür faaliyetlerin yürütülmesinde AMB'nin ulusal otoritelere önemli ölçüde bağlı olmasını kabul etmektedir.
- Avro bölgesi dışındaki üye ülkeler, AMB ile yakın denetim işbirliği yapmaları ve belirli şartları sağlamaları halinde SSM'ye katılabilirler. Bu şartlar AMB'nin ilgili faaliyetlerine uymak ve onları uygulamaktır.
- Banka denetimi AMB için yeni bir alan olmaktadır. Bu nedenle para politikası ile tedbirsel denetim görevleri, bu iki amaç arasında çıkabilecek bir çıkar çatışması ihtimaline karşı birbirinden kesin olarak ayrılacaktır. Bu nedenle, AMB'de denetime ilişkin organ veya idari bölümler para politikasına ilişkin olanlardan

ayrılacaktır. Bu kapsamda, denetime ilişkin konularda karar almak üzere Denetim Kurulu oluşturulacaktır. Yönetim Konseyi nihai karar almada yetkilidir ama bazı konulardaki görevlerini veya karar alma yetkisini denetim kuruluna devredebilir. Denetim kurulu yönetim konseyince seçilen bir başkan ve başkan yardımcısı, AMB'nin dört temsilcisi ve üye ülke merkez bankaları veya denetim otoritelerinin birer temsilcisinden oluşacaktır. Böylece, Avro bölgesi dışındaki ülkeler AMB'nin yönetim konseyinde yer almazken, denetim kurulunda Avro bölgesi ülkeleri ile birlikte yer alacaklardır.

- AMB bankaların denetimini yaparken tamamen bağımsız olacak ve denetim yetkilerini etkili ve orantılı olarak kullanması için güçlü hesap verilebilirlik şartlarına tabi olacaktır. Bu kapsamda AMB Avrupa Parlamentosu, Konsey ve Eurogrup'a karşı sorumlu olacak ve denetim faaliyetlerine ilişkin olarak düzenli rapor sunup kendisine iletilen soruları cevaplandıracaktır. Ayrıca, denetim faaliyetleri için genel bütçesinden ayrı olarak bütçe hazırlayacaktır.

- Komisyon yayınladığı iletişimde ise, SSM'nin oluşturulması ve EBA'nın reforme edilmesini ilave üç düzenlemenin kabul edilmesiyle ilişkilendirmektedir. Bunlar, Sermaye Gerekliliği Direktifi (CRD4, Temmuz 2011'de önerilmiştir), Mevduat Garanti Şemalarının oluşturulması (Temmuz 2010'da önerilmiştir) ve Krizdeki Bankaların Kurtarılması ve Çözüm Araçları oluşturulması (Haziran 2012'de önerilmiştir). Komisyon ayrıca, bankacılık birliğinde bankalar arasındaki uyuşmazlıklarda çözüm araçlarının uygulanmasına yönelik *tek çözümleme mekanizması* teklifi hazırlamayı düşündüğünü de ifade etmiştir.

Komisyon'un bankaların denetimine ilişkin AMB'ye spesifik görevler verilmesine ilişkin teklifi ECOFİN Konseyi'nde 13 Aralık 2012'de oybirliğiyle kabul edilmiştir. Teklif Avrupa Parlamentosu'nda olup yasalaşma süreci devam etmektedir.

IV. AB'DE EKONOMİK BÜYÜMEYİ ARTIRMAYA YÖNELİK TEDBİRLER

A. Avrupa 2020 Stratejisi

Avrupa 2020 (Europe 2020) Stratejisi,[174] Lizbon 2000 Stratejisi'nin yerini almak üzere, krizle başa çıkmak ve AB ekonomisini sonraki on yıla hazırlamak için Avrupa Komisyonu tarafından 3 Mart 2010'da açıklanmış ve 17 Haziran 2010'daki AB Zirvesi'nde resmen kabul edilmiştir.

Stratejinin çıkış noktası, dünyada yaşanan küreselleşme, iklim değişikliği gibi hızlı gelişmeler ve Avrupa'da nüfusun yaşlanması gibi AB ekonomisinin yaşadığı yapısal problemlerdir. Bu problemlerin AB üzerindeki etkileri değerlendirilerek, AB'nin 2020 yılı itibariyle belirlenen hedefler çerçevesinde yapısal dönüşümü amaçlanmakta ve yaşanan güncel ekonomik krizi yeni bir ekonomiye giriş için bir başlangıç noktası ve fırsat olarak ele alınmaktadır.[175]

Komisyon'un 2020 Stratejisi belgesinde, yaşanılan ekonomik krizin AB'nin son 10 yılda kaydettiği ekonomik büyüme ve istihdam sağlama alanındaki gelişmeleri tersine çevirdiği, AB genelinde GSYİH'de % 4 düzeyinde düşüş görüldüğü, faal işgücünün % 10'unu oluşturan 23 milyon kişinin işsiz kaldığı ve AB'nin sanayi üretiminin 1990'lı yıllardaki seviyelere düştüğü belirtilmektedir. Yaşanan krizin AB'nin büyüme potansiyelini yarıya indirdiğine ve yirmi yıllık bir mali kazanımı sildiğine dikkat çekilmekte ve AB genelinde bütçe açığının ortalama % 7 seviyesine yükseldiğinin altı çizilmektedir. Avrupa 2020 Stratejisi, Lizbon Stratejisi'ne benzer bir şekilde on yıllık bir sürede, AB'nin ekonomik krizin olumsuz etkilerinden sıyrılarak ekonomik büyüme, istihdam ve çevre ile ilgili hedeflerini gerçekleştirmesi için bir yol haritası çizmektedir.[176]

Avrupa'nın 21. yüzyıl için sosyal piyasa ekonomisi vizyonunu yansıtan strateji, Avrupa Komisyonu ile üye ülkelerin ortaklığı üzerine inşa edilmiştir. Üye ülkeler ulusal hedefleri belirleyip, ekonomik büyüme önündeki darboğazları tanımlayarak bu darboğazları aşacak politikaları oluşturacaklardır. Komisyon ise

[174] EC (a), **Communication From The Commission Europe 2020 A Strategy For Smart, Sustainable And Inclusive Growth,** COM(2010) 2020, Brussels, 3 March 2010.
[175] Gökşen AKBAŞ ve Altan APAR, **Avrupa 2020 Stratejisi: Akıllı, Sürdürülebilir ve Kapsayıcı Büyüme İçin Avrupa Stratejisi,** Özet Bilgi Notu, ABGS, Ankara, 14 Eylül 2010, s. 2.
[176] AKBAŞ, APAR, 2010, s. 2.

ilerlemeleri değerlendirip politika tavsiyelerinde bulunacak ve AB düzeyinde sürdürülebilir büyüme ve istihdamı artıracak girişimleri oluşturacaktır.

Avrupa 2020 Stratejisi birbirini destekleyen üç öncelik ortaya koymuştur.

1. **Akıllı Büyüme:** Bilgi ve yeniliğe dayalı bir ekonomi
2. **Sürdürülebilir Büyüme:** Daha verimli kaynak kullanan, yeşil ve rekabet edebilir bir ekonomi.
3. **Kapsayıcı Büyüme:** Ekonomik, sosyal ve sınırsal anlamda bütünleşmeyi sağlayan yüksek istihdam ekonomisi.

Bu öncelikler Avrupa düzeyinde ve ulusal düzeyde beş somut hedefle ilişkilendirilmiştir.

1. 20-64 yaş arası nüfusun istihdam oranının % 75'e çıkarılması,

2. GSYİH'nin % 3'ünün Ar-Ge'ye ayrılması hedefinin gerçekleştirilmesi; özel sektörün Ar-Ge'ye yatırım yapması için koşulların iyileştirilmesi ve yenilikçilik takibi için yeni bir gösterge oluşturulması,

3. Sera gazı salınımının 1990 yılına kıyasla en az % 20 (şartlar elverişli ise % 30) oranında azaltılması, AB'nin enerji tüketiminde yenilenebilir enerjinin payının % 20'ye yükseltilmesi ve % 20 oranında enerji verimliliği sağlanması,

4. Okulu erken bırakanların oranının % 10 seviyesine düşürülmesi, 30-34 yaş arası yüksek öğrenim mezunu nüfus oranının en az % 40 seviyesine yükseltilmesi,

5. En az 20 milyon insanın yoksulluktan ve sosyal dışlanmışlıktan kurtarılması.

Strateji bu hedeflere ulaşmak için 7 tane amiral gemisi niteliğinde girişim (flagship initiatives) belirlemiştir. Bu girişimler aşağıdaki gibidir:

Akıllı büyümeye ilişkin olanlar:

1. *Yenilikçilik (innovation) Birliği:* Yaratıcı fikirlerin büyüme ve istihdama katkıda bulunacak ürün ve hizmetlere dönüşmesi için gerekli koşulların sağlanması ve AR-GE faaliyetleri için finansmana erişimin iyileştirilmesi.

2. *Avrupa için dijital gündem:* Yüksek hızlı internete erişimin geliştirilmesi, hanehalkı ve firmalar için dijital bir tek pazarın avantajlarından faydalanılması.

3. *Gençlik Hamlesi (Youth on the Move):* Eğitim sistemlerinin performansının geliştirilmesi ve genç nüfusun işgücü piyasasına girişinin kolaylaştırılması.

Sürdürülebilir büyümeye ilişkin olanlar:

4. *Etkin kaynak kullanan Avrupa:* Ekonomik büyüme ile kaynak kullanımı arasındaki bağın gözden geçirilerek, düşük karbonlu bir ekonomiye geçişin desteklenmesi, yenilenebilir enerji kaynaklarının kullanımının artırılması, ulaşım hizmetlerinin modernleştirilmesi ve ulaşımda enerji verimliliğinin teşviki.

5. *Küreselleşme çağı için sanayi politikaları:* Özellikle KOBİ'ler için iş ortamının iyileştirilmesi ve küresel olarak rekabet edebilecek güçlü ve sürdürülebilir bir sanayi tabanının oluşturulmasının desteklenmesi.

Kapsayıcı büyümeye ilişkin olanlar:

6. *Yeni yetenekler ve işler için gündem:* İşgücü piyasalarının modernleştirilmesi, işgücü piyasalarına katılımın artırılması ve işgücü arz ve talebi arasındaki uyumun daha iyi sağlanabilmesi için yaşam boyu yeteneklerin geliştirilmesi.

7. *Yoksulluğa karşı Avrupa platformu:* Büyüme ve istihdam artışı ile sağlanan faydaların daha geniş kitleler tarafından hissedilebilmesi için sosyal ve bölgesel uyumun sağlanması, yoksulluk ve sosyal dışlanma ile karşı karşıya olan kesimin de topluma aktif katılımının sağlanması.

B. Avro Pakt (Euro Plus Pact)

Rekabet Paktı (Competitiveness Pact) ve Avro İçin Pakt (Pact for the Euro) olarak da adlandırılan Avro Pakt (Euro Plus Pact – EPP)'nın temelleri Şubat 2011'de Almanya ve Fransa tarafından AB liderlerinin bir toplantısında önerdikleri Rekabet Paktı oluşturulması fikrine dayanmaktadır. Söz konusu Pakt ile üye devletlerde rekabet gücünün artırılması ve AB düzeyinde ekonomik yakınsamanın geliştirilmesi için birçok ekonomik ve sosyal reformun gerçekleştirilmesi ve maliye politikalarının temel unsurlarının da AB düzeyinde belirlenmesi önerilmiştir.[177] Ancak, Pakt'ın

[177] Almanya ve Fransa tarafından önerilen orijinal Rekabet Paktındaki temel politika değişiklikleri ücret endekslemesinin kaldırılması, emeklilik yaşının artırılması, kurumlar vergisi için ortak bir taban belirlenmesi, borç frenleri kabul edilmesiydi.

oldukça katı ve bağlayıcı hükümler içermesi pek çok AB üyesi ülkenin güçlü muhalefetine yol açmıştır. Bazı üye ülkeler, maliye politikasının tespiti ve uygulanmasında ulusal esnekliğin kaldırılmasının, üye ülkelerin ani şoklara karşı cevap vermede zorlanmasına yol açacağını, büyümeyi frenleyeceğini ve netice itibarıyla başka krizlere yol açıp, üye ülkeler arasındaki mevcut ekonomik dengesizlikleri daha da körükleyebileceğini ifade etmiştir. Bu çerçevede, özellikle Güney Avrupa ülkeleri tarafından karşı çıkılan Pakt'ın içeriğinin değiştirilmesi hususu gündeme gelmiştir.[178] Bu gelişmeler neticesinde, 24-25 Mart 2011 tarihli AB Hükümet ve Devlet Başkanları Zirvesi'nde alınan kararla Rekabet Pakt'ın içeriği yumuşatılarak EPB'nin ekonomik sütununu güçlendirmek, Avro bölgesinde kaliteli ekonomi politika koordinasyonunu sağlamak, rekabet gücünü artırmak ve yakınsamayı kolaylaştırmak için Avro İçin Pakt oluşturulmuştur. Pakt temel olarak ulusal yetki alanlarında olan ve rekabet gücünü artırmada ve zararlı dengesizliklerden sakınmada anahtar konumdaki alanlara odaklanmaktadır. [179]

Pakta tüm Avro bölgesi ülkeleri ile Bulgaristan, Romanya, Polonya, Letonya, Litvanya ve Danimarka katılmıştır. Diğer üye ülkeler de istedikleri zaman Pakt'a katılabilirler.

Rekabetçilik ve yakınsamanın sağlanması amacıyla üye ülkelerin ekonomi politikalarının daha güçlü koordinasyonunu sağlamayı hedefleyen Pakt, dört temel kılavuz kurala dayanmaktadır.[180]

1. Paktın, AB genelinde hâlihazırda mevcut olan ekonomik yönetimin güçlendirilmesi çabaları ile uyumlu olması ve aynı zamanda bu çalışmalara artı değer katacak nitelikte olması öngörülmüştür. Diğer bir ifadeyle Pakt, bu alanda daha önce yapılmış çalışmalarla (Avrupa 2020, Avrupa Dönemi, İstikrar ve Büyüme Paktı ve yeni makroekonomik gözetim altyapısı) uyumlu ve söz konusu çalışmaları temel alan bir niteliktedir. Hâlihazırda sağlanmış olan ilerlemelerin üstüne bir şey ekleme amacına sahip olan Pakt, güçlü taahhütler, yapılmış olanlardan daha iddialı eylemler ve bunların uygulanması için zaman hedefleri içermektedir. Bu taahhütler, ulusal reform ve istikrar programlarında da kendilerine yer bulacak ve olağan gözetim

[178] ABGS (a), **Avrupa Birliği'nde Küresel Finansal Krize Karşı Alınan Önlemler ve Birliğin Rekabet Gücünün Arttırılmasına Yönelik Girişimler: "Euro Rekabet Paktı"**, Ankara, Mayıs 2011, s. 35.
[179] EUROPEAN COUNCIL, **European Council 24/25 March 2011 Conclusions**, Brussels, 20 April 2011.
[180] ABGS (a), 2011, s. 26.

yapısının kontrolüne tabi olacaktır. Komisyon bu taahhütlerin uygulanma süreçlerinin izlenmesinde güçlü ve merkezi bir rol üstlenecektir. Avrupa Parlamentosu, bu süreçte görevleri çerçevesinde üstlenmesi gereken tüm fonksiyonlarını yerine getirecektir.

2. Pakt, rekabet gücü ve ekonomik yakınsamayı teşvik edici ve güçlendirici tüm öncelikli alanları kapsayacak, eylem odaklı bir yapı arz edecek ve üye devletlerin yetkili oldukları alanlara odaklanacaktır. Seçilmiş bazı politika alanlarında, ortak hedefler devlet ve hükümet başkanları seviyesinde kararlaştırılacaktır. Pakt'a katılan üye ülkeler bu hedefleri kendi tasarladıkları politikalarla hayata geçirmeye çalışacak ve politika karmalarını oluştururken kendi özel durumlarını göz önünde bulunduracaklardır.

3. Her bir üye ülke devlet ve hükümet başkanı her yıl, o dönem içinde rekabet gücünün ve ekonomik yakınsamanın güçlendirilmesi amacıyla hayata geçirilmesi planlanan somut ulusal taahhütler belirleyecektir. Her dönem sonunda ise Komisyon, üye devletlerin taahhütleri ışığında kaydettikleri ilerlemeleri ve ortak politika hedefleri çerçevesinde sağlanan gelişmeleri değerlendiren bir rapor yayınlayacaktır. Böylece, üye ülkeler en iyi uygulama örneklerini dikkate almış olacak ve taahhütleri yerine getirmede en iyi performans gösteren ülkeler diğer devletler için bir referans kaynağı olacaktır.

Taahhütlerin yerine getirilmesi için gerçekleştirilen uygulamalar ve ortak politika hedeflerine ulaşmaya yönelik kaydedilen gelişmeler Avro bölgesi devlet ve hükümet başkanları tarafından yıllık olarak izlenecek ve bu süreçte Komisyon'un hazırlayacağı izleme raporu da dikkate alınacaktır. Bunlara ek olarak, üye devletler potansiyel yayılma etkisi taşıyan önemli ekonomik reformlar yapmadan önce Pakt üyesi diğer ülkelere danışacaklardır.

4. Avro bölgesine dahil olan üye devletler, AB ve Avro bölgesinin rekabet gücünün arttırılması için kilit bir önem taşıyan Tek Pazar sürecinin tamamlanması amacına bağlı olduklarını Pakt aracılığıyla bir kez daha yinelemektedirler. Bu çerçevede Pakt, kurucu antlaşmalarla tamamen uyumlu olacak ve Tek Pazarın bütünlüğünü ve işleyişini bozmayacaktır.

Pakta katılan üye ülkeler aşağıdaki amaçlara ulaşmak için gerekli bütün tedbirleri almakla yükümlüdürler.[181]

- Rekabet gücünü arttırmak
- İstihdamı arttırmak
- Kamu maliyelerinin sürdürülebilirliğini artırmak
- Mali istikrarı güçlendirmek

Ayrıca bu temel hedeflere ilaveten Pakt'a dahil olan ülkeler arasında vergi politikalarının yakından koordinasyonu da amaç edinilmiştir. Pakt'a katılan her üye ülke bu hedeflere ulaşmak için gerçekleştireceği faaliyetleri diğer katılımcılarla paylaşacaktır. Üye devletlerin bu hedefleri hayata geçirmek için alacağı tedbirleri belirlemek kendi ulusal inisiyatiflerinde olmakla birlikte, aşağıda her bir başlık altında belirtilen muhtemel tedbirlerin alınmasına özel önem verilecektir.

a. Rekabet Gücünün Arttırılması

Bu alanda kaydedilen ilerlemeler, ücretler ve verimlilikte yaşanan gelişmeler ile rekabetçiliğin tesis edilebilmesi için ilerleme sağlanmasına ihtiyaç duyulan hususlar temelinde değerlendirilecektir. Ücretlerdeki artışın verimlilikteki artışa paralel olarak gelişme gösterip göstermediğini değerlendirmek için birim iş gücü maliyetleri belli periyotlarda izlenerek diğer Avro bölgesi ülkeleri ve karşılaştırılabilir ticaret ortağı ülkelerdeki gelişmelerle kıyaslanacaktır. Her bir ülke için, birim iş gücü maliyetleri ekonominin tüm sektörleri dikkate alınarak değerlendirilecektir.

Rekabet gücünün arttırılması bütün üye devletler için gerekli olmakla birlikte bu alanda ciddi sorunlarla karşılaşan ülkelere ayrı bir önem atfedilecektir. Ekonomik büyümenin tüm Avro bölgesinde dengeli olarak gerçekleşmesini temin etmek amacıyla, verimlilikte sorun yaşayan belli bölgelerin bu sorunlarını çözmek için bazı özel önlem ve ortak girişimlerin hayata geçirilmesi öngörülmektedir.

Her üye ülke rekabet gücünü arttırmak için uygulayacağı politikaların oluşturulmasında serbest olmakla birlikte, bu politikaların belirlenmesinde aşağıda belirtilen reformlara özel önem verilecektir.

[181] European Council, 2011, s. 15-19.

(i) Sosyal taraflarla diyalog ve sanayi ilişkileri alanındaki ulusal özellikler dikkate alınarak, faktör maliyetleriyle ilgili gelişmelerin verimliliğe paralel olmasını sağlamaya yönelik tedbirler almak. Örneğin:

- Toplu pazarlık sürecinde sosyal tarafların sahip olduğu özerkliğin muhafaza edilerek, ücret ayarlamalarının, pazarlık sürecindeki merkezileşme derecesinin ve ücret endeksleme mekanizmalarının gözden geçirilmesi,
- Kamu sektöründeki ücret ayarlamalarının, özel sektörde rekabet gücünü arttırmaya yönelik ayarlamaları desteklemesinin sağlanması.

(ii) Verimliliği arttırmaya yönelik önlemler almak. Örneğin:

- Korunan sektörlerin, mesleki hizmetler ve perakende ticaret alanındaki haksız kısıtlamaların kaldırılmasına yönelik ulusal düzeyde alınacak önlemler yoluyla serbestleştirilmesi ve böylece rekabet ve verimliliğin müktesebata uygun olarak desteklenmesi,
- Eğitim sistemlerinin geliştirilmesi, Ar-Ge çalışmalarının, yenilikçilik ve altyapının geliştirilmesinin teşvik edilmesi,
- Gereksiz bürokrasinin azaltılması ve düzenleyici hukuksal çerçevenin (iflas kanunları, ticaret kanunu) güçlendirilmesi vasıtasıyla iş dünyası, özellikle de KOBİ'ler için, daha elverişli bir iş ortamı oluşturulması.

b. İstihdamın Arttırılması

İyi işleyen bir işgücü piyasası, Avro bölgesinin rekabet gücü açısından kilit öneme sahiptir. Bu alanda kaydedilecek ilerlemeler uzun dönemli işsizlik oranları, genç nüfus işsizlik oranları ve iş gücüne katılım oranları incelenerek takip edilecektir.

Her üye devlet, istihdamı artırmaya yönelik kendi özel politikalarını uygulayacak, ancak aşağıdaki reformların gerçekleştirilmesine özel öncelik ve önem atfedilecektir:

- İşgücü piyasasında, "güvenceli esnekliğin" teşvik edilmesi, kayıt dışı istihdamın azaltılması ve işgücüne katılımın artırılmasına yönelik reformların gerçekleştirilmesi,
- Hayat boyu öğrenmenin teşvik edilmesi,

- Vergi reformlarının gerçekleştirilmesi, özellikle, vergi gelirlerinin muhafaza edilerek işgücü üzerindeki vergilerin düşürülmesi ve ikinci ücretli (second earners) olarak çalışabilecek kişilerin işgücüne katılımının kolaylaştırılması.

c. Kamu Maliyesinde Sürdürülebilirliğinin Sağlanması

İstikrar ve Büyüme Paktı'nın tam anlamıyla uygulanmasını güvence altına almak amacıyla, aşağıdaki konulara özel önem verilecektir:

Emekli maaşları, sağlık yardımları ve sosyal yardımların sürdürülebilirliği

Bu konu, özellikle sürdürülebilirlik açığı göstergeleri temelinde değerlendirilecektir. Söz konusu göstergeler, mevcut politikalara, özellikle emeklilik uygulamaları, sağlık yardımları ve sosyal yardım sistemlerine bağlı olarak ve demografik faktörleri de göz önünde bulundurarak, borç seviyelerinin sürdürülebilir olup olmadığını ölçecektir.

Emekli maaşlarının ve sosyal yardımların sürdürülebilirliğini ve yeterliliğini sağlamaya yönelik reformlar şu hususları içerebilecektir:

- Emeklilik sisteminin ulusal demografik koşullar dikkate alınarak uyumlaştırılması, örneğin etkin emeklilik yaşının tahmini yaşam süresine göre ayarlanması veya katılım oranlarının artırılması,
- Erken emeklilik sistemlerinin sınırlandırılması ve daha yaşlı kişilerin çalışmasına yönelik teşviklerin kullanılması (özellikle 55 yaşın üzerindekiler için).

Ulusal mali kurallar

Avro bölgesi ülkeleri, SGP'de yer alan AB mali kurallarını kendi ulusal mevzuatlarına yansıtacaklarını taahhüt etmişlerdir. Bahse konu kurallar ulusal mevzuata aktarılırken üye devletler kullanacakları yasal araçları seçme konusunda özgür olmakla birlikte, bu araçların yeterince bağlayıcı ve kalıcı olduğunu güvence altına almak zorundadır (örneğin anayasa veya çerçeve kanun gibi). Söz konusu kuralın ne şekilde oluşturulacağına her ülke kendi karar verecektir (örneğin bu kural borç freni, birincil fazlaya ilişkin kural veya harcama kuralı şeklinde olabilir). Ancak, belirlenen kuralın mali disiplini federal yapılara sahip üye devletlerde de garanti altına alması gerekmektedir. Mali kuralın yürürlüğe girmesinden önce, AB kuralları ile uyumluluk durumu ve AB kurallarını destekleyici olup olmadığı Komisyon'a danışılabilecektir.

d. Mali İstikrarın Güçlendirilmesi

Avro bölgesinin genel istikrarı için temel unsurlardan biri olan güçlü bir mali sektörün varlığının sağlanması amacıyla, sektörün gözetimi ve düzenlenmesine ilişkin AB çerçevesinde kapsamlı bir reform süreci başlatılmıştır.

Bu çerçevede, üye devletler bankaların feshi konusunda Birlik müktesebatıyla tam uyumlu ulusal mevzuat oluşturacak ve bankalar için AB düzeyinde koordine edilen katı stres testleri düzenli aralıklarla uygulanacaktır. Ayrıca, ESRB Başkanı ve Eurogrup Başkanı, devlet ve hükümet başkanlarını makro-finansal istikrar ve Avro bölgesindeki makroekonomik gelişmeler konusunda düzenli olarak bilgilendirmeye davet edilecektir. Bu hususlara ilaveten her üye devlet tarafından bankalar, hanehalkı ve finansal olmayan şirketlerin özel borç seviyesi yakından takip edilecektir.

Üye ülkeler arasında vergi politikalarının koordinasyonu hususu da üzerinde önemle durulan bir diğer konudur. Doğrudan vergilendirme alanında üye devletler ulusal yetkilerini muhafaza edeceklerdir. Üye ülkelerin kamu maliyelerinin iyileştirilmesi ve ekonomik büyümeyi desteklemeye yönelik olarak Avro bölgesinde daha güçlü bir ekonomi politikası koordinasyonunun sağlanması için vergi politikalarının etkin bir şekilde koordine edilmesi gerekli bir unsurdur. Bu kapsamda, üye devletler vergi politikasına ilişkin hususlarda işbirliği yaparak iyi uygulama örneklerini paylaşacak, AB düzeyindeki politikalarla örtüşmeyen uygulamalardan kaçınacak, yolsuzluk ve vergi kaçakçılığı ile mücadele edeceklerdir.

Ortak bir kurumsal vergi tabanının oluşturulması, bir yandan ulusal vergi sistemleri arasında tutarlılığın sağlanmasına yardımcı olurken, diğer taraftan da mali sürdürülebilirliğin sağlanmasına ve rekabet gücünün artırılmasına katkıda bulunabilecektir. Bu kapsamda, Komisyon tarafından ortak bir kurumsal vergi tabanının oluşturulmasına yönelik bir yasa teklifi sunulmuştur.

V. AB'DE OLUŞTURULAN MALİ YARDIM MEKANİZMALARI

Borç krizi öncesinde, AB düzeyinde bölgesel finansman Orta Vadeli Finansal Yardım (Medium-Term Financial Assistance) aracılığıyla sağlanmaktaydı. Bu mekanizma, küresel finansal krize tepki olarak oluşturulmuş ve 2008 sonrasında Macaristan, Letonya ve Romanya'yı desteklemek için başarıyla kullanılmıştır.

Ancak, 2010'da Yunanistan'da boy gösteren borç krizi AB'nin elinde krizle mücadelede yeterince araç olmadığını göstermiş ve borç kriziyle mücadele etmek amacıyla gerek AB düzeyinde gerekse Avro bölgesinde çeşitli mekanizmalar oluşturulmaya başlanmıştır.[182]

Krize karşı bir önlem olarak kurulan AB mekanizmalarının ardındaki çıkış noktası, uyguladıkları sürdürülemez maliye politikaları sonucunda ciddi borç yükü altına giren Avro bölgesi ülkelerinin borçlanma maliyetlerinin de önemli ölçüde artması sonucunda daha derin mali problemlerle karşı karşıya kalmış olmalarıdır. Kurulan mekanizmaların temel amacı mali sorunlarla karşı karşıya kalan ülkelerin borçlanma maliyetlerini düşürebilmektir. Borçlanma maliyetlerini kısa vadede düşürebilmenin en etkili yollarından biri ise Avro bölgesinin bir bütün olarak borçlanması ve mali problemlerle karşı karşıya kalan üye devletlere daha uygun koşullarla kredi temin edilmesidir. Bu yöntemle, Yunanistan, İspanya, İrlanda, Portekiz gibi düşük kredi notuna sahip ülkeler iyi kredi notlarına sahip Almanya, Fransa, Avusturya, Hollanda gibi ülkelerle aynı potada değerlendirilecek ve dolayısıyla AB şemsiyesi altında sağlanan daha uygun koşullu kredilerden faydalanabilecektir.[183]

AB ve Avro bölgesinde krizle mücadele etmek ve gelecekteki krizlere karşı önlem almak amacıyla oluşturulan başlıca mali yardım mekanizmaları şunlardır.

- Ödemeler Dengesi Kolaylığı (Balance of Payments Facility - BoP)
- Yunanistan Borç Kolaylığı (Greek Loan Facility - GLF)
- Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması (European Financial Stability Mechanism - EFSM)
- Avrupa Finansal İstikrar Kolaylığı (European Financial Stability Facility – EFSF)
- Avrupa İstikrar Mekanizması (European Stability Mechanism - ESM)

[182] SALINES et al., 2012, s. 11.
[183] ABGS (a), 2011, s. 10.

A. Ödemeler Dengesi Kolaylığı (Balance Of Payments Facility - BoP)

Ödemeler Dengesi Kolaylığı, Avro bölgesi dışında kalan 10 AB üyesi ülkenin ödemeler dengesinde yaşayabilecekleri potansiyel sorunlarda ve buna bağlı olarak gerçekleşebilecek dış finansman güçlüklerinde devreye girmek üzere, ABİHA'nın 143. maddesine dayanılarak 332/2002 sayı ve 18 Şubat 2002 tarihli Konsey Tüzüğü ile oluşturulmuştur.

Mekanizmanın finansmanı, Avrupa Komisyonu'nun AB bütçesi ve 27 üye ülke tarafından garanti edilen tahviller ihraç ederek borçlanması ve ödemeler dengesinde sorun yaşayan ülkelere kredi sağlaması şeklinde gerçekleşmektedir. İlgili Tüzük çerçevesinde kolaylıktan faydalanan ülkelerin ödemeler dengelerini sağlıklı ve sürdürülebilir hale getirebilmeleri amacıyla gerekli ekonomi politikası önlemlerini almaları gerekmektedir. Söz konusu önlemler genellikle, kabul edilmiş mali konsolidasyon yol haritası, vergi reformu, kamu harcamalarının sıkı kontrolü, finansal sektörü istikrarlaştırma tedbirleri, yatırım ortamının iyileştirilmesi ve büyümenin desteklenmesi için yapısal reformlar yapılmasıdır. Bu önlemlerin, fondan faydalanacak üye ülke ve Komisyon tarafından yapılacak bir ihtiyaç analizi çerçevesinde şekillendirilmesi ve bir uyum programı vasıtası ile hayata geçirilmesi öngörülmektedir. Bu sürecin ardından, yardım talep eden üye ülkelere kredi sağlanıp sağlanmayacağı, eğer sağlanacaksa kredinin miktarı ve temin şekillerine ilişkin karar Bakanlar Konseyi tarafından verilecektir. Son aşamada ise, Komisyon ve üye ülke arasında Konsey'in belirlediği koşulları temel alan bir Mutabakat Zaptı imzalanarak Avrupa Parlamentosu ve Bakanlar Konseyine sunulacaktır.[184]

AB'nin uluslararası finansal piyasalardan temin ettiği AAA dereceli kredilerin üzerine bir marj eklenmeden üye ülkelere aktarıldığı Kolaylık, 50 milyar Avro (Başlangıçta 12 milyar Avro olup Aralık 2008'de 25 Avro, Mayıs 2009'da 50 milyar Avro'ya artırılmıştır) ile sınırlıdır. Şu ana kadar mekanizmadan Macaristan (6,5 milyar Avro), Letonya (3,1 milyar Avro) ve Romanya (5 milyar Avro) faydalanmış olup Romanya için Mart 2013'e kadar 1,4 milyar Avro'luk tutarın ihtiyaten hazırda tutulması kararlaştırılmıştır.[185]

---

[184] ABGS (a), 2011, s. 10.

[185] http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/balance_of_payments/index_en.htm, erişim tarihi 20.02.2013.

B. Yunanistan Borç Kolaylığı (Greek Loan Facility – GLF)

2 Mart 2010'da Eurogrup, Mayıs 2010 – Haziran 2013 arasında kullandırılmak üzere, Yunanistan Borç Kolaylığı adı altında bir kredi havuzu oluşturularak 80 milyar Avro'ya kadar bir yardım tutarının Yunanistan'a kullandırılmasına karar vermiştir. Ancak bu tutar, daha sonra Slovakya'nın çekilmek istemesi ve İrlanda ile Portekiz'in kendilerinin mali yardım talebinde bulunmaları nedeniyle 2,7 milyar Avro azalmıştır. Söz konusu tutara IMF de 30 milyar Avro tutarında stand-by anlaşması dahilinde katkı sağlamıştır.

Bu mekanizmada Avrupa Komisyonu doğrudan borç almayıp, Avro bölgesi ülkeleri tarafından kredi havuzunun yönetimi, koordinasyonu ve ödenmesi ile görevlendirilmiştir. GLF'den yapılan ödemeler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo-5: Yunanistan Borç Kolaylığı'ndan Yapılan Ödemeler (Milyar Avro)

Dilim	Ödenme Tarihi	Avro Bölgesi	IMF	Toplam
1	Mayıs 2010	14.5	5.5	20.0
2	Eylül 2010	6.5	2.6	9.1
3	Aralık 2010 / Ocak 2011	6.5	2.5	9.0
4	Mart 2011	10.9	4.1	15.0
5	Temmuz 2011	8.7	3.2	11.9
6	Aralık 2011	5.8	2.2	8.0
	Toplam	**52.9**	**20.1**	**73.0**

Kaynak: Avrupa Komisyonu http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/index_en.htm, erişim tarihi 13.02.2013.

C. Avrupa Finansal İstikrar Mekanizması (European Financial Stability Mechanism - EFSM)

Bu mekanizma, mali sorunlarla karşılaşan tüm AB üye ülkelerine finansal destek sağlamak amacıyla kurulmuş bir yapıdır. Küresel finansal kriz sebebiyle pek çok üye ülkenin bütçe açığı ve borç sorunları yaşaması, borçlanma koşullarının ciddi biçimde ağırlaşmış olması, dolayısıyla Birliğin mali istikrarının ve Avro'nun bir bütün olarak risk altına girmesi bu tip bir mekanizmanın oluşturulmasını gerekli kılmıştır. Mekanizma, 407/2010 sayı ve 11 Mayıs 2010 tarihli Konsey Tüzüğü ile kurulmuş olup, yasal dayanağını ABİHA'nın 122/2. maddesinden almaktadır. İlgili madde herhangi bir üye ülkenin *doğal afetler veya kendi kontrolü dışında meydana*

gelen dış faktörler sebebiyle mali zorluklar yaşaması durumunda, Birliğin bu ülkeye mali yardım sağlayabilmesini düzenlemektedir. Mekanizmanın yasal dayanağı, yapısı itibarıyla tartışmalara açık bir görünüm arz etmektedir. Zira mali sorunlarla karşı karşıya kalan Yunanistan ve İrlanda gibi ülkelerin durumu, dış etkenlerden (küresel finansal kriz) bağımsız olmamakla birlikte, Yunanistan'da sağlıksız kamu maliyesi, İrlanda'da kırılgan bankacılık sektörü gibi sorunlardan kaynaklanmaktadır.[186]

EFSM'nin aktive edilmesi AB/IMF ortak destek programı bağlamındadır ve ikili bir amaç için güçlü ekonomi politikaları koşulları empoze etmektedir. Bu koşullar, sıkıntıdaki üye ülkelerdeki kamu maliyesinin sürdürülebilirliğini korumak ve piyasalardan borçlanma kapasitelerini yeniden sağlamaktır.[187]

EFSM altında Avrupa Komisyonu, AB adına ve AB bütçesi garantisinde finansal piyasalardan 60 milyar Avro'ya kadar borçlanabilmektedir. Komisyon borçlandığı bu fonları daha sonra ihtiyaç duyan üye ülkelere aktarmaktadır. Borcun tüm faiz ve anapara ödemeleri borcun aktarıldığı ülke tarafından Komisyon aracılığıyla ödenmektedir. Avrupa Sayıştayı ve Avrupa Yolsuzlukla Mücadele Ofisi kredinin kullanımına ilişkin olarak kontrol ve denetim yapma yetkisine sahiptir. EFSM çerçevesinde gerçekleştirilecek tüm işlemler Avro para birimi üzerinden yapılmak zorundadır. EFSM geçici bir mekanizma olup yerini Avrupa İstikrar Mekanizması'na bırakmıştır.

EFSM ile sağlanan finansal yardımlar borç veya kredi limitleri şeklindedir ve borçlar taksitler şeklinde verilmektedir. AMB, borçların yönetimine ilişkin olarak borcu alan ülke merkez bankası ile Avrupa Komisyonu arasında mali temsilci olarak çalışmaktadır. Finansal yardımdan kaynaklanan maliyetler borcu alan ülke tarafından katlanılır. Finansal yardım için ihtiyaç duyulan sermaye AB adına Avrupa Komisyonu tarafından sermaye piyasalarından veya finansal kurumlardan temin edilir. Yardımın yapıldığı ülkenin ödememe riski olmadığı sürece, borcun karşılıklı kredi doğası nedeniyle EFSM finansmanı herhangi bir bütçe harcaması gerektirmez. Fonların piyasadan temin edilip ülkeye aktarılmadığı durumda, aktarılmayan tutar bu

[186] ABGS (a), 2011, s.14.
[187] Rodrigo Olivares CAMINAL, "The EU Architecture to Avert a Sovereign Debt Crisis", **OECD Journal: Financial Market Trends**, Volume 2011-Issue 2, 2011, s. 6.

amaç için oluşturulan nakit veya tahvil hesabında tutulur ve finansal yardım dışında bir amaç için kullanılamaz.[188]

EFSM kapsamında finansal yardım isteyen üye ülke, mali ihtiyaçlarını Komisyon ile tartışmalı ve Komisyon ile Ekonomik ve Mali Komite'ye uyum programı taslağı sunmalıdır. Komisyon da bu programı değerlendirir ve nitelikli çoğunlukla nihai kararı verecek olan Konsey'e teklifi götürür. Teklifin kabul edilmesi üzerine, Konsey Avrupa Komisyonu ve ilgili ülke üzerinde anlaştıkları ekonomi politikaları şartlarına ilişkin Mutabakat Zaptı'nı imzalar ve bu zabıt Avrupa Parlamentosu'na bildirilir. Komisyon 6 ayda bir AMB'nin danışmanlığında, uzlaşılan ekonomi politika koşullarını gözden geçirir ve ilgili ülke ile uyum programında değişiklik yapılmasının gerekip gerekmediğini tartışır. Eğer bir değişiklik yapılması gerekiyorsa, Komisyon baştaki ekonomi politikalarında yapılması gereken düzeltmelere ilişkin teklifini hazırlar ve Konsey'e sunar. Bu durum, taksitlerin periyodik gözden geçirmeler sonucunda serbest bırakılması kuralıyla da uyumludur. Borcu kullanan ülkenin isteği ve şartların elvermesi durumunda, mali durumu iyileştirmek ve finansal yükü hafifletmek adına uygulanan faiz oranının gözden geçirilmesi de mümkündür. Bu durumda, Komisyon baştaki borcun tamamını veya bir kısmını yeniden finanse edebilir. Eğer sıkıntıdaki ülke AB dışından ekonomi politika şartı taşıyan bir finansman bulmuşsa (örneğin IMF), öncelikle Avrupa Komisyonu'na danışmalı ve AB düzenlemeleri altında ilave mali yardımların varlığını ve bu ekonomi politikalarının önceki yükümlülüklere uyumlu olup olmadığını değerlendirmelidir. [189]

EFSM kapsamında İrlanda ve Portekiz için 2011 -2013 yılları arasında 3 yıllık dönemde ödenmek üzere ve toplam 48,5 milyar Avro (İrlanda için 22,5, Portekiz için 26 milyar Avro) aktive edilmiştir.

D. Avrupa Finansal İstikrar Kolaylığı (European Financial Stability Facility - EFSF)

EFSF, Mayıs 2010 tarihi itibariyle Avro kullanan ülkeler tarafından Lüksemburg'da, bu ülkenin kanunlarına göre "société anonyme" olarak 7 Haziran

[188] CAMINAL, 2011, s. 6.
[189] CAMINAL, 2011, s. 6.

2010'da kurulan bir şirkettir. EFSF'nin amacı, Avro bölgesi ülkelerine (tüm AB üyesi ülkelere mali destek sağlayabilen EFSM'den bu açıdan farklılaşmaktadır) gerektiğinde geçici mali yardım yaparak EPB'nin mali istikrarını korumaktır. EFSF tüm kredi derecelendirme kuruluşlarınca en yüksek kredi notuyla notlandırılmıştır.

EFSF çerçevesinde, Avro bölgesine dâhil olan ülkeler tarafından garanti altına alınmış ve toplam büyüklüğü 440 milyar Avro'yu aşmayacak şekilde piyasaya ihraç edilmiş tahviller aracılığı ile mali açıdan zorluk yaşayan Avro bölgesi ülkelerine kredi temin edilmesi öngörülmüştür. AB hükümet ve devlet başkanları 24 Haziran 2011'de EFSF'nin garanti karşılıklarını, efektif borç verme kapasitesini 440 milyar Avro'ya artırma anlamına gelen, 440 milyar Avro'dan 780 milyar Avro'ya çıkarma ve faaliyet alanını genişletme, 21 Temmuz 2011'de ise EFSF'nin faaliyet alanını daha da genişletme kararı almışlardır. EFSF'deki bu düzeltmeler ulusal onay prosedürleri sonrasında 18 Ekim 2011'de yürürlüğe girmiştir. Bu durumda EFSF, 60 milyar Avro'luk EFSM ve 250 milyar Avro'luk IMF kaynaklarıyla toplam 750 milyar Avro'luk bir mali yardım havuzunun önemli bir parçası olmuştur.[190]

EFSF, amaçlarına ulaşmak için aşağıdaki faaliyetlerde bulunmaya yetkilidir.

- Finansal sıkıntı yaşayan ülkelere borç sağlamak için piyasada tahvil ve diğer borçlanma araçları ihraç etmek,
- Birincil borç piyasasına müdahalede bulunmak,
- İkincil borç piyasasına müdahalede bulunmak,
- Tedbir programları kapsamında hareket etmek,
- Program dışı ülkeler dâhil olmak üzere, ülkelere borç verme suretiyle finansal kurumların sermayelerinin yeniden yapılandırılmasını finanse etmek.

Avro bölgesi devlet ve hükümet başkanları 26 Ekim 2011'de iki ilave mekanizma ile EFSF'nin kapasitesini artırma kararı almıştır. Bu mekanizmalar şunlardır.[191]

1. **Kısmi risk koruması:** EFSF, üye ülkelerin yeni ihraç edecekleri tahvillere kısmi koruma sertifikası sağlayacaktır. Bu sertifika, tahvili elinde bulunduranlara anaparanın % 20-30'u kadar sabit kredi koruması sağlayacaktır.

[190] CAMINAL, 2011, s. 9.
[191] http://ec.europa.eu/economy_finance/european_stabilisation_actions/efsf/index_en.htm, erişim tarihi 13.02.2013.

2. **Ortak Yatırım Fonu (Co-Investment Fund):** Bir veya daha fazla ortak yatırım fonu kurulmasıyla üye ülke tahvillerinin birincil ve ikincil piyasalarda kamu ve özel sektör fonların bileşimi tarafından satın alınması sağlanacaktır.

EFSF'nin yönetim kurulu (board of directors) Avro bölgesi ülkelerinin üst düzey temsilcilerinden oluşmaktadır. Avrupa Komisyonu ve AMB oy hakkına sahip olmadan kurul toplantılarına temsilci gönderir. AB'nin Ekonomik ve Finansal Komite başkanı yönetim kurulunun da başkanıdır.

EFSF, Avro bölgesi ülkelerine şarta bağlı mali yardım sağlar ve ihtiyaç duyduğu fonları piyasaya tahvil veya diğer borç senetleri ihraç ederek temin eder. EFSF'nin yaptığı ihraçlar Avro bölgesine dâhil ülkelerin, AMB'nin ödenmiş sermayesindeki payları oranında, bu ülkelerce verilen ve detayı aşağıdaki tabloda gösterilen 780 milyar Avro'ya kadarlık garantilerle desteklenmiştir. EFSF'den yardım alan bir ülke garanti yapısından çekilebilir. Yunanistan, İrlanda ve Portekiz EFSF'den yararlandıkları için EFSF'nin etkin garanti toplamı 726 milyar Avro olmuştur.[192]

Tablo-6: EFSF İhraçlarına Garantörlük Payları (18 Ekim 2011 itibariyle)

	EFSF Garanti Taahhütleri (milyon €)	**EFSF Dağıtım Anahtarı (%)**	**EFSF Düzeltilmiş Garanti Taahhütleri* (milyon €)**	**EFSF Düzeltilmiş Dağıtım Anahtarı (%)**
Avusturya	21.639	2,78	21.639	2,99
Belçika	27.032	3,47	27.032	3,72
G.Kıbrıs	1.526	0,20	1.526	0,21
Estonya	1.995	0,26	1.995	0,27
Finlandiya	13.974	1,79	13.974	1,92
Fransa	158.488	20,31	158.488	21,83
Almanya	211.046	27,06	211.046	29,07
Yunanistan	21.898	2,81	-	0,00
İrlanda	12.378	1,59	-	0,00
İtalya	139.268	17,86	139.268	19,18
Lüksemburg	1.947	0,25	1.947	0,27
Malta	704	0,09	704	0,10
Hollanda	44.446	5,70	44.446	6,12
Portekiz	19.507	2,50	-	0,00
Slovakya	7.728	0,99	7.728	1,06
Slovenya	3.664	0,47	3.664	0,51

[192] http://ec.europa.eu/economy_finance/european_stabilisation_actions/efsf/index_en.htm, erişim tarihi 13.02.2013.

İspanya	92.544	11,87	92.544	12,75
Toplam	**779.783**	**100**	**726.000**	**100**

***Düzeltilmiş katılım oranı Yunanistan, İrlanda ve Portekiz'in dışarıda bırakılmasıyla hesaplanmıştır.

Kaynak: EFSF, http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq_en.pdf, erişim tarihi 13.02.2013.

Avro bölgesi dışındaki üye ülkeler ile bağlayıcı bir anlaşma bulunmamaktadır. Ancak, İrlanda programı için İngiltere, Danimarka ve İsveç toplam 4,8 milyar Avro'luk bir katkı yapmaya söz vermişlerdir.[193]

EFSF kaynakları sıkıntıdaki ülkenin talebi üzerine kullanılır. Avrupa Komisyonu, Avro bölgesi ülkeleri adına, IMF ve AMB ile birlikte, yardım talep eden ülke ile görüşmeler yürütür. Uygulanacak program, Avro bölgesi maliye bakanları tarafından onaylandıktan sonra mutabakat zaptı imzalanır. Zaptın onayından sonra Komisyon, Eurogrup Çalışma Grubu'na borç anlaşmasının temel şartlarını teklif eder. Bu şartlar kabul edilirse Komisyon anlaşmanın detaylarını görüşür. EFSF garantörleri anlaşma imzalama yetkisini EFSF'ye devretmiştir. Ülkelere verilen mali yardım sıkı politika koşullarına bağlanmıştır ve eğer ilgili ülke bu koşulları yerine getirmezse, fonların aktarılması ve program, ülke programının gözden geçirilmesi ve mutabakat zabtının yeniden müzakere edilmesine kadar kesintiye uğrar.[194]

EFSF tarafından sağlanan kredilerin vadesi ve finansman araçlarına ilişkin kurucu metinde herhangi bir sınırlama olmamakla ve her bir durumda ayrı değerlendirilmek birlikte, 21 Temmuz 2011'deki zirvede vadelerin ortalama olarak mevcut 7,5 yıldan asgari ortalama 15 yıldan başlayıp 30 yıla kadar olması kararlaştırılmıştır.[195]

Başlangıçta, Fon basit bir karşılıklı fonlama stratejisi (back-to-back funding) uygulamıştır. Ancak, Kasım 2011'de çeşitlendirilmiş fonlama stratejisi belirlenmiş ve likidite tamponu anahtar bileşen olarak kullanılmaya başlanmıştır. Bu strateji kapsamında da, Fon kısa vadeli bono programına başlamış ve 2011 sonundan itibaren düzenli olarak 3 ve 6 aylık ihaleler düzenlemiştir. Bu çeşitlendirme stratejisinin sonucunda, toplanan fonlar belirli bir ülkeye atfedilmeden bir havuzda

[193] EFSF, **European Financial Stability Facility**, 4 March 2013, s. 7, http://www.efsf.europa.eu/attachments/EFSF%20FAQ%2004032013.pdf, erişim tarihi 05.03.2013.
[194] CAMINAL, 2011, s. 8.
[195] EFSF, 2013, s. 7.

toplanmaya ve ülkelerin isteklerine göre kullandırılmaya başlanmıştır. Aşağıdaki tabloda EFSF tarafından sağlanan mali yardımlar yer almaktadır.[196]

Tablo-7: EFSF Tarafından Yapılan Operasyonlar, 7 Şubat 2013 İtibariyle (Milyar Avro)

		Program Toplamı	Aktarılan	Kalan	Toplam
İrlanda		**85**	**12,0**	**5,7**	**17,7**
Portekiz		**78**	**19,0**	**7,0**	**26**
Yunanistan		**164,4**	**110,2**	**33,4**	**144,6**
Özel Sektör Katılımı (PSI)	PSI sweetener*		29,7	0,3	30
	Faiz		4,8	0,7	5,5
	Toplam		*34,5*	*1*	*35,5*
İkinci Program	Banka sermayeleri yeniden yapılandırılması		41,0	9	50
	Programın geri kalanı		34,7	24,4	59,1
	Toplam		*75,7*	*33,4*	*109,1*

*Elinde Yunanistan tahvili olanlar, ellerindeki tahvilleri bu tahvillerin nominal değerinin % 15'i kadar düşük nominal bedele sahip 1-2 yıl vadeli EFSF tahvilleri ile değiştireceklerdir.

Kaynak: EFSF, http://www.efsf.europa.eu/about/operations/index.htm, erişim tarihi 13.02.2013.

Borcu kullanan ülkenin borcunu ödememesi durumunda, EFSF ödememe durumuna düşmemekte, borç garantörlerin verdikleri garantiler (brüt %165'e kadar aşırı teminatlandırma olmaktadır) ile kapatılmaktadır. Verilen garantiler koşulsuz ve geri alınamaz niteliktedir. Garantörlerden birisi yükümlülüğünü yerine getirmezse diğer garantörlerin eksik kalan kısmı karşılamaları istenir. Garantörler, aralarında eşit olup aynı işleme tabidirler.

EFSF geçici bir süre için oluşturulmuş bir yapıdır ve verilen bütün kredilerin ve dolayısıyla garantilerin süresinin dolduğu 30 Haziran 2013'ten sonraki ilk tarihte tasfiye edilecektir. Bu tarihten sonra EFSF yeni programlara katılmayacak olup mevcut ödenmemiş borçların yönetim ve geri ödemelerine devam edecek ve bunlar da tamamen ödendikten sonra tasfiye olacak ve yerini ESM'ye bırakacaktır.

[196] EFSF, 2013, s. 5.

E. Avrupa İstikrar Mekanizması (European Stability Mechanism - ESM)

28 Kasım 2010 tarihinde Avro bölgesi ülkeleri Ekonomi ve Maliye Bakanları Konseyi, kalıcı bir kriz çözüm mekanizması olarak Avrupa İstikrar Mekanizması'nın kurulmasına karar vermiştir. 24-25 Mart 2011 tarihlerinde gerçekleştirilen AB Zirvesinde, Avro'nun istikrarını sağlamayı hedefleyen ve 2013 yılı ortasında devreye girmesi öngörülen Avrupa İstikrar Mekanizması'nın finansman detayları üzerinde anlaşmaya varılmıştır. Aynı Zirve kapsamında ABİHA'nın 136. maddesine Mekanizmaya yasal temel sağlayacak bir paragraf eklenmesi konusunda uzlaşmaya varılmıştır.[197] ESM'yi kuran antlaşma Avro bölgesi ülkeleri maliye bakanları tarafından ilk olarak 11 Temmuz 2011'de imzalanmıştır. Ancak, mekanizmanın etkinliğini artırmak için orijinal antlaşmada değişiklikler yapılmış ve bu yeni antlaşma 2 Şubat 2012'de imzalanmış ve 27 Eylül 2012'de onaylanma süreci tamamlanarak yürürlüğe girmiştir. ESM, 8 Ekim 2012'de fiilen faaliyete geçmiştir.[198]

ESM, uluslararası kamu hukukuna göre Lüksemburg'da kurulan hükümetler arası bir kuruluştur. ESM'nin en önemli karar organı Guvernörler Kurulu'dur. Bu kurul, Avro bölgesi ülkelerinin maliye bakanlarından oluşur. Avrupa Komisyonu'nun Ekonomik ve Parasal İşlerden sorumlu üyesi ile AMB başkanı gözlemci olarak katılır. Kurulda, ESM üyesi ülkeyle destek sağlanması, araçların seçimi, desteğin şartlarının belirlenmesi, ödenmemiş sermayenin çağrılması (acil durumlardaki çağırma hariç), onaylanmış sermayenin değiştirilmesi ve azami borç verme hacminin belirlenmesi gibi önemli konulardaki kararlar "ortak mutabakat (mutual agreement)" ile alınır. Ortak mutabakat, oylamaya katılan ülkelerin oybirliğiyle karar alması olup çekimser oy karar alınmasına engel olmamaktadır. ESM'ye yeni üyenin katılımı, genel müdürün atanması, yıllık hesapların onaylanması gibi diğer birçok konu nitelikli oy çokluğuyla karara bağlanır. Nitelikli oy çokluğu, Antlaşmada, kullanılan oyların % 80'i olarak tanımlanmış olup, oy hakkı ülkelerin sermayeye katılımlarına göre tahsis edilen hisse sayısıyla orantılıdır. Guvernörler

[197] ABGS (a), 2011, s.17.

[198] ESM antlaşmasının ilk halinde antlaşmanın 1 Ocak 2013'te yürürlüğe girerek mekanizmanın Temmuz 2013'te faaliyete geçmesi öngörülmüş, 2 Şubat 2012'de düzeltilmiş antlaşma imzalanırken mekanizmanın Temmuz 2012'de faaliyete geçmesi planlanmıştı.

Kurulu aynı zamanda, bir ESM üyesi ülke ile ESM veya üye ülkeler arasında ESM Antlaşmasının yorumlanması ve uygulanması konusundaki bir anlaşmazlıkta karar verme yetkisine sahiptir. Kurulun verdiği kararı üye ülkeler ABAD'a götürebilirler. Yönetim Kurulu her üye ülkenin atayacağı ekonomik ve finansal konularda yetkili bir asıl bir yedek üyeden oluşur. AMB ve Avrupa Komisyonu kurula birer gözlemci gönderir. Yönetim kurulu, guvernörler kurulunun kendisine havale ettiği özel işleri yapar. Kararlar genellikle nitelikli oy çokluğuyla alınır. Guvernörler kurulu, ayrıca ESM'nin günlük işlerinin idaresi için bir 5 yıllığına genel müdür atar. Genel müdür, yönetim kuruluna başkanlık eder. Avro bölgesi dışındaki ülkelerin ESM yardım mekanizmalarına katılmaları durumunda, ilgili konularda ESM kurul toplantılarına katılıp her türlü bilgiye ulaşabilirler.[199]

ESM, Avro bölgesi ülkeleri için kalıcı bir kriz çözüm mekanizması olarak oluşturulmuştur. Amacı, ciddi finansal problem yaşayan üye ülkelere mali yardım aracılığıyla istikrar desteği sağlamaktır. Bu amaçla, mekanizmaya finansal araç ihraç ederek fon toplama, ESM üyeleri, finansal kuruluşlar ve diğer üçüncü taraflarla finansal ve diğer sözleşme yapma yetkisi tanınmıştır. ESM'nin sağlayacağı destek aşağıdaki şekillerde olabilir.[200]

- Finansal sıkıntıdaki ülkelere borç verme,
- Birincil ve ikincil borç piyasalarında ESM üyesi ülkelerin tahvillerini satın alma,
- Kredi limiti (credit-line) şeklinde tedbirsel mali yardım sağlamak,
- Ülkelerin (program kapsamında olmayan ülkeler dahil) finansal kuruluşlarının sermayelerinin yeniden yapılandırmaları için borç vermek.

ESM'nin maksimum borç verme kapasitesi 500 milyar Avro'dur.[201] 30 Mart 2012'deki Eurogrup toplantısında, EFSF'nin Portekiz, İrlanda ve Yunanistan için uyguladığı fonlamaya devam etmesi kararı alınmıştır. Dolayısıyla, EFSF ve ESM'nin toplam borç verme kapasitesi 700 milyar Avro'dur.[202]

---

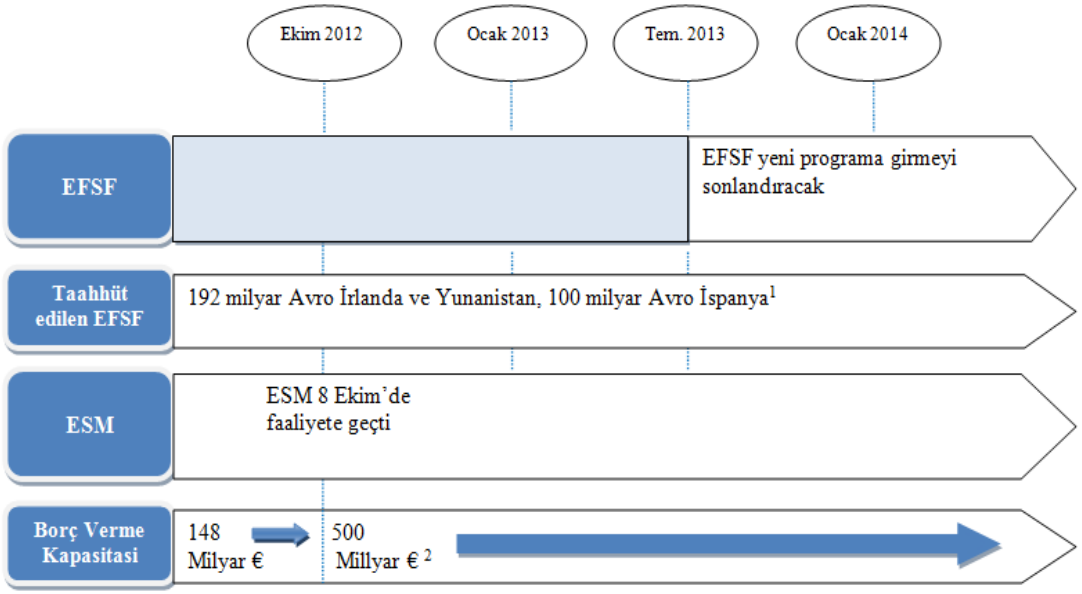
[199] ECB (b), **The European Stability Mechanism**, ECB Monthly Bulletin, July 2011, s. 76

[200] ESM, **Frequently Asked Questions on the European Stability Mechanism,** 5 February 2013**,** s. 1. http://www.esm.europa.eu/pdf/FAQ%20ESM%2005022013.pdf, erişim tarihi 14 February 2013.

[201] 500 milyar Avro'luk borç verme kapasitesi EFSM ve EFSF'nin kapasitelerinin toplamı kadardır.

[202] ESM yeni programların temel finansman kaynağı olacaktır. EFSF sadece, ESM öncesinde başlatılan programların tamamlanmasına kadar devam edecektir. 2013'e kadar olan geçiş döneminde EFSF 500 milyar Avro'luk kapasitesini kullanabilirken, 2013 sonrasında mevcut borç ve tahvillerin geri ödenmesine kadar faaliyet gösterecektir.

Şekil-6: EFSF/ESM'nin Toplam Kapasitesi



1) İspanya'ya banka sermayelerinin yeniden yapılandırılması için taahhüt edilen tutar ESM'ye aktarılmıştır. EFSF/ESM'nin toplam kapasitesi 700 milyar Avro olmaya devam etmektedir.
2) Temmuz 2013'e kadar EFSF 500 milyar Avro'luk taze borç verme kapasitesi sağlayacak şekilde yeni programlara girebilecektir.

Kaynak: ESM, 2013**,** s. 3.

ESM'nin taahhüt edilmiş sermayesi 700 milyar Avro olup bunun 80 milyar Avro'luk kısmı Avro bölgesi ülkeleri tarafından beş taksitte nakden ödenecektir.[203] Ödenmiş sermaye, yüksek kalitede likit varlıklara yatırılacak olup birincil ve ikincil piyasada devlet tahvilleri alımı için kullanılmayacaktır. Taahhüt edilen sermayenin 620 milyar Avro'luk kısmı ise çağrılabilir sermaye şeklindedir. Sermayenin çağrılması üç durumda yapılabilecektir.[204]

1. *Genel sermaye çağrılması,* başlangıç sermayesini ve borç verme kapasitesini artırmak için ödenmiş sermayenin artırılmasının gerekmesi durumunda söz konusudur.

2. *Ödenmiş sermayenin yenilenmesi,* bir ülkenin ödenmiş sermayesini ödememesi halinde ödenmiş sermayedeki eksikliği kapatmak veya ESM'nin ödenmiş sermayesinin borç verme kapasitesinin en az % 15'i oranında olmasını sağlamak için söz konusudur.

[203] İlk iki taksit ödenmiş olup geriye kalan taksitler 2013 ve 2014 yılları içerisinde ödenecektir.
[204] ESM, 2013, s. 4.

3. *Acil sermaye çağrılması,* ihtiyaç halinde ödenmiş sermayenin aniden artırılması ve ESM'nin alacaklılarına karşı borç yükümlülüklerini yerine getirememesi durumuna düşmesi hallerinde söz konusudur.

Üye ülkeler ESM sermayesine, AMB'nin sermayesine katılım oranlarıyla aynı oranda katılacaklardır. Bu durumda üye ülkelerin ESM sermayesine katılımları aşağıdaki gibidir.

Tablo-8: Ülkelerin ESM Sermayesine Katkı Oranları

Ülke	Katılım Oranı (%)	Sermaye Taahhütleri (Milyar Avro)	Ödenmiş Sermaye (Milyar Avro)
Almanya	27,146	190,02	21,72
Fransa	20,386	142,70	16,31
İtalya	17,914	125,39	14,33
İspanya	11,904	83,32	9,52
Hollanda	5,717	40,02	4,57
Belçika	3,477	24,34	2,77
Yunanistan	2,817	19,71	2,25
Avusturya	2,783	19,48	2,22
Portekiz	2,509	17,56	2,00
Finlandiya	1,797	12,58	1,43
İrlanda	1,592	11,14	1,27
Slovakya	0,824	5,77	0,66
Slovenya	0,428	2,99	0,34
Lüksemburg	0,250	1,75	0,20
Güney Kıbrıs	0,196	1,37	0,16
Estonya	0,186	1,30	0,15
Malta	0,073	0,51	0,06
Toplam	**100,000**	**700,00**	**80,00**

Kaynak: ESM, http://www.esm.europa.eu/pdf/ESM%20Factsheet%2029012013.pdf, erişim tarihi 14.02.2004.

Avro bölgesine yeni giren bir ülke tüm hak ve yükümlülükleriyle ESM'ye dâhil olur ve ESM sermayesine katkıda bulunur. Avro bölgesinde olmayan AB üyelerinin de geçici olarak mekanizmaya finansal destek sağlamaları teşvik edilmektedir. Bu durumda, bu ülkeler, mali yardımın ve izlenmesinin görüşüldüğü ESM toplantılarına gözlemci olarak katılır ve bu konudaki mevcut bilgilere ulaşabilir.

ESM uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarından en yüksek derece notunu almıştır. Uzun dönemli derece olarak Fitch AAA, Moody's AA1, kısa

dönemli derece olarak da Fitch F1+, Moody's P-1 notunu vermiştir. S&P ise henüz bir notlandırma yapmamıştır.[205]

ESM, kapsamında mali yardım verilmesi prosedürü her durumda bir üye ülkenin ESM Guvernörler Kurulu başkanına yaptığı resmi talep ile başlar. Talebin alınması üzerine, başkan Komisyon'dan (AMB ile birlikte) Avro bölgesinde bütün olarak finansal istikrar riski olup olmadığını değerlendirmesini, IMF ile birlikte ilgili ülkenin borcunun sürdürülebilirliğini analiz etmesini ve ülkenin ihtiyaç duyduğu mali ihtiyaçların ve gerekli olan özel sektör katılımının çeşidini değerlendirmesini ister. Komisyon'un değerlendirmesi üzerine, Guvernörler Kurulu mali yardım konusunda karar verir. Kararın olumlu olması durumunda, Komisyon (IMF ve AMB ile birlikte) ekonomi politika koşulları ve makroekonomik uyum programına ilişkin Mutabakat Zabtı için yardım talep eden ülke ile müzakere eder. Guvernörler Kurulu taslak zabtı onaylarsa, Komisyon mutabakat zabtını ESM adına imzalar.[206] ESM'nin Yönetim Kurulu, Guvernörler Kurulu'na mali yardımın araçları ve şartları konusunda teklif götürür. Guvernörler Kurulu finansal desteğin geneli ve şartları konusunda karar aldığında, Yönetim Kurulu yardımın teknik yönlerini detaylandıran *Mali Yardım Kolaylığı Anlaşmasını* onaylar.[207]

ESM tarafından borç geri ödemelerinin zamanında yapılması için bir uyarı sistemi bulunmaktadır. Komisyon, (IMF ve AMB ile birlikte) mali yardımın tabi olduğu ekonomi politika koşullarının uyulup uyulmadığının gözetimini yapar. Kredi dilimlerinin serbest bırakılması, Komisyon'un performans kriterleri değerlendirmesine dayalı olarak Guvernörler Kurulu'nun ortak mutabakatla vereceği karara bağlıdır.

ESM, istikrar desteği sağlamak için IMF ile yakın işbirliği içinde olacaktır. IMF'nin teknik ve finansal düzeyde mümkün olduğunca katılımı aranacaktır. ESM'den mali yardım talep eden bir Avro bölgesi ülkesinin benzer bir talebi IMF'den de yapması beklenmektedir.

30 Ocak 2012'deki mali sıkılaştırmaya ilişkin Zirve'de AB hükümet ve devlet başkanları, ESM'den mali yardım verilmesini, 1 Mart 2013'e kadar mali sıkılaştırma anlaşmasının onaylanma şartına bağlamışlardır.

---

[205] ESM, 2013, s.5.
[206] CAMINAL, 2011, s. 15.
[207] ESM, 2013, s. 7.

ESM'den bir ülkeye verilen krediler, IMF kredileri gibi uluslararası kuruluşlardan alınan kredi olarak değerlendirilecektir. Dolayısıyla, EFSF kredilerinin aksine, ESM tarafından verilen krediler diğer Avro bölgesi ülkelerinin hesaplarında gözükmeyeceğinden krediyi kullanan ülkenin kamu borcunu (Kamu Borcu/GSYİH oranını) artırmayacaktır.[208]

ESM'nin makroekonomik uyum programları ve banka sermayelerinin yeniden yapılandırması için verdiği kredilerde diğer alacaklılara göre (IMF alacakları hariç) öncelik hakkı bulunmaktadır. Bu öncelik, ESM antlaşmasının onaylandığı zaman mevcut olan ve ESM'ye devredilen mali yardım programlarına (örneğin İspanya'ya sağlanan yardım) uygulanmayacaktır.[209]

ESM, yardım talep eden ülkenin kendine başvurmasıyla beraber borç senedi ihraç eder. Bu kapsamda ESM, sermaye piyasalarından, bankalardan, finansal kuruluşlardan veya diğer kişi ve kuruluşlardan borç alabilir. ESM, değişik araç ve vadeleri içeren çeşitlendirilmiş bir fonlama stratejisi izlemektedir. Bu stratejinin bir özelliği, toplanan fonların belli bir ülkeye tahsis edilmeden bir havuzda toplanması ve program ülkelerine dağıtılmasıdır. ESM iki çeşit havuz oluşturmuştur: Kısa dönemli fon havuzu ve orta-uzun vadeli fon havuzu. Mekanizma, sermaye ve para piyasası araçlarını kullanmaktadır. Sermaye piyasası araçları 1 yıldan 30 yıla kadar tahvillerden oluşmaktadır. ESM, ikincil piyasada satarak ilave fon yaratmak veya para piyasasında teminat olarak kullanmak üzere belli bir sınıra kadar kendi tahvillerini satın alabilir. ESM, düzenli ihalelerle bono ihraç edip teminatsız para piyasası işlemlerinde de bulunabilir. Bu işlemler devirli olarak gecelik veya 1 yıla kadar vadeli olabilir. Mekanizma ayrıca, ticari senet, para piyasasında senet işlemleri ve repo işlemleri de yapabilir.[210]

ESM, Avro bölgesi ülkelerinde finansal istikrarı korumak için aşağıdaki araçları kullanabilecektir.

1. Makroekonomik uyum programı çerçevesinde istikrar destek kredileri:[211] Bu krediler, piyasalardan borçlanamayan veya finansal istikrarı bozacak derecede fahiş şartlarda borçlanabilen önemli finansal ihtiyaç içerisindeki ESM üyesi

[208] ESM, 2013, s. 7.
[209] ESM, 2013, s. 6.
[210] ESM, 2013, s. 9.
[211] ESM Guideline on Loans, http://esm.europa.eu/about/legal-documents/index.htm, erişim tarihi 14.02.2013.

ülkelere yardım sağlamak amacıyla verilmektedir. Krediler, dilimler halinde belli bir uyum programının uygulanmasına bağlı olarak kullandırılmaktadır. Kredinin toplam maliyeti, ESM'nin yaptığı borçlanma dolayısıyla üstlendiği maliyete (baz oran) taahhüt ve işlem ücretleri ile belli bir marjinin eklenmesi yoluyla hesaplanır.

2. Bankaların sermayelerinin yeniden yapılandırılması:[212] Bankaların sermayelerinin yeniden yapılandırılmasına ilişkin krediler, bir krizin doğrudan mali veya yapısal politikalardan değil de finansal sektördeki problemlerden kaynaklanması halinde, ilgili üye ülkenin ve Avro bölgesinin finansal istikrarının bütün olarak korunmasını amaçlar. Dolayısıyla bu yardım, yardımı alan ülkenin sermaye yeniden yapılandırmasını sürdürülebilir maliyetlerde finanse edebilmesini sağlamak ve finansal sektördeki kırılganlıkları onarmak suretiyle finansal stresin yayılmasını önlemek için verilmektedir.

Yardım alacak ülke finansal kurumların sermayelerinin yeniden yapılandırması için alternatif imkânların olmadığını göstermek zorundadır. Bu kapsamda, özel sektör çözümlerinin olmadığı, finansal istikrar ve mali sürdürülebilirlik üzerinde olumsuz etki yaratılmadan sermaye yapılandırılmasının mümkün olmadığı, sermayesi yeniden yapılandırılacak finansal kurumların ilgili ülke veya Avro bölgesinin bütünü için sistemik ve finansal istikrarı ciddi derecede bozacak bir risk oluşturduğu, son olarak da ülkenin verilen borcu geri ödeyebileceği ortaya konulmalıdır.

Kredi doğrudan finansal kurumlara değil ilgili ülkeye verilecektir. Ancak 29 Haziran 2012'deki Avro bölgesi Zirvesi'nde, Avro bölgesindeki bankaların denetimini yapacak AMB'nin öncülüğünde etkili bir tek denetim mekanizmasının oluşturulmasıyla, ESM'nin doğrudan banka sermayelerinin yeniden yapılandırmasını yapabilmesi önerilmiştir.

Kredi belirli koşulların gerçekleştirilmesi dâhilinde dilimler halinde kullandırılacaktır. Ancak, makroekonomik uyum programındaki destekten farklı olarak, koşullar ilgili ülkedeki finansal sektöre odaklanacaktır.

Krediler nakdi değil ayni kredi şeklinde olup *doğrudan katılım süreci* (Direct Subscription Process - DSP) dâhilinde tahvil ihracı şeklindedir. Bu süreçte

---

[212] ESM Guideline on Financial Assistance for the Recapitalisation of Financial Institutions, http://esm.europa.eu/pdf/ESM%20Guideline%20on%20recapitalisation%20of%20financial%20institutions.pdf, erişim tarihi 14.02.2013.

ESM/EFSF piyasaya tahvil ihraç eder ve aynı gün içerisinde ihraç sırasında oluşan fiyattan bu tahvilleri geri satın alarak bankacılık sektörünün sermaye yeniden yapılandırması için ilgili ülkeye transfer edilir. Böylece EFSF/ESM kısa sürede büyük tutarda nakit bulmak zorunda kalmaz.

ESM'nin (EFSF/ESM) banka sermayelerinin yeniden yapılandırılmasına ilişkin desteği İspanya'da uygulanmaya başlanmıştır. Bu kapsamda, İspanya'nın yaptığı resmi başvuru üzerine, 20 Temmuz 2012'de Eurogrup bu ülkede bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasını ve piyasa güvenini sağlamak için yardım sağlanmasına karar vermiştir. Yardımın, 100 milyar Avro'ya kadar bankaların sermaye yeterliliklerindeki açığı kapamak için İspanya'nın banka sermaye yeniden yapılandırma fonuna (Fondo de Restructuración Ordenado Bancaria - FROB)'a verilmesi öngörülmüştür. Fon aldığı yardımı ilgili finansal kurumlara aktaracaktır. Yardım kapsamında İspanya'ya bugüne kadar ödenmiş tutar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo-9: İspanya Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması İçin Sağlanan Yardım Tutarı (Milyar Avro)

Ödeme Tarihi	Tutar	Kredi Ortalama Vadesi
05.02.2013	1,865	12,2 yıl
11.12.2012	39,468	12,5 yıl

Kaynak: ESM, http://www.esm.europa.eu/about/assistance/spain/index.htm, erişim tarihi 14.02.2013.

3. Tedbirsel mali yardım sağlanması:[213] ESM'nin tedbirsel mali yardımlarının amacı, üye ülkelerin sermaye piyasalarından fon bulmalarında ciddi sorunlarla karşılaşmadan önce bu ülkelere yardım sağlayarak etkili politikaların uygulanmasını ve kriz durumlarının önlenmesini sağlamaktır.

Bu mali yardım kapsamında iki çeşit kredi limiti bulunmaktadır.

a. Tedbirsel koşullu kredi limiti: Ekonomik ve finansal durumu güçlü olan, sermaye piyasalarından makul oranlarda borçlanabilen, sürdürülebilir dış dengeye sahip, Avro bölgesi bankacılık sistemini sistemik olarak riske sokacak bir bankacılık sektörü olmayan Avro bölgesi ülkelerine yöneliktir.

[213] ESM Guideline on Precautionary Financial Assistance, http://esm.europa.eu/pdf/ESM%20Guideline%20on%20precautionary%20financial%20assistance.pdf, erişim tarihi 14.02.2013.

b. *Artırılmış koşullu kredi limiti:* Tedbirsel koşullu kredi limiti şartlarını sağlayamayan ancak genel ekonomik ve finansal durumu güçlü olan tüm Avro bölgesi ülkelerine yöneliktir.

4. Birincil piyasa destek kolaylığı:[214] ESM, üye ülkelerin ihraç ettiği borç senetlerini, bu ülkelerin yatırım dünyasıyla olan ilişkilerini devam ettirmek veya güçlendirmek için birincil piyasada satın alabilir. Bu şekilde hem ESM'nin borç verme kapasitesini artırır, hem de ülkenin borç senedi ihracının başarısızlık riskini azaltır.

Birincil piyasadan tahvil alımları, makroekonomik uyum programlarındaki düzenli kredileri tamamlamak veya tedbirsel programda sağlanan fonları azaltmak için yapılır. Bu araç genellikle uyum programının sonuna doğru ilgili ülkenin piyasalara dönüşünü kolaylaştırmada kullanılır.

5. İkincil piyasa destek kolaylığı:[215] İkincil piyasa destek kolaylığı, piyasadaki likiditenin devlet tahvilleri faizlerini sürdürülemez seviyelere sürüklediği ve ilgili ülkenin bankacılık sektörünün borçlarını yeniden finanse etmesinde problemler yaratarak finansal istikrarı tehdit ettiği durumlarda devlet tahvilleri piyasalarının düzgün işlemesini desteklemek için kullanılır. ESM'nin ikincil piyasalara müdahalesi, tahvil piyasasındaki likiditeyi artırmak ve yatırımcıların üye ülkelerin finansmanına katılmalarını teşvik etmeyi amaçlar.

İkincil piyasa desteği uyum programı kapsamındaki bir ülkeye uygulanabileceği gibi ekonomik ve finansal durumu güçlü olan program dışındaki ülkelere de uygulanabilir. Uyum programı uygulanan ülkeler için programın koşulları ikincil piyasa desteği içinde geçerlidir. Uyum programı uygulanmayan ülkeler içinse uygulanacak politikaların detaylandırıldığı bir mutabakat zaptı imzalanır.

İkincil piyasada sağlanacak destek sınırsız olmayıp yönetim kurulu desteğin uygulanmasına yönelik geçici tavanlar belirler.

---

[214] ESM Guideline on the Primary Market Support Facility, http://esm.europa.eu/pdf/ESM%20Guideline%20on%20the%20primary%20market%20support%20facility.pdf, erişim tarihi 14.02.2013.

[215] ESM Guideline on the Secondary Market Support Facility, http://esm.europa.eu/pdf/ESM%20Guideline%20on%20the%20secondary%20market%20support%20facility.pdf, erişim tarihi 14.02.2013.

VI. AB'DE FİNANSAL İSTİKRARI SAĞLAMAK İÇİN YAPILAN DİĞER ÖNERİLER

A. AB'de Ortak Tahvil İhracına İlişkin Öneriler

1. Literatürde "Eurobonds" İhracına İlişkin Öneriler

Eurobonds (Avrupa Komisyonu'nun ifadesiyle "stability bonds") AB veya Avro bölgesi ülkeleri tarafından garanti edilen tahvil veya borç senetlerini ifade etmek üzere kullanılmaktadır. Garanti verilmesi, borç senetlerini ihraç eden ülkenin yükümlülüklerini yerine getiremediği durumda, alacaklının diğer ülkelere başvurabileceği anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, Eurobonds ortak bir borcu paylaşmaktan ziyade, risklerin paylaşılmasıdır.[216]

Eurobonds ihracı fikri Avro bölgesi ülkelerinin ulusal borçlarını aynı veya ayrıştırılamaz hale getirmeye dayanmaktadır. Avro bölgesinde, üye ülkeler tarafından ihraç edilen tahviller aynı para birimi (Avro) cinsinden olsa da tek bir tahvil piyasası yoktur. Eurobonds'un aynı olması için hem aynı para cinsinden olmaları hem de aynı riski taşımaları gerekmektedir. Bu etkinin yaratılması için aynı şekilde garanti edilmelidirler. Bunu sağlamak için çeşitli öneriler yapılabilir. Örneğin, bu tahviller üye ülkelerin garantörlüğünde tek bir ajans tarafından ihraç edilebilir. Diğer taraftan, tahviller birbirlerinin borçlarına resmi ve sözleşmeye dayalı olarak garanti sağlamak suretiyle ulusal devletlerce ayrı ayrı da ihraç edilebilir. Bu durumda, tahvillerin aynı olabilmesi için garantinin tam ve sözleşme şartlarının aynı olması gerekir. Hangi çözüm seçilirse seçilsin Eurobonds'un temel özelliği ulusal borçları ortak hale getirmektir.[217]

Eurobonds ihraç etme fikri yeni olmayıp Haferkamp kredileri (1975), Ortoli kolaylıkları (1978-1980) ve Avrupa Parlamentosu'nda 1981'de kabul edilen Spinelli Raporu'na kadar götürülebilir. Ancak, bu konudaki ileri düzeydeki ilk öneri 1993'te Jacques Delors başkanlığındaki komisyon tarafından yapılmıştır.[218] Komisyon,

---

[216] Xavier Vanden BOSCH ve Stijn VERHELST, **A Briefing on Eurobonds**, Egmont European Policy Brief, No. 10, June 2012, s. 2.

[217] Charles WYPLOSZ (a), "Eurobonds: Concepts and Applications", **Eurobonds: Concepts And Implications**, European Parliament Compilation of Notes for the Monetary Dialogue**,** March 2011, s. 10.

[218] Delors Commission's White Paper on Growth, Competitiveness, and Employment - The Challenges and Ways Forward into the 21st Century, COM(93) 700, 5 December 1993.

ulaştırma, enerji ve telekomünikasyon altyapı yatırımlarının finansmanı için, Avrupa Yatırım Bankası'nın yanında, Topluluk bütçesi tarafından garanti edilmiş "Birlik Tahvilleri"nin ihraç edilmesini önermiştir. Söz konusu bu teklif kabul edilmemiştir.[219] Avro'nun hayata geçmesinin hemen sonrasında, 2000 yılında Giovannini Group, devlet borç ihraçlarının, nihai aşamada ortak ihraca yönelik olarak, koordinasyonunun artırılmasını önermiştir. Böylece, ulusal borç piyasalarındaki bölünmüşlük azaltılarak etkinliğin artırılması ve Avro'nun rezerv para olma rolünün güçlendirilmesi amaçlanmıştır.[220]

2009 baharında, Gros ve Micossi, AB'nin 500-700 milyar Avro büyüklüğünde bir Avrupa Finansal İstikrar Fonu kurarak üye ülkelerin açık garantörlüğünde tahvil ihraç etmesi gerektiğini belirtmiştir.[221]

Mayıs 2009'da De Grauwe ve Moesen, Avro bölgesi ülkeleri tarafından garanti edilmiş tahvil ihraç edilmesini önermiştir. Bu tahviller ya Avrupa Yatırım Bankası tarafından ya da üye ülkeler tarafından ihraç edilebilir. Her ülke Avrupa Yatırım Bankası sermayesine katılım oranıyla orantılı olarak tahvil ihracına katılacak olup faiz oranı, ihraç zamanı bireysel tahvil piyasalarında oluşan faiz oranlarının ağırlıklı ortalaması olacaktır.[222]

2009 yılında yapılan bu iki teklif EFSF'nin oluşturulmasına ilham kaynağı olmuştur. Mayıs 2010'da ise Delpla ve Von Weizsäcker, daha sonra geliştirdikleri **"Mavi-Kırmızı Tahvil (Blue-Red Bond)"** ihraç edilmesi fikrini ortaya atmışlardır. Bu öneride, her bir üye ülkenin borcunun GSYİH'nın % 60'ına kadarlık kısmının ortaklaştırılması (Mavi Tahvil), bu eşiği aşan kısmın ise ulusal olarak (Kırmızı Tahvil) ihraç edilmesi önerilmiştir. Bu ayırım ve müştereken ve müteselsilen (jointly and severally)[223] sağlanacak garantiler ile banka risklerinin ülke risklerinden ayrı tutulması, borçlanma maliyetlerinin azaltılması hedeflenmiştir. Eşiği aşan borçlanma

---

[219] Stefan COLLIGNON (a)**,** "Eurobonds: The Fınancial Equivalent of The Single Currency", **Eurobonds: Concepts And Implications**, European Parliament Compilation of Notes for the Monetary Dialogue**,** March 2011, s. 24.

[220] Giovannini Group, **Report on Co-ordinated Issuance of Public Debt in the Euro**, 8 November 2000, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6372_en.pdf, erişim tarihi 17.02.2013.

[221] Daniel GROS ve Stefano MICOSSI, "A bond-issuing EU stability fund could rescue Europe", **Europe's World**, Spring 2009, No 11, s. 85.

[222] Paul DE GRAUWE ve Wim MOESEN, "Gains For All: A Proposal For A Common Euro Bond", **Intereconomics**, May/June 2009, s. 134.

[223] Müşterek ve müteselsil sorumluluk birkaç kişinin hep beraber veya tamamen ayrı olduklarını belirten ortak sorumluluktur.

marjinal maliyetlerde gerçekleşeceğinden ülkelerin kendi kredibilitesini yansıtacaktır.[224]

Boonstra ise borcu mavi-kırmızı tahvil şeklinde ayırmak yerine, ülkelerin bireysel tahvil ihraç yetkisinin kaldırılmasını, oluşturulacak **EPB Fonu (EMU Fund)**'nun Eurobonds ihraç etmesini ve topladığı fonları üye ülkelere aktarmasını önermiştir. Üye ülkeler, Fondan para alabilmek için Almanya ve Fransa'nın bütçe açığı ve kamu borcu seviyesinin ortalamasından sapmalarına göre prim ödeyeceklerdir.[225]

Aralık 2010'da Juncker ve Tremonti, üye ülkelerin finansman ihtiyaçlarını karşılamak için **E-bonds** ihraç etmek üzere ve EFSF'nin halefi olacak Avrupa Borç Ajansı (European Debt Agency)'nın kurulmasını önermiştir. Ajans, AB GSYİH'nın % 40'ına kadarlık E-bonds ihracını gerçekleştirmeyle görevlendirilecek olup AB üyesi ülkelerin ihraçlarının % 50'sine (olağanüstü durumlarda % 100) kadar finansman sağlayabilecek ve ulusal tahvillerle E-bonds'un takasını yapabilecektir.[226]

Ekim 2011'de Hild, Herz ve Bauer, varlığa dayalı Eurobond ihraç edilmesini önermiştir. Bu yazarların önerisine göre, oluşturulacak bir özel amaçlı işletme (special purpose vehicle) üye ülkelerin borçlanma araçlarını satın aldığı değişik risk ve ratinglerde Eurobonds ihraç edecektir. Farklı türdeki Eurobond'lar, oluşturulan portföy tarafından garanti edilecektir. Modelde bir ülkenin iflası halinde zararı karşılamak üzere bir güven fonunun (trust fund) oluşturulması da önerilmiştir.[227]

Yine Ekim 2011'de bazı iktisatçılardan oluşan Euro-nomics Group, finans mühendisliği kullanılarak Avro bölgesi ülkelerinin tahvillerinden dengeli ve dilimli bir borç senedi portföyü oluşturulmasını önermişlerdir. Bu modelde, her ülke bireysel olarak tahvil ihracına devam etmekle birlikte, Avrupa Borç Ajansı her ülkenin GSYİH'nın % 60'ına kadar tahvilini satın alarak iki çeşit tahvil ihraç

---

[224] Jacques DELPLA ve Jakob VON WEIZSÄCKER, **The Blue Bond Proposal**, Bruegel Policy Briefs, Issue 2010/3, Bruegel, Brussels, 2010 (updated version of 21 March 2011).

[225] Wim BOONSTRA, "Proposal for a Better Stability Pact", **Intereconomics** January/February, 2005, ss. 4-9.
Wim BOONSTRA, **How EMU Can Be Strengthened By Central Funding Of Public DefiCits**, Cahier Compte Boel No. 14 \The Creation of a Common Bond Market, March 2010.

[226] Giulio TREMONTI ve Jean-Claude JUNCKER, **E-Bonds Would End The Crisis**, The Financial Times, 5 December 2010.

[227] Alexandra HILD, Bernhard HERZ ve Christian BAUER, **Structured Eurobonds**, Universitat Bayreuth, Discussion Paper 07-11, October 2011.

edecektir. **European Safe Bonds (ESBies)** bu yapıda ödemede önceliğe sahip olan (senior) tahviller, European Junior Bonds (EJBs) ise ödemede önceliği olmayan riskli tahviller olacaktır. ESBies'i elinde bulunduran yatırımcılar ülke risklerine değil, Avro bölgesinin toplam riskine maruz kalacaktır. Bu yapıda, çıkarılacak tahvillere üye ülkelerin ortak garantileri öngörülmemektedir.[228]

Kasım 2011'de ise Alman Ekonomi Uzmanları Konseyi (German Council of Economic Experts) **Avrupa Ödeme Paktı (European Redemption Pact)** adıyla mavi-kırmızı tahvilin tersi olan bir model önermiştir. Bu modelde Pakt, bir üye ülkenin GSYİH'sının % 60'ını aşan borcunu Avrupa Borç Ödeme Fonu (European Debt Redemption Fund)'na aktarmaktadır. Fon bütün üye ülkelerin müştereken ve müteselsilen sorumlu olduğu Eurobonds ihraç edecektir. Ülkeler Fona olan sorunluluklarını 25 yıl içerisinde aşamalı olarak yerine getirecek olup Fon tarafından ihraç edilen tahvillerden kaynaklanan borçlar ulusal tahvillere göre öncelikli olacaktır.[229]

Aralık 2011'de Hellwing ve Philippon, Avro bölgesi GSYİH'nın % 10'una kadar mavi-kırmızı tahvilin kısa (1 yıldan az) vadeli versiyonu olan **Eurobills** ihraç edilmesini önermiştir. Bu modelde, bütün kısa vadeli borç senetlerinin üye ülkelerin müşterek ve müteselsilen sorumlu oldukları bir havuzda toplanarak daha uygun şartlarda borçlanabilmeleri öngörülmüştür. Bunun için Eurobills ihraç edecek bir Borç Yönetim Ofisi (Debt Management Office) oluşturulacak olup ülkeler bireysel olarak kısa vadeli borç senedi ihraç edemeyeceklerdir. Her bir ülkenin belli bir andaki Eurobills tutarı da GSYİH'nın % 10'unu geçmeyecektir.[230]

Ortak tahvil ihracına ilişkin olarak yukarıda özetlenen önerilerin temel özelliklerini karşılaştırmalı olarak gösteren tablo çalışmanın ekinde yer almaktadır (EK-2).

---

[228] Euro-nomics Group, (Brunnermeier, M., Garicano, L., Lane, P., Pagano, M., Reis, R., Santos, T., Van Nieuwerburgh, S., and D. Vayanos), "ESBies: A Realistic Reform Of Europe's Financial Architecture", **The Future of Banking** VoxEU.org eBook, 25 October 2011.

[229] German Council of Economic Experts, **Annual Report 2011/2012, Third Chapter: Euro Area in Crisis**, 9 November 2011.

[230] Thomas PHILIPPON ve Christian HELLWIG, **Eurobills, not Eurobonds**, 2 December 2011, http://www.voxeu.org/article/eurobills-not-euro-bonds, erişim tarihi 18.02.2011.

2. Avrupa Komisyonu'nun İstikrar Tahvili (Stability Bonds) İhracına İlişkin Yayınladığı Yeşil Belge

Avrupa Komisyonu 23 Kasım 2011'de yayınladığı yeşil belge[231] ile istikrar tahvilleri[232] ihracının yapılabilirliğine ilişkin görüşlerini açıklamıştır. İstikrar tahvilleri ortak ihraç edilmiş mevcut tahvillerden farklı olarak öngörülmekte olup, Avro bölgesi ülkelerinin ortak ihraç yoluyla günlük ihtiyaçlarının giderilmesi için tasarlanmakta; diğer araçlara göre daha büyük tutarda ve daha düzenli olmaları planlanmaktadır. Belgede istikrar tahvilleri ihracının tek bir merkezi ajans tarafından veya üye ülkeler arasında sıkı işbirliği sağlamak koşuluyla ulusal düzeyde olabileceği belirtilmektedir.

Yeşil belgede ortak tahvil ihracının gerekçesi olarak aşağıdaki nedenler sayılmıştır:

- Mevcut krizi yönetmek ve gelecekte ortaya çıkabilecek borç krizlerini önlemek,
- Avro bölgesinde finansal istikrarı sağlamak,
- Para politikası aktarımını kolaylaştırmak,
- Piyasa etkinliğini artırmak,
- Avro'nun küresel finansal sistemdeki rolünü güçlendirmek.

Diğer taraftan yeşil belgede istikrar tahvili ihracı aşağıda yer alan bazı önkoşulların sağlanmasına bağlanmıştır.

- Ahlaki tehlikenin sınırlanması,
- AB Antlaşması'na uyumun sağlanması,

Yeşil belge, ulusal tahvil ihracının ikame derecesine ve sağlanan garantiye göre üç farklı alternatifte ortak tahvil ihracı önermektedir.[233]

Seçenek-1: Ulusal tahvil ihracını tamamen ikame eden müşterek ve müteselsil garanti verilen istikrar tahvili ihracı. Bu yaklaşım ulusal devletlerin tahvil ihracını ortadan kaldırmakta ve her üye ülkenin tahvil ihracının tamamından sorumlu olmasını gerektirmektedir. Bu seçenek, istikrar ve entegrasyon üzerinde en

[231] EC (h), **Green Paper On The Feasibility Of Introducing Stability Bonds,** COM(2011) 818, Brussels, 23 November 2011.
[232] Avrupa Komisyonu, ihraç edilecek ortak tahvillerin finansal istikrarı sağlamaya yönelik olması nedeniyle Komisyon başkanı Barroso'nun 28 Eylül 2011'de Avrupa Parlamentosu'nda yaptığı konuşmaya atfen literatürde yaygın olarak kullanılan "Eurobonds" yerine "İstikrar Fonu (stability bonds)" kavramını kullanmıştır.
[233] EC (h), 2011, s. 12-19.

fazla olumlu etki yaratacak alternatif olmakla birlikte, üye ülkeler üzerindeki piyasa ve faiz baskısını kaldırması nedeniyle ahlaki tehlike riski en fazla olan ve Antlaşma değişikliği gerektiren seçenektir. Zira, müşterek ve müteselsil sorumluluk, üye ülkelerin diğer bir üye ülkenin borcunu üstlenmesini yasaklayan ABİHA'nın 125. maddesi hükmüne aykırılık teşkil etmektedir.

Seçenek-2: Ulusal tahvil ihracını kısmen ikame eden müşterek ve müteselsil garanti verilen istikrar tahvili ihracı. Kırmızı-mavi tahvil ihracı olarak bilinen bu seçenekte hem istikrar tahvili hem de ulusal hükümetlerin tahvil ihracı söz konusudur. Bu seçenekte, üye ülkelerin finansman ihtiyacının belirlenen bir kısmı (belgede GSYİH'nın % 60'ı tavsiye edilmiştir) üye ülkelerin müşterek ve müteselsil garantörlüğünde istikrar tahvili (mavi tahvil), belirlenen sınırı aşan kısmın ise ulusal tahviller (kırmızı tahvil) ihraç edilerek finanse edilmesi önerilmektedir. Dolayısıyla, istikrar tahvilleri sağlanan garanti yapısı nedeniyle, de facto olarak, ulusal tahvillere kıyasla ödeme açısından önceliğe sahip olacaktır. Ulusal tahviller ülkelere özgü likidite, kredi özellikleri, getiri oranları ve kredi riskini yansıtacaktır. İstikrar tahvili ihracı tavanı sabit olabileceği gibi, üye ülkenin Avro bölgesi ekonomi yönetimi kurallarına uymasıyla da irtibatlandırılarak, kurallara uymama halinde tavanın düşürülmesi sağlanabilir. Bu seçenek finansal istikrarın sağlanmasında ve üye ülkelerin finansman bulmalarının kolaylaştırılmasında ilk seçenek kadar olmasa da başarılı olacaktır. İstikrar tahvillerine tavan konulması ahlaki tehlikeyi azaltacaktır ama modelin başarısı bu tavanın tavizsiz uygulanmasına bağlıdır. Ayrıca, çıkarılacak istikrar tahvillerine yönelik müşterek ve müteselsil sorumluluk Antlaşma değişikliği gerektirmektedir.

Seçenek-3: Ulusal tahvil ihracını kısmen ikame eden ve münferiden garanti verilen istikrar tahvili ihracı. Bu seçenekte istikrar tahvilleri ulusal tahvillerin yerini kısmen almakta ve üye ülkeler sadece belli bir oranda[234] münferiden (several but not joint) garanti sağlamaktadırlar. Bu alternatifin istikrar ve entegrasyon üzerinde daha küçük etkileri olsa da müşterek ve müteselsil garanti verilmemesi ahlaki tehlike riskini azaltacaktır. Ayrıca, bir Antlaşma değişikliği yapmayı gerektirmemektedir. Diğer taraftan, bu seçeneğin kredibilitesini artırmak

[234] Belli bir orandaki bu sorumluluk ülkelerin ortak tahvil ihracına, AMB sermayesine, AB bütçesine katılım oranı veya GSYİH gibi spesifik bir dağıtım anahtarına göre tespit edilir.

için altın, nakit vb. teminat verilmesi, borcun ödenmesinde öncelik sağlanması gibi bazı kredi koruma mekanizmalarının eklenmesi gerekebilecektir.

Aşağıdaki tabloda bu üç seçeneğin temel özellikleri ve etkileri özetlenmiştir.

Tablo-10: Avrupa Komisyonu Tarafından Önerilen İstikrar Tahvili İhraç Seçeneklerinin Özellikleri ve Etkileri

	Seçenek-1	**Seçenek-2**	**Seçenek-3**
Temel Özellikler			
İstikrar tahvillerinin ulusal tahvilleri ikamesi	Tam	Kısmi	Kısmi
Garanti yapısı	Müşterek ve müteselsil	Müşterek ve müteselsil	Münferit (ilave koruma)
Temel Etkiler			
Ortalama Fonlama maliyetleri 1- İstikrar tahvillerinin genel etkisi 2- Ülkeler arası etki	1- Güçlü ahlaki tehlikeyle dengelenmiş yüksek likidite nedeniyle orta seviyede olumlu etki. 2- Yüksek ratingli ülkeden düşük ratingli ülkeye güçlü fayda aktarımı.	1- Sınırlı ahlaki tehlike ve orta seviyede likidite nedeniyle orta seviyede olumlu etki. 2- Yüksek ratingli ülkeden düşük ratingli ülkeye daha az fayda aktarımı. Yüksek seviyede borçlu ve subprime kredi ratingli ülkeler üzerinde piyasa baskısı.	1- Orta seviyede olumlu etki, daha düşük likidite etkisi ve artan piyasa disiplini nedeniyle daha güçlü politikalar. 2- Ülkeler arasında etki yok. Yüksek seviyede borçlu ve subprime kredi ratingli ülkeler üzerinde daha güçlü piyasa baskısı.
Muhtemel ahlaki tehlike	Yüksek	Orta	Düşük
Avrupa'da finansal entegrasyon	Yüksek	Orta	Orta
AB finansal piyasalarının global çekiciliği	Yüksek	Orta	Orta
Finansal piyasaların istikrarı	Yüksek	Yüksek ama sürdürülemez düzeyde ulusal ihraç riski.	Düşük ama hızlı uygulanabilirliği sayesinde mevcut krizle mücadelede yardımcı olabilir.
Yasal Değerlendirmeler	Muhtemel Antlaşma değişikliği	Muhtemel Antlaşma değişikliği	Antlaşma değişikliğine gerek yok ama ikincil düzenlemeler yardımcı olur.
Minimum uygulama süresi	Uzun	Orta ve uzun	Kısa

Kaynak: EC (h), 2011, Tablo 1.

Avrupa Parlamentosu, Komisyon'un hazırladığı yeşil belgeye olumlu yaklaşmış ve istikrar tahvili ihracına ilişkin olarak aşağıda belirtilen dört aşamalı bir yol haritası önermiştir.[235]

1. **Aşama:** Krizden çıkmak için alınacak acil tedbirler:
    1. Borç seviyelerinin makul faiz oranlarında sürdürülebilirliğini sağlamak için geçici Avrupa Ödeme Fonu oluşturulması.
    2. Likidite kıtlığına karşı üye ülkeleri korumak için Eurobills ihraç edilmesi.
2. **Aşama:** Mavi tahvil ihracı: GSYİH'nın % 60'ına kadar Antlaşma değişikliği yapmadan ortak tahvil çıkarılması.
3. **Aşama:** Antlaşma değişikliği yaparak ortak ulusal tahvil ihracı.
4. **Aşama:** AB yatırımlarını finanse edecek gerçek bir ortak Avrupa Tahvili ihracı.

B. Avrupa Para Fonu Oluşturulmasına İlişkin Öneri

Yunanistan krizinin derinleşmesi ve IMF kaynaklarının bir kurtarma paketi için yeterli olmaması ve AB düzeyinde de krize karşı sürekli bir çözüm mekanizması olmaması nedeniyle, Gros ve Mayer, Şubat 2010'da yayınladıkları makalede, finansal sıkıntıya düşen üye ülkelere yardım sağlamak üzere kalıcı bir mekanizma olarak **Avrupa Para Fonu (European Monetary Fund – EMF)** kurulması fikrini ortaya atmışlardır.[236]

Yazarlar, EMF'nin oluşturulmasının hem fonlama mekanizması ile üye ülkelerin mali disiplinlerini sağlamaya yardım edeceğini, hem de son çare olarak üye ülkelerin kontrollü temerrütlerinin sağlanabileceğini savunmuşlardır. Dolayısıyla, önerinin temel özelliği, *ülkelerin temerrüdünü mümkün kılmak suretiyle piyasa disiplinini sağlamak*tır. Ayrıca, yazarlar önerilerinin Antlaşmanın kurtarma yapmama ilkesini (no bail-out clause) uygulamanın yegâne yolu olduğunu, gerekli şartları sağlamayan ülkelerin temerrüde düşmesinin yolu açılarak söz konusu ilkenin kredibilitesinin sağlanabileceğini ileri sürmüşlerdir.

---

[235] EUROPEAN PARLIAMENT, **Draft Report On The Feasibility Of Introducing Stability Bonds**, 2012/2028(INI), 04 June 2012, s. 6,7.
[236] Daniel GROS ve Thomas MAYER, **How To Deal With Sovereign Default In Europe: Towards A Euro(pean) Monetary Fund**, CEPS Policy Brief No. 202, February 2010.

Yazarlar ayrıca, EMF'nin finansman mekanizması ve sağlayacağı şartlı destekler aracılığıyla ahlaki tehlikeyi (moral hazard) azaltacağını savunmuşlardır. İlk finansman için EMF, üye ülkelerin desteğiyle piyasadan borçlanabilecektir. Söz konusu borçlanma ortak tahvil ihracıyla olabilir. Ayrıca, Maastricht Antlaşması'nın mali kriterlerini ihlal eden ülkeler, EMF'ye katkı payı ödeyeceklerdir.[237] Ödenecek katkı payı ise şu şekilde formüle edilmiştir.

- GSYİH'nın % 60'ını aşan kamu borcunun % 1'i,
- GSYİH'nın % 3'ünü aşan bütçe açığının % 1'i.

Bu finansman mekanizmasının üye ülkelerin mali durumlarını düzeltmelerini teşvik ederek, aşırı borçlanma ve açık verme isteklerini kıracağı öngörülmüştür.

Ülkelere sağlanacak destek iki aşamalı koşula bağlanmıştır. İlk aşamada, bir ülke hazırlayacağı uyum programının Eurogrup tarafından onaylanması şartıyla, geçmişte fona yaptığı katkı kadar EMF'den fon talep edebilecektir. Ülke EMF garantörlüğünde ancak bu tutar kadar tahvil ihraç edebilecektir. İkinci aşamada ise, ilgili ülke EMF'den bu tutarı aşan bir destek talep ediyorsa Avrupa Komisyonu ve Eurogrup tarafından denetlenen bir uyum programını uygulamak zorundadır. Eğer ülke taahhütlerini yerine getirmezse ekonomik ve siyasi maliyetlere neden olan aşamalı yaptırımlarla karşılaşacaktır.

EMF'nin en önemli özelliklerinden birisi, uyum programındaki şartları yerine getirmeyen ülkelerin ***sistemli temerrüdünün (orderly default)*** mümkün kılınmasıdır. Söz konusu ülkenin tahvillerini elinde bulunduranları ülkenin temerrüde düşmesinin sistemsel etkilerinden korumak için, EMF ilgili ülke tahvillerini tıraşlayarak (haircut) kendi çıkaracağı tahvillerle değiştirme imkânı sunacaktır.[238] Bu tıraşlama ülkenin GSYİH'sının en fazla % 60'ına tekabül eden borcunun EMF tarafından üstlenilmesini sağlayacak şekilde olacaktır. Tahvillerin değiştirilmesinden sonra EMF temerrüde düşürülen ülkeye karşı olan bütün alacak taleplerini üstlenecektir. Bu andan itibaren ülkeye gelecek ilave fonlar, ancak EMF'nin onaylayacağı spesifik amaçlar için kullanılabilecektir. Bu haliyle EMF, ABD'de

[237] Yazarlar, söz konusu finansman mekanizmasıyla EPB'nin oluşumundan itibaren küçük ve orta büyüklükte bir ülkenin kurtarma paketini finanse edecek şekilde 120 milyar Avro'luk bir fonun oluşturulmuş olabileceğini belirtmektedirler.

[238] İflas eden ülkenin tahvillerinin tıraşlanarak yeni ihraç edilen tahvillerle değiştirilmesi 1980'lerin sonlarında Latin Amerika ülkelerinde başarıyla uygulanmış ve bu uygulama literatürde **"Brady Bonds"** olarak anılmıştır.

şirket iflaslarını düzenleyen ve "Chapter 11"[239] olarak bilinen süreç için gerekli olan yapıyı düzenleyen bir rol üstlenmektedir.

EMF'nin oluşturulması fikri Almanya tarafından desteklenmiştir. Almanya Maliye Bakanı Wolfgang Schäuble, temerrüt riskini azaltmak için EMF'nin oluşturulmasını desteklemekle kalmamış, AB yardımlarına rağmen bütçe disiplinini sağlamayan ve rekabet gücünü artırmayan Avro bölgesi ülkelerinin AB içinde kalmalarına izin verilebileceğini, ancak EPB'nin dışına çıkarılması gerektiğini savunmuştur.[240]

EMF'nin oluşturulması Avrupa Parlamentosu gündemine de gelmiştir. 14 Temmuz 2010'da hazırlanan Feio Raporu'nda Avro bölgesinde güçlü ve inandırıcı bir aşırı borçlanmayı önleme ve çözüm mekanizması oluşturmak için EMF'nin hayata geçirilmesi yapılan tavsiyelerden birisidir.[241] Ancak, Raporda EMF'nin sistemli temerrüt yapmasına ilişkin bir şey söylenmemiştir. Söz konusu Rapor AP'de kabul edilmiştir.[242]

Schulmeister ise Kasım 2011'de EFSF'nin EMF'ye dönüştürüldüğü bir yapı önermiştir.[243] Bu öneride EMF'nin faaliyet alanı dörde ayrılmaktadır.

- EMF sermaye piyasalarında Eurobonds satarak Avro bölgesi ülkelerine finansal destek sağlayacaktır. Bu tahviller bütün Avro ülkeleri tarafından sınırsız olarak garanti altına alınmış olacaktır ve AMB gerektiğinde bu tahvilleri alabilecektir.
- EMF, Eurobond faiz oranlarını orta vadeli nominal ekonomik büyüme oranlarının altında dengede tutacaktır. Bu tahviller tekrar satılamayacak, ancak her an paraya çevrilebilecektir.

---

[239] Chapter 11, ABD İflas Kanunu'nun ifla /konkordato açıklayan bir şirketin yeniden örgütlenmesini düzenleyen kısmıdır. İflas açıklayan şirket, faaliyetlerine devam ederek borçlarını ödemek için şirket alacaklılarına yeniden örgütlenme ve borç yeniden yapılandırma planı sunar.

[240] Wolfgang SCHÄUBLE, **Why Europe's Monetary Union Faces Its Biggest Crisis**, Financial Times, 12 March 2010, http://www.ft.com/intl/cms/s/0/2a205b88-2d41-11df-9c5b-00144feabdc0.html#axzz2LLyXaObJ, erişim tarihi 19.02.2013.

[241] EUROPEAN PARLIAMENT, **Working Document On The Draft Report By Diogo Feio On Improving The Economic Governance And Stability Framework Of The Union, In Particular In The Euro Area**, 14 July 2010, s. 4, 5.

[242] http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/summary.do?id=1127730&t=d&l=en, erişim tarihi 19.02.2013.

[243] Stephan SCHULMEISTER, **The European Monetary Fund A Systemic Problem Needs A Systemic Solution**, 20 October 2011, http://stephan.schulmeister.wifo.ac.at/fileadmin/homepage_schulmeister/files/EMF_Concept_07_11.pdf, erişim tarihi 27.02.2013.

- EMF AMB, Avrupa Komisyonu ve ülkelerle ile işbirliği halinde, Avro bölgesi ülkelerinin kamu maliyelerinin yeniden güçlendirilmesini sistemsel şekilde sağlayacaktır. Bu amaçla, EMF üye ülkelere açık şekilde tanımlanmış ve kısıtlayıcı olmayan kriterlere göre fon sağlayacaktır.
- EMF, artan faiz oranı farklılaşması nedeniyle Avro bölgesi ülkeleri arasındaki bölünmeyi azaltacak ve EPB ile AB'nin kohezyonunu ve kredibilitesini artıracaktır.

Modelde EMF'ye bütün Avro bölgesi ülkelerinin ekonomik büyüklükleri veya nüfuslarıyla orantılı olarak katılması öngörülmüştür. Ayrıca, EMF'nin Avro bölgesi ülkeleri maliye bakanlarından oluşması önerilmiştir. Fonun Eurobond ihracına ilişkin önceden belirlenmiş bir limit konulmamıştır.

Bu öneride dikkati çeken en önemli hususlar, EMF'nin Eurobond faizlerini sabitlemesi, çıkaracağı tahvillerin ikinci piyasada satılamaması ama her an nakde çevrilebilir olmasıdır. Ayrıca, öngörülen modelde Gros ve Mayer'in önerisinden farklı olarak EMF'nin sistemli temerrüt yapma rolü yoktur.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

BORÇ KRİZİNE KARŞI ALINAN TEDBİRLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ

I. PARA POLİTİKASINA İLİŞKİN TEDBİRLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ

AMB, gerek geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanarak, gerek yeni roller üstlenerek küresel finansal krize ve borç krizine karşı tedbirler almaya çalışmıştır.

Borç krizinin ortaya çıkması ve derinleşmesiyle birlikte, AMB son kredi verme merci (lender of last resort) olma yönündeki baskılara, gerek Almanya gibi ülkelerin karşı çıkması, gerek Kurucu Antlaşma'da herhangi bir ülkeye kefil olunmaması ilkesinin yer alması nedeniyle itibar etmemiştir. AMB, ana amacı olan fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak uyguladığı geleneksel faiz oranları politikasına ilaveten para politikası aktarım mekanizmasını güçlendirmek için geleneksel olmayan para politikası tedbirleri uygulamıştır. Geleneksel olmayan bu tedbirler, uygulamaya konuldukları ilk dönemde olumlu sonuçlar doğursa da, bu olumlu etkiler uzun vadeye yayılamamış hatta bazı olumsuz etkiler de doğurmuştur.

AMB'nin geleneksel olmayan para politikası tedbirlerine ilişkin olarak, bir çok akademisyen ve uygulamacı tarafından çeşitli eleştiriler getirilmiştir.

İlk olarak, finansal krize karşı uygulanan sabit oranlı tam tahsis (fixed rate full allotment) prosedürünün yan ürünü olarak AMB kaynaklarına bağımlı "zombi" bankalar ortaya çıkmıştır. Bu prosedür ile likidite sorunu yaşamasa bile ödeme problemi olan bankaların yeniden yapılandırılmaları veya tasfiyeleri ertelenerek finansal sistemde varlıklarını sürdürmelerine izin verilmiştir. Ayrıca bu bankalar, AMB fonlarını kullanarak mazur görülemeyecek riskler üstlenmeye veya karlı olmayan krediler vermeye devam ederek yeni zombi bankaların oluşmasına ve bazı şirketlerin borçlarını ödeyebilme gücünün olduğundan daha iyi gözükmesine yol açmıştır.[244]

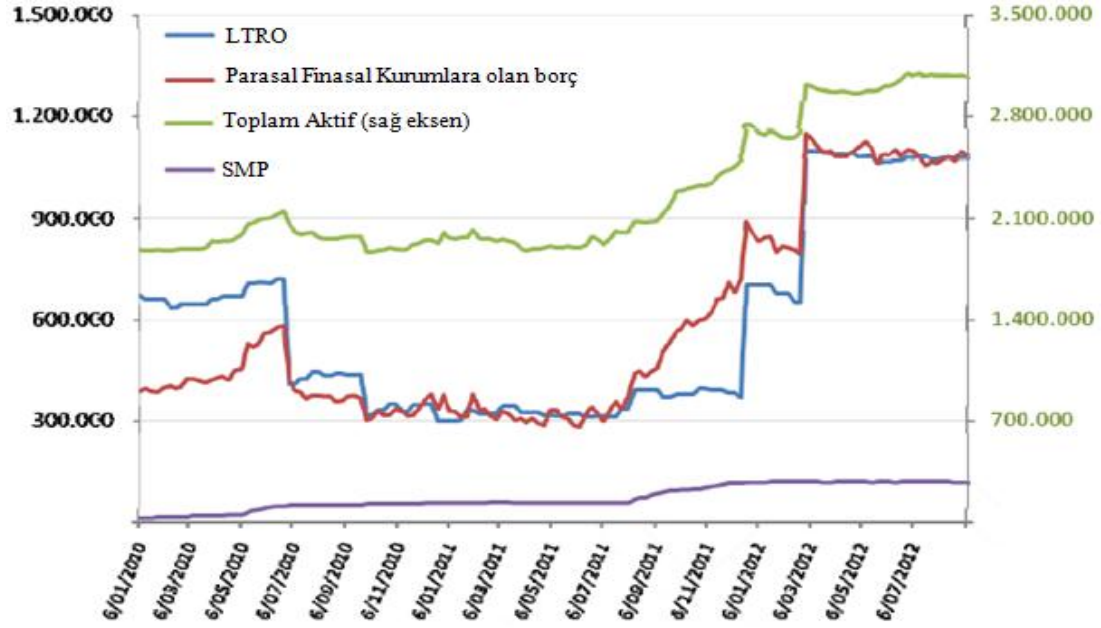
[244] Sylvester EIJFFINGER ve Lex HOOGDUIN, **The ECB In (The) Crisis**, DSF Policy Paper, No. 22, June 2012, s. 7.

Ayrıca, sorunlu ülkelerin devlet tahvillerinin AMB fonları için teminat olarak kabul edilmesi, sorunlu ülke bankalarının bu ülke tahvillerini daha fazla almalarına, böylece bankacılık sektörü ile kamu sektörünün birbirine olan bağımlılığının daha fazla artmasına neden olmuştur.

AMB'nin tahvil piyasaları programı (SMP) ile devlet tahvillerini satın alması kendisi için yeni bir alan olmuştur. Bu şekilde Antlaşma hükümlerini ihlal etmeden devlet tahvili piyasalarına müdahale etmiştir. Bu uygulamanın para politikası kararlarının bir parçası olarak mı, yoksa ülkelerin finansal istikrarı sağlamaya yönelik tedbirlerini desteklemek için mi yapıldığı tartışılmıştır. AMB, Antlaşmadaki kurtarma yapmama ilkesinin ruhunu bozmamak için SMP operasyonlarını sınırlı tutmuştur. Mayıs 2010 sonrasındaki SMP operasyonları yaklaşık 200 milyar Avro tutarında olup 3 trilyon Avro büyüklüğündeki AMB bilançosu içinde oldukça küçük bir yer tutmuştur (Grafik-17). SMP'nin etkilerinin zayıflığı ABD Merkez Bankası (Fed) ile AMB'nin kıyaslandığında daha iyi anlaşılacaktır. Fed'in toplam aktifi finansal kriz öncesi Haziran 2007'e göre 3 katına çıkarken, AMB toplam aktifi iki katına çıkmıştır. Fed'in elindeki devlet tahvilinin GSYİH'ya oranı finansal kriz öncesi Haziran 2007'de % 5,6'dan Kasım 2011'de % 17,7'ye; AMB'nin elindeki devlet tahvillerinin GSYİH oranı ise % 0,4'ten % 2,5'e çıkmıştır.[245] Bu durum da programın kendisinden beklenen faydanın sınırlı kalmasına ve uzun süreli olmamasına yol açmıştır.

[245] Stefan COLLIGNON (b), "The ECB, the ESM and Stability Bonds: A Way Out of the Crisis", **The ECB, the EFSF and the ESM - Roles, Relationships and Challenges**, Monetary Dialogue Compilation of Notes, December 2011, s. 38.

Grafik-17: AMB Bilançosu (Milyar Avro)



Kaynak: GROSS, 2012, Grafik-1.

Tablo-11: Finansal Kriz Öncesi ve Sonrası AMB ve FED Bilançoları Karşılaştırması (% GSYİH)

	AMB	FED
Toplam Varlıklar		
Haziran 2007	13,1	6,2
Kasım 2011	26,1	19,4
Bilançodaki devlet tahvili		
Haziran 2007	0,4	5,6
Kasım 2011	2,9	17,7

Kaynak: COLLIGNON (b), 2011, Tablo-3.

Diğer taraftan, SMP uygulaması ile AMB'nin sorunlu ülkeler üzerindeki piyasa baskısını azaltması nedeniyle, ahlaki tehlikeyi artırdığı da ileri sürülebilir. Böyle bir eleştiri karşısında, AMB'nin SMP'nin (ve diğer geleneksel olmayan tedbirlerin) geçici olduğunu vurgulaması, programın etkisinin sınırlı olmasının diğer bir nedenidir.

AMB, SMP operasyonları ile piyasaya sürdüğü likiditeyi başarıyla sterilize ederek enflasyon riski oluşmasına izin vermemiştir. Finansal kriz sonrasında parasal

taban iki katına çıksa da, parasal genişleme (M3)[246] 4 yıllık süre içinde sadece % 9 olmuştur.[247]

AMB'nin tedbirleri erken aldığı, ilave tedbirler almadan önce EFSF/ESM'nin kaynaklarının artırılması gerektiği yönünde eleştiriler de olmuştur. Zira temeldeki problemler ulusal devletlerden kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla ilave bir AMB eyleminden önce EFSF/ESM acil yardım fonlarının artırılması şartı açıkça belirtilebilirdi. AMB erken davranmakla, Avro bölgesi ülkeleri üzerindeki acil yardım fonlarının artırılmasına yönelik baskıyı azaltmıştır. Diğer taraftan, LTRO ve teminatlara ilişkin tedbirler yerine, bankacılık sistemini işe karıştırmaması ve böylece yayılma etkisi yaratmadan borç krizinin temelindeki problemlere hitap etmesi nedeniyle SMP'nin kullanılması daha uygun olabilirdi.[248]

Sonuçta, AMB'nin aldığı tedbirler, piyasalardaki tansiyonun artmasını sınırlamada, likidite riskini azaltmada, ulusal devletlere yapısal problemlerini tespit ederek yaşadıkları borç krizini çözmek için politika oluşturmalarında zaman kazandırma açısından başarılı olmuştur. Ancak, AMB tedbirleri borç krizinin temelinde yatan problemlere hitap etmediğinden, devlet tahvili alımlarının sınırlı ve geçici olması nedeniyle sağlanan başarı kısa süreli olmuştur. Bu eksiklikleri telafi etmek istercesine AMB, doğrudan parasal işlemler (OMT) yoluyla önceden belirlenmiş bir sınır olmadan ikincil piyasadan devlet tahvil alımı yolunu açmıştır.

OMT stratejik olarak SMP'den farklılaşmaktadır. AMB, programın geçici ve sınırlı olması nedeniyle SMP'de borç akımlarıyla uğraşırken, OMT'de faiz farklarına bir tavan (cap on spreads) veya tahvil fiyatlarına taban (flor for bond prices) belirlemeyi garanti etmeyi taahhüt ederek borç stoklarıyla (yaklaşık 9 trilyon Avro büyüklüğünde) uğraşmak zorundadır.[249]

Wyplosz (2012), OMT uygulamasının bazı problemleri olduğunu öne sürmektedir. Her şeyden önce AMB, OMT ile artık dolaylı da olsa son kredi verme merci fonksiyonunu üstlenmiştir. İkincil piyasada da olsa, devlet borçlarına verilen sınırı önceden belirlenmemiş bir alım taahhüdü, ahlaki tehlike riski taşımaktadır.

[246] AMB tanımı uyarıca M3 = M2 + repo + para piyasası fonları + 2 yıl vadeye kadar olan borç senetleri

[247] Daniel GROS , "ECB Intervention In The Euro Area Sovereign Debt Markets or How To Back Up The ESM", **ECB Intervention in the Euro Area Sovereign Debt Markets**, Monetary Dialogue Compilation of Notes, October 2012, s. 28.

[248] EIJFFINGER, HOOGDUIN, 2012, s. 9.

[249] Charles WYPLOSZ, "ECB's Outright Monetary Transactions", **ECB Intervention in the Euro Area Sovereign Debt Markets**, Monetary Dialogue Compilation of Notes, October 2012, s. 7.

Ancak, SMP uygulamasının da kalıcı bir başarı sağlayamaması nedeniyle, sorunlu ülkelerin yüksek faiz oranlarını düşürmek için AMB'nin OMT gibi bir desteği uygulaması piyasaları yatıştırmak adına kaçınılmaz olmuştur. Nitekim EFSF/ESM'nin büyüklüğü ve ESM'ye banka statüsü verilmemesi de AMB üzerindeki baskıyı artırmıştır. AMB, ahlaki tehlike riskine yönelik eleştirilere karşılık vermek adına, OMT'yi EFSF/ESM kapsamında uygulanmakta olan program şartlarıyla ilişkilendirmiş ve ülkelerin yükümlülüklerine uymamaları halinde, bu ülkelere ilişkin OMT uygulamasını durduracağını açıklamıştır. Ancak bu çıkış opsiyonu iki ucu keskin bir silah şeklindedir. Zira uyum programı uygulayan ülke, ekonomik durgunluğun daha da kötüleşmesi nedeniyle program şartlarını yerine getiremezse, OMT desteğinin çekilmesi bu ülkeyi daha da zor duruma sokacaktır. Destek çekilmezse de AMB OMT'ye ilişkin kredibilitesini kaybedip ahlaki tehlike riskini artıracaktır. Bu durumda en uygun çözüm uyum programların daha yumuşak, ekonomik büyümeyi destekleyici şartların konulmasıdır. OMT'deki diğer bir sınırlama da faiz farklarına ilişkin tavan, dolayısıyla tahvil fiyatlarına ilişkin taban ile ilgilidir. AMB bu konuda henüz bir açıklama yapmamıştır. Bu sınırlamanın ülke, tahvil vadesi bazında aynı olup olmayacağı, zaman içinde değişip değişmeyeceği belli değildir. Bu durum programın başarısını etkileyebilecek bir risktir. Zira piyasa bu sınırı test etmek için yüklü miktarda tahvil satımında bulunabilir. Bu durumda AMB yüklü miktarda tahvil alımı (ve sonrasında sterilizasyon) yapmak durumunda kalacaktır. Tahvillerin yeniden yapılandırılması durumunda da AMB'nin zararını nihayetinde Avro bölgesi ülkelerindeki vergi mükellefleri karşılayacaktır. Ayrıca, bir borç yeniden yapılandırması durumunda, Yunanistan örneğinde olduğu gibi, özel sektör de ciddi bir zararla karşı karşıya kalacaktır. Bu nedenle de AMB, OMT programını 3 yıldan daha kısa vadeli tahvillerle sınırlayarak borç yeniden yapılandırması riskini azaltmak istemiştir. Kısa vadeli tahvillerde tahvili elinde bulunduranlar, tahvil fiyatı nominal değerin altına düşerse, bu tahvilleri vadesine kadar elinde tutmak isteyecekler, dolayısıyla da borç yeniden yapılandırması ihtimali azalacaktır. Bu şekilde, OMT programı, kısa vadeli tahvillerin devamlı olarak alınmasını sağlayarak borçların yeniden yapılandırmasına karşı güçlü bir silah olmuştur.[250]

[250] WYPLOSZ, 2012, s. 13.

OMT uygulamasının enflasyon riskini doğurmaması, yapılacak sterilizasyonun başarısına bağlıdır. Zira yüklü miktarda yapılacak bir tahvil alımı emilmesi gereken büyük tutarda bir likidite doğuracaktır. SMP tecrübesi AMB'nin bu sterilizasyonu başarıyla yaptığını göstermiştir. Bankalar piyasaya sürülen parayı, likidite riskine karşı emmişler ve kredi büyümesi yaşanmamıştır. Bununla birlikte, enflasyon riski parasal genişlemeyle birlikte siyasi kararlara da bağlıdır. Dolayısıyla, OMT ile büyük miktarda bir tahvil alımı her ne kadar AMB'nin geçmiş sterilizasyon tecrübesinde bir enflasyon riskini doğurmamış olsa da, AMB'yi Avrupalı siyasilerin güdümüne sokabilecektir.[251] Nitekim SMP uygulaması sırasında AMB başkanı ülkelere tahvil alım programının önkoşulu olan gerekli mali tedbirleri yapısal reformları uygulamalarını zorlamak için mektup yazmak zorunda kalmıştır. Bu durum, bağımsız bir kurum olan AMB için arzu edilmeyecek bir tecrübe olmuştur.[252]

Sonuç olarak, AMB OMT ile Avro bölgesinde finansal istikrarı sağlamada ve asli görevlerini yerine getirmede önemli ama riskli bir rol üstlenmiştir. AMB'nin krizle mücadeledeki rolü sadece politika araçları ile değil; uyum programlarının oluşturulması ve gözetimi, güçlendirilmiş danışman rolü, bankaların finansal gözetimi gibi yeni rol ve görevlerle de desteklenmiştir. AMB'nin artan bu rol ve etkinliği de AB'de entegrasyonu güçlendirmektedir. Ancak, AMB'ne yüklenen bu görev ve rollerin başarısı sadece AMB'nin performansına değil, aynı zamanda üye ülkelerin kendilerine düşen görevleri yapmalarına bağlıdır. Zira nihayetinde, krizin temelleri bu ülkelerdeki ve Avro bölgesindeki sistemik veya makroekonomik, yapısal dengesizliklerden kaynaklanmaktadır.

[251] Angsnar BELKE, "A more effective Euro Area Monetary Policy than OMTs - Gold-Backed Sovereign Debt", **ECB Intervention in the Euro Area Sovereign Debt Markets**, Monetary Dialogue Compilation of Notes, October 2012, s. 82.
[252] EIJFFINGER, HOOGDUIN, 2012, s. 6.

II. EKONOMİ YÖNETİMİNE İLİŞKİN YAPILAN REFORMLARIN DEĞERLENDİRİLMESİ

A. Mali Disiplini Artırmaya Yönelik Tedbirlerin Değerlendirilmesi

Borç krizi sonrasında, Avro bölgesi ülkelerindeki mali disiplini sağlamak için çeşitli reformlar yapılmıştır. Bu kapsamda, Altılı Paket olarak bilinen yasal düzenlemelerin dördü SGP'yi güçlendirmek için çıkarılmış; ilaveten denk bütçe verilmesini ve mali sıkılaştırma yapılmasını öngören bir Antlaşma (TSCG) imzalanmıştır.

Altılı pakete ilişkin olarak, paketin SGP'nin önleyici kolunu güçlendiren hükümler getirmesi, yaptırımlara ilişkin somut düzenlemeler içermesi, dikkatlerin üye ülkelerin borç durumlarına ve yeni harcama kuralları ile orta vadeli hedeflere yoğunlaşmasını teşvik etmesi, tersine çoğunluklu oylama sistemi getirerek karar alma sürecini daha az politize etmesi, bütçe istatistiklerinin doğruluğunu artırması, ulusal bütçe çatılarına yönelik direktifle mali kontrolün ademi merkezileştirilmesi yolunda adımlar atılması gibi özellikleri paketin olumlu yönleridir.

Paketin bu olumlu yönleri yanında literatürde birçok eksiğinin olduğu yönünde eleştiriler olmuştur. Bu eleştirilerin başında, paketin kabulünün uzun süre alması yer almaktadır. Paketinin kabulüne yönelik AB kurumları arasındaki uzlaşı süreci oldukça uzun ve karmaşık bir hal almıştır. Van Rompuy Komitesi ve Avrupa Konseyi'ndeki 6 aylık tartışmadan sonra, kurumlar arası uzlaşmaya 1 yıl sonra ulaşılabilmiştir. Piyasalar hızlı karar ve çözüm beklerken, AB'deki karar alma süreci yavaş ve zorlu olmuştur. Başta otomatik yaptırım ve uyarıların uygulanması konusunda olmak üzere, gerek AB kurumları gerek üye ülkeler arasında ciddi tartışmalar yaşanmıştır. Özellikle Fransa otomatik yaptırımlara karşı çıkmıştır. Müzakereler sırasında, Komisyon ve AP'nin AB kurumlarının yetkilerini artırmaya yönelik çalışmaları Almanya ve Fransa'nın yoğun muhalefetiyle karşılaşmıştır.[253] Dolayısıyla altılı paket yasalaştığında, paketin yeterli olmadığı ve ekonomi yönetiminde daha fazla reformun yapılması gerektiği yönünde eleştiriler olmuş, altılı paket çok geç kalan ve yetersiz (too late too little) bir çaba olarak değerlendirilmiştir.

[253] MAIDLA, 2012, s. 37.

Ayrıca tersine nitelikli çoğunluk oylama sistemine ilişkin tartışmalar, üye ülkelerin maliye politikalarında entegrasyon konusunda çok da istekli olmadıklarını, bu konuda merkezi politikaların uygulanmasına soğuk baktıklarını ortaya koymuştur. Dolayısıyla, altılı paket mali alanda entegrasyona soğuk bakan ülkelerin tepkisini çekmeden mali politikaların merkezileştirilmesi ve mali disiplinin sağlanması yolunda aşamalı bir geçiş için önemli bir adım olarak değerlendirilebilir.[254]

Ayrıca, yeni mali düzenlemelerin otomatik özelliği yeterli olamamıştır. Bu durum, özellikle kurallara uyulmaması durumunda söz konusudur. ECOFİN Konseyi'nden Komisyon'a yetki devri yeterli değildir. Tersine nitelikli çoğunluk yönteminin getirilmesinin temelinde yaptırımların uygulanmasının sağlanması yatmaktadır. Ancak Konsey'in yaptırım öncesi etkili politika tedbirleri alınması, aşırı açığın varlığı gibi konularda karar almadaki yetkileri hemen hemen aynı kalmıştır. Sadece bir ülkenin SGP'nin önleyici kolunda Konsey tavsiyelerine uyup uymadığının değerlendirilmesinde yeni oylama sistemi kullanılmaktadır. Dolayısıyla bir yaptırımın uygulanması, Konsey'in nitelikli çoğunlukla alacağı karara bağlıdır. Bu durum, Konsey'deki alınan kararların siyasi pazarlıklara açık olması nedeniyle sistemin otomatik olma özelliğini zayıflatmıştır.

Ayrıca, altılı paketle birlikte yeni mali yönetim daha karmaşık bir yapı alarak sürecin şeffaflığı, uygulanabilirliği azalmış ve hesap verilebilirlik zorlaşmıştır. Örneğin, üye ülkelerin orta vadeli hedeflere doğru ilerlemelerinin değerlendirilmesi, yapısal bütçe dengesi ve ihtiyari gelir tedbirlerinden arındırılmış harcamaların ölçülmesine bağlıdır. Bu anlamda harcama kalemlerinin detayları, ihtiyari gelir tedbirlerinin etkilerinin hesaplanması gibi konularda yeterli verinin zamanında alınması oldukça zordur.[255]

Kamu borcunun azaltılması konusundaki sayısal ölçü (Kamu borcunun GSYİH'nin % 60'ını aşan kısmın 1/20'si) belirlenmesi, beraberinde bazı problemleri de getirmektedir. Konsolide kamu borcundaki hareket, sadece bütçe dengesi tarafından değil, aynı zamanda nominal GSYİH büyümesi ve borç düzeyi ile bütçe arasındaki düzeltmeler (varlık satışı, kur değişmeleri gibi) tarafından da belirlenir. Dolayısıyla bu faktörlerin tamamının dikkate alınması gerekmektedir.[256]

[254] CATANIA, 2012, s. 6.
[255] ECB, 2012, s. 82.
[256] DE PREST et al, 2012, s. 114.

Ayrıca, yeni kuralların uygulanmasında istisnai durumların fazlalığı bu kuralların uygulanabilirliğini azaltmaktadır. Örneğin, bütçe açığı ve kamu borcunun GSYİH'ya oranına ilişkin eşik değerlerin aşılıp aşılmadığının belirlenmesinde oldukça uzun bir ilgili faktörler listesi bulunmaktadır. Bunun sonucunda, bütçe açığı ve borç kriterlerinin aşılması hemen aşırı açık prosedürünün derhal başlatılması sonucunu doğurmamaktadır.

Bütçe çatılarına yönelik direktifte, kabul edilen bütçe çatılarına ilişkin referans değerleri yeterli ve açık değildir. Ulusal bütçe çatılarının güçlendirilmesi üye ülkelerin güçlü mali kuralları uygulamadaki isteklerine bırakılmıştır.[257]

TSGC Antlaşmasına ilişkin olarak, antlaşmanın mali sıkılaştırmaya ilişkin hükümleri yeni araçlar öngörmeyip genel olarak SGP'yi güçlendiren düzenlemeler içermektedir.

SGP'nin önleyici koluna ilişkin olarak, orta vadeli program, istisnalar ve uyum sürecine ilişkin değerlendirmeler konusunda paralel düzenlemeler içermekte, dört alanda ise yenilik ve iyileştirme getirmektedir. İlk olarak, yasal açıdan ikincil AB düzenlemesi olan SGP'nin temel özelliklerini anayasaya denk düzenlemeler ile ulusal mevzuatlara geçirilmesini öngörmektedir. Ulusal parlamentoların ve Avrupa Parlamentosu'nun ilgili komitelerinin TSCG'ye ilişkin konularda ortak konferanslar düzenleyecek olması da demokratik meşruiyet açısından önemli bir adımdır. İkinci olarak, mali sıkılaştırma ülkelere özgü orta vadeli hedeflere ulaşılmasını kolaylaştırabilecektir. Komisyon, güçlendirilmiş SGP'nin ötesine geçerek, bağlayıcı yakınsama takvimi hazırlayacaktır. Üçüncü olarak, mali sıkılaştırma Komisyon tarafından önerilen ortak ilkelere dayalı otomatik düzeltme mekanizması sağlamaktadır. Öngörülen düzeltme mekanizmasına ilişkin olarak Komisyon'un yeterince iyi tanımlanmış, sıkı ve bağlayıcı şartlar hazırlaması önemlidir. Mekanizma orta vadeli hedeflerden olan sapmaların kamu borcu üzerindeki etkilerini zaman içinde düzeltecektir. Düzeltici tedbirlerin de otomatik olarak başlatılması belirlenerek mali konsolidasyonun ertelenmesi yönündeki isteklerin önüne geçilmiştir. Dördüncü yenilik ise denk bütçe kuralının ve otomatik düzeltim mekanizmasının ulusal mevzuatlara uygun şekilde aktarımının denetiminin ABAD'a verilmiş olmasıdır.[258]

[257] ECB, 2012, s. 82.
[258] ECB, 2012, s. 88, 90.

Mali sıkılaştırma Avro bölgesi ülkelerinin bütçe açığı kriterini ihlal etmesi durumunda SGP'nin düzeltici kolundaki süreci daha fazla otomatikleştirici hükümler içermektedir. Bu kapsamda, Avro bölgesi ülkeleri, Komisyon'un tavsiyesi üzerine Konsey'in aşırı açık prosedürüne ilişkin kararını, aralarında nitelikli çoğunlukla verecekleri olumsuz bir karar olmazsa desteklemeyi taahhüt etmektedir.

Avro bölgesindeki bir ülkenin borç kriterini ihlal etmesi halinde tersine nitelikli çoğunluklu oylamanın yapılamaması mali sıkılaştırmanın zayıf yönlerinden birisidir. Bu durumlarda Avro bölgesi ülkelerinin nitelikli oy çoğunluğu aranacaktır.

Genel olarak, altılı paketin SGP'yi güçlendiren düzenlemeleri ve mali sıkılaştırma, üye ülkelerin maliye politikalarının kurallara bağlanması ve yaptırımların eskiye göre daha güçlendirilmesi açısından yeterli olmasa da önemli bir adımdır. Denk bütçe kuralı ve ulusal düzeydeki otomatik düzeltim mekanizması kamu maliyesinin sürdürülebilirliğini artıracaktır. Komisyon'un bazı konularda yetkileri artsa da nihai kararlar Konsey'de verildiği için yani mali kuralların uygulanmasındaki siyasi etkiler devam etmektedir. Mali sıkılaştırmada Avro bölgesi için SGP'nin düzeltici koluna ilişkin otomatikleşme ile bu engel azaltılmaya çalışılsa da yeterli değildir. Karar alma sürecindeki karmaşıklık da devam etmektedir. Ancak, borç krizinin temelindeki nedenlerden biri olan üye ülkelerin kamu maliyelerindeki disiplinsizliği azaltmada ve ülkelerin maliye politikalarındaki yetkilerini devretmelerindeki isteksizlik veri olarak alındığında, ekonomi politikalarındaki koordinasyonun artırılması aracılığıyla, mali federalizm yolunda küçük, fakat önemli bir adım atıldığını belirtmek gerekir.

B. Makroekonomik Dengesizlikleri Önlemeye Yönelik Tedbirlerin Değerlendirilmesi

Makroekonomik gözetim yapısına ilişkin reformlar ekonomik birlik yönünde atılmış olumlu adımlardır. Makroekonomik dengesizlikler krize dönüşmeden bu dengesizlikleri önlemek veya oluşmuş dengesizlikleri düzeltmeyi sağlamak için bir gözetim mekanizmasının kurularak yaptırımlarla donatılması ekonomi politikalarının koordinasyonu adına olumludur. Ancak mekanizmanın eksikleri konusunda aşağıdaki eleştiriler yapılabilir.

Her şeyden önce, skorbordun ekonomi literatüründe ekonomik ve finansal krizlerin tahmin edilmesinde kullanılan ölçütlerden yararlanılarak hem akım hem stok hareketlerini kapsayan erken uyarı göstergelerinden oluşturulduğu söylenmiştir. Ancak şu kabul etmek gerekir ki, skorbordun oluşturulmasına ilham kaynağı olan söz konusu göstergeler, yaşanmış ekonomik ve finansal krizlerin tam olarak öngörülüp gerekli tedbirlerin önceden alınmasında başarılı olamamıştır. Dolayısıyla, oluşturulan erken uyarı sisteminin gelecekteki krizleri yüzde yüz önleyeceğini düşünmek doğru olmayacaktır. Nitekim Komisyon göstergelerin zamanla değişebileceğini, bazı ekleme veya çıkarmaların olabileceğini belirterek bunu zımnen kabul etmektedir. Ayrıca skorborddaki göstergeler geçmişe dönüktür. Dolayısıyla gelecekteki bir krizi önlemek için geçmiş yıl verileri kullanılmaktadır.

Ayrıca, yeni oluşturulan gözetim çatısında daha fazla otomatikleştirme olmalıdır. Mekanizmada ise Konsey'e politika tavsiyelerinin verilmesi ve yaptırım uygulanması konusunda oldukça geniş yetkiler tanınmıştır. Siyasi bir yapıya geniş yetkiler tanınması ise gözetim yapısını riske sokabilir.

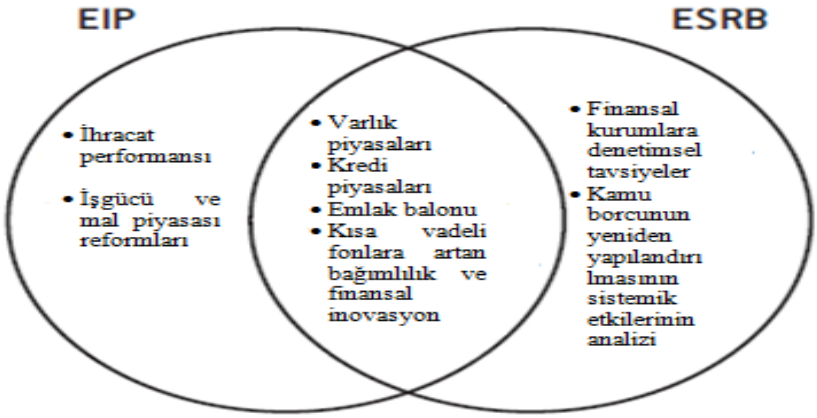
Aşırı dengesizlik prosedürünün (EIP) (özellikle düzeltici tedbirlerin) etkinliğindeki anahtar nokta, üye ülkelerin Komisyon ve Konsey tarafından yapılan düzeltici tedbirlere ilişkin tavsiyeleri gerçekten desteklemeleridir. Konsey ve Komisyon'un üst konumları sürecin etkinliği için olumlu bir durumdur. Yine de süreç üye ülkelerin daha fazla bütünleşme lehine hareket etmelerine bağlıdır. Ülkeler kendilerini ekonomilerindeki gelişmelerin yorumlanmasını Komisyon ve Konsey'e terk etmiş olarak düşünebilirler. Tersine nitelikli oy çokluğu yönteminin prosedürün belli aşamalarında (örneğin, Konsey'in düzeltici tedbirlerin yeterince uygulanmadığına yönelik kararında) uygulanması bu çıkar çatışmasını önlemeye yöneliktir. Mali yaptırımların da tersine nitelikli oy çoğunluğuyla alınacak karara bağlanması aşırı dengesizlik prosedürünün etkinliğini artıran bir unsurdur.[259]

Diğer taraftan, Wolff (2011), EIP ile Avrupa Sistemik Risk Kurulu (ESRB)'nin amaç, araç ve görev açısından ortak unsurlar taşıdığını belirtmiştir. Nitekim, MIP skorborduna ikinci uyarı mekanizması raporunda dahil edilen *"Finansal sektör (konsolide olmayan) toplam yükümlülüklerinin yıllık değişimi"*

[259] Sebastian ESSL ve Alfred STIGLBAUER, "Prevention and Correction of Macroeconomic Imbalances: the Excessive Imbalances Procedure", **Monetary Policy & the Economy**, Q4 2011, s. 112.

göstergesi, ESRB'nin doğrudan yetkisi alanındaki konulardan birisidir. ESRB'nin yapacağı tavsiyelerin bir kısmı da EIP'yi ilgilendirebilir. Zira kendi alanlarına giren konularda hem ESRB hem EIP tavsiyelerde bulunacaktır. Tavsiyelerde aynı problemlere yönelik olarak aynı araçlar önerilebileceği gibi farklı araçların kullanılması da istenebilir. EIP ve ESRB arasındaki bu kesişme sinerji doğurabileceği gibi çatışmaya da neden olabilir.[260]

Şekil-7: EIP ve ESRB İçerik Çakışması



Kaynak: WOLFF, 2011, s. 7, Şekil-9.

EIP ve ESRB'nin aynı konuya farklı açılardan yaklaşmaları sinerji doğurabilir. İlk olarak, ESRB konuya finansal sistem açısından, EIP içerisinde Komisyon ekonomik ve yapısal açıdan yaklaşacaktır. Bu iki yaklaşım birbirini tamamlayabilir. Nitekim bu kurumlarda çalışanların uzmanlıkları da bu alanlarda yoğunlaşmıştır. Dolayısıyla, bu iki kurum arasında yakın ilişki olmalıdır. Ayrıca bu iki kurum arasındaki işbirliği, politika kararlarının alınmasında muhalif görüşteki kurum ve ülkeler üzerinde denge unsuru da olacaktır. EIP'nin yaptırım gücü sayesinde, ESRB'nin daha az kamuoyuna açıkladığı tavsiye/uyarıları azaltarak perde arkasında tedbirlerin uygulanması sağlanabilir. ESRB ile EIP arasında çatışma da yaşanabilir. Bu durum özellikle bir tarafın dengesizlik olduğunu ileri sürdüğü bir noktada, diğer tarafın dengesizlik olmadığı görüşünü benimsemesi durumunda yaşanacaktır. Böyle bir durumda Komisyon, EIP prosedüründe Konseye tavsiyesini sunmak zorunda iken, ESRB çatısı altında oy hakkına sahip üyelerden sadece bir tanesidir. Dolayısıyla, Komisyon ESRB kararını görmezden gelebilecektir.[261]

[260] Guntram B. WOLFF, **The Euro Area's Macroeconomic Balancing Act**, Bruegel Policy Contribution, Issue 2011/5, May 2011, s. 7.
[261] WOLF, 2011, s. 8, 9.

C. Avrupa Sömestri'nin Değerlendirilmesi

Avrupa Sömestri, makroekonomik ve yapısal konularda AB düzeyinde politika koordinasyonunu sağlayan bir araçtır. Bu anlamda üçlü bir ayak üzerine oturmaktadır. İlk ayak Avrupa 2020 Stratejisi içerisinde yapısal reformlar, ikinci ayak SGP çatısı altında mali gözetim ve son ayak da makroekonomik dengesizliklerin gözetilmesidir. Dolayısıyla, farklı gözetim mekanizmaları bir araya getirilerek "çok taraflı bir gözetim" sağlanmıştır.

Sömestri süreç açısından iki yenilik getirmiştir. İlk yenilik farklı süreçlerin eş zamanlı hale getirilmesidir. Farklı takvimlere bağlı olan ve ayrı ayrı yapılan yapısal reformların koordinasyonu ile bütçe denetimini aynı takvime bağlamıştır. Bu nedenle Sömestır zamanlama konusuna önem atfetmektedir. İkinci olarak, ulusal ekonomi politika koordinasyonunu zamansal olarak tersine çevirerek, ex-post (bütçelerin ulusal parlamentolarda onaylanmasından sonra) olan koordinasyonu ex-ante hale getirmiştir. Yani, AB kurumlarının politika yönlendirmeleri, ulusal reform programları, istikrar ve yakınsama programları ile ulusal bütçelerin kabul edilmesinden önceye alınmıştır.[262]

Avrupa Sömestri sürecinde, ekonomik ve yapısal politikalar ile bütçeler ulusal parlamentolarda kanunlaşmadan önce, AB kurumları düzeyinde tartışıldığı için, bir yandan ekonomi politikalarının koordinasyonu artmış, diğer yandan da SGP'nin etkili uygulanması sağlanmaya başlamıştır. Bununla birlikte, süreçte Avrupa Parlamentosu veya ulusal parlamentolardan bir veri (girdi) alınmaması, sürecin demokratik meşruluğunu azaltarak AB'nin demokratik gözetiminin eksikliğine ilişkin eleştirileri desteklemiştir.[263] Avrupa Parlamentosu'nun 2011 Sömestri'nde alt düzeyde bir rol alması üzerine, Aralık 2011'de yürürlüğe giren altılı paket AP'nin sürece katılımını artırmak için diğer AB kurumlarıyla "Ekonomik Diyalog" kurulması imkânını hazırlamıştır. Ancak, sürecin demokratik meşruiyetindeki eksiklik devam etmektedir. Antlaşmalarda, AP'ye gerek SGP gerek MIP'te resmi bir rol verilmemiştir. Ancak AP, sesini duyurmak ve etkinliğini artırmak için daha aktif bir rol almalıdır. Bunun için örneğin bağlayıcı olmasa da sürece ilişkin oylamalar yapıp görüşlerini açıklayabilir. Ayrıca ulusal parlamento

[262] Jacques DELORS, Sofia FERNANDES ve Emmanuel MERMET, **The European Semester: Only A First Step**, Notre Europe Policy Brief, No. 22, 2011, s.2.
[263] MAIDLA, 2012, s. 19.

temsilcileri de bütçelerin ulusal parlamentolarda onaylanmasından önce sürece daha aktif dâhil olmalıdırlar. Ekonomik Diyalog bunun için bir fırsat olabilir.

İlaveten, Konsey'in ülkelere özgü belgelerde, Komisyon tarafından hazırlanan tavsiyeleri sulandırdığı ve yıllık büyüme anketinin bütünlüğünü zedelediği görülmüştür. Sömestır, bütçe gözetimine yoğunlaştığı için, Avrupa 2020 stratejisindeki istihdam, araştırma harcamalarının artması, enerji verimliliğinin artırılması gibi amaçları desteklemekte başarısız olduğu tecrübe edilmiştir. Ayrıca, süreçte Komisyon'un kararlarını uygulatabilme konusunda eksiklik bulunmaktadır. Zira üye ülkelerin işbirliği yapmamaları durumunda bir yaptırım öngörülmemiş, bu durum da Komisyon'u danışma organı konumunda bırakmıştır. Sömestır'ın uygulanması üye ülkelerin birbirlerine uygulayacağı baskıya (peer pressure) bağlı kalmıştır. Bu baskı ise tahvil piyasalarında yan etkilere sebep olabilir. Çünkü diğer üye ülkelerin baskıları yatırımcıların baskısıyla birleşince, ülkeler konsolidasyona yönelebilirler.[264]

Hallerberg, Marzınotto ve Wolff (2012), Avrupa Sömestrı'nın etkinliği (amaçlanan ekonomi politikaları koordinasyonunu sağlama kapasitesi) açısından da eksiklikler olduğunu ileri sürmektedirler. İlk olarak, hedef ve tavsiyeler ülkeler arasındaki yayılmayı rakamsal ve şeffaf olarak gösterecek şekilde gerekçelendirilmemiştir. Ayrıca, Avro bölgesiyle ilgili tavsiyeler ortak paranın mantığıyla ilişkilendirilmemiştir. İkinci olarak, tavsiyeler ülkeler veya politika alanları arasında uygun bir öncelik sırası yapmamıştır. Üçüncü olarak, tavsiyelerin etkinliği (sürecin ex-ante olması nedeniyle) tahminlere bağımlıdır. Son olarak altılı paket, görüşmeleri devam eden ikili paket, mali sıkılaştırma antlaşması, başta Avro bölgesine dâhil olan ve olmayan ülkeler olmak üzere, çok geometrili bir AB oluşturabilecektir. Sonuç olarak, sürecin etkinliğinin artması kesin ve şeffaf ilkelerin belirlenmesi ve üye ülkelerin süreci sahiplenmesi ile doğru orantılıdır. Ayrıca etkinliğin artırılması için ciddi problemler yaşayan ve yayılma etkisi yaratabilecek ülkelere daha fazla odaklanılmalıdır. [265]

Sonuç olarak, eksikleri olsa da, Avrupa Sömestri ekonomi politikalarının zaman ve içerik olarak koordinasyonu bakımından önemli bir adımdır. Diğer taraftan

[264] MAIDLA, 2012, s. 20.
[265] Mark HALLERBERG, Benedicta MARZINOTTO ve Guntram B. WOLFF, **An Assessment of the European Semester**, European Parliement Study, PE 475.121, Setember 2012, s. 8.

AB düzeyinde ekonomi yönetimi daha da karmaşık bir hal almıştır. Demokratik meşruiyet ve etkinliğe ilişkin eksikliklerin giderilmesi süreci daha verimli kılacaktır.

III. FİNANSAL DENETİMİN ARTIRILMASINA YÖNELİK TEDBİRLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ

A. Oluşturulan Yeni Finansal Denetim Yapısına İlişkin Değerlendirme

AB'de finansal kurumların denetimine ilişkin yaşanan sıkıntıları aşmak üzere yeni bir denetim mekanizması kurulmuştur. Bu kapsamda ulusal denetim otoriteleri günlük denetim yetkilerini devam ettirirken, sınır ötesi finansal faaliyetler ve holdinglerin denetlenmesindeki koordinasyonu artırmak için denetim otoriteleri heyetleri oluşturulmuştur. Ayrıca AB düzeyinde tedbirsel denetimi yapmak üzere Avrupa Finansal Denetim Sistemi (ESFS) oluşturulmuştur. ESFS içerisinde, Avrupa Sistemik Risk Kurulu (ESRB) makro tedbirsel denetimi yaparken, Avrupa Bankacılık Otoritesi (EBA), Avrupa Sigorta ve Mesleki Emeklilik Otoritesi (EIOPA) ve Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi (ESMA)'dan oluşan Avrupa Denetleme Otoriteleri (ESAs) mikro tedbirsel denetimden sorumludur.

ESFS'nin oluşturulması finansal denetimin tamamen Avrupalılaştırıldığı anlamına gelmemektedir. Her şeyden önce, bütün finansal kurumların merkezî AB kurumları tarafından günlük olarak denetlenmesi tecrübe, idari ve finansal kapasite ve fiziksel açıdan mümkün değildir. Dolayısıyla, ulusal denetim otoritelerinin yeni oluşturulan sistemdeki rolleri çok önemlidir. Ayrıca, Avrupa'da siyasi erklerin parçalanmış bir yapıda olması da ABD'deki Securities and Exchange Commission gibi merkezi bir denetim otoritesinin oluşturulması önündeki diğer bir engeldir.

Bununla birlikte, oluşturulan yeni yapı, finansal denetimin AB düzeyinde yapılması, dolayısıyla Avrupa bütünleşmesinin derinleşmesi adına önemli bir adımdır. Her ne kadar, ulusal otoritelerin finansal kurumların denetimi konusunda yetkileri devam etse de, ulusal otoriteler arasında koordinasyonun sağlanması, uyuşmazlıkların çözülmesi, ulusal düzeydeki farklı denetim mevzuatı ve uygulamalarının yakınlaştırılması adına önemli bir mesafe kaydedilmiştir. Avrupa denetim otoritelerinin yetkileri konusuna giren alanlarda, AB düzeyinde tek bir

mevzuatın (single rule book) oluşturulmasına yönelik edindiği kazanımlar dikkate değerdir.

Yeni denetim sisteminin bu olumlu yönlerine rağmen birçok eksiklikleri ve eleştirilecek tarafları da bulunmaktadır. Genel olarak, hem ESAs hem ESRB'yi oluşturan üyeler seçimle gelmedikleri için bir demokrasi açığı oluştuğu ileri sürülebilir. Bu kurumların meşruiyetleri üyelerin teknik uzmanlıklarından, piyasa katılımcıları ile olan ilişkilerinden, açık danışma uygulamalarından, emsal taramaları ve politika uygulamalarını koordine etmelerinden kaynaklanmaktadır.[266] Söz konusu kurumlar mevcut durumda AB mevzuatının oluşturulmasında tam yetkili olmasalar da, ileriki zamanlarda bu fonksiyonlarının artması durumunda demokratik meşruiyet sorunu daha fazla tartışılır olacaktır. Dolayısıyla, söz konusu kurumlara ilişkin atamalarda Avrupa Parlamentosu'nun rolünün artırılması bu demokrasi açığını azaltacaktır.

ESRB'ye ilişkin olarak, her şeyden önce ESRB'nin tavsiye ve uyarılarını muhataplarına uygulatma gücü bulunmamaktadır. Dolayısıyla ESRB yumuşak kurallar (soft law) koyan bir kurum olarak kalmıştır. Tavsiyelere ilişkin olarak benimsenen "uygula veya açıkla" ilkesi de tavsiyelerin uygulanmasını zorunlu kılmamaktadır. Dolayısıyla ESRB'nin başarısı diğer kurumların ve üye ülkelerin onun otoritesini kabul etmesine bağlıdır. Bu kabullenme ise ESRB'nin uyarı ve tavsiyelerinin kalitesi ve diğer kurumlarla olan iletişimiyle doğru orantılıdır. ESRB analizlerinin kalitesi arttıkça, tavsiyelerinde itiraz edilebilecek noktalar azaldıkça ve alınan kararların piyasalarla iletişimi doğru şekilde yapıldıkça, uyarı ve tavsiyelerin göz ardı edilme ihtimali azalacaktır.[267] Uyarı ve tavsiyelerin kamuoyuna açıklanması küçümsenecek bir silah değildir. Zira yüksek kredibiliteye sahip bir ESRB'nin uyarı ve tavsiyelerine uymamak muhatapları üzerinde ciddi baskı oluşturabilir. Ancak, bu türlü bir aleniyet piyasaları da etkileyeceğinden, özellikle krizdeki ülkeleri daha da zor duruma sokabilecek yan etkilere neden olabilir. Bu yan etkiler hesaba katıldığı için, kamuoyuna açıklanacak bilgilere ilişkin kararların alınmasında daha yüksek bir oy oranı aranmıştır.

[266] Alexandra HENNESSY, **Redesigning Financial Supervision in the Europan Union**, Paper prepared for presentation at the EUSA Conference, Boston, 3-6 March 2011, s. 15.
[267] SPEYER, 2011, s. 6.

Yukarıda belirtildiği üzere, ESRB'nin başarısı yaptığı analizlerin kalitesine bağlıdır. Bu analizler ise hızlı ve sağlıklı bilgi edinilmesini gerektirmektedir. Oysa ESRB'nin bilgi almasında oldukça hiyerarşik bir sistem öngörülmüştür. Bu hiyerarşik sistemin hızlı işlemesi mümkün görünmemektedir. ESAs ve ESRB arasında bilgi isteme konusunda protokol imzalanmış olsa da bu yeterli değildir. ESRB'nin yetki alanına giren konularda üye ülkelerin ve ilgili AB kurumlarının ESRB'nin belirleyeceği bilgileri düzenli olarak ESRB'ye göndererek bir veritabanı oluşturulması sürecin hızlandırılması ve daha sağlıklı analizlerin yapılması açısından faydalı olacaktır.

ESRB'nin karar alma süreci de oldukça hantal bir yapıdadır. En yüksek karar alma organı olan genel kurul 65 kişiden oluşmakta ve ağırlıklı olarak merkez bankacılarından oluşmaktadır. 65 kişilik bir masada hassas ve gizli konuların tartışılması kolay olmayacaktır. Bu sayı emsallerine göre çok fazladır. ABD'de benzer iş yapan kurumun (Financial Stability Oversight Council) karar organı 10 kişiden oluşurken, İngiltere'de (Financial Policy Committee) bu sayı 5'tir. Bu fazla sayı, nitelikli oy gerektiren kararların alınmasını zorlaştırıp daha yüksek oy sayısına ulaşmak için alınacak kararların sulandırılmasına yol açabileceği gibi, geniş bir uzlaşıyla alınmayan kararların da sorgulanmasına yol açabilecektir.

Diğer taraftan ESRB içerisinde AMB ve merkez bankalarının ağırlığı oldukça fazladır. Danışma komiteleri dışında ilgili sektör temsilcilerine yer verilmemiş olup, bu komitelerin alınan kararlardaki etkileri de sınırlıdır. Dolayısıyla, etkin bir geniş sektörel katılımın olmaması ESRB'nin makro tedbirsel denetimde sistemik riskleri tespit edip tepki vermesindeki yeteneklerini zayıflatmaktadır. Ayrıca, ESRB'nin bütçe, personel gibi idari konularda AMB'ye bağımlı olması onun idari kapasitesini azaltmaktadır. Bu kurumun kendi bütçesi ve uzman personeli olmalıdır. AMB'nin ESRB'deki bu ağırlıklı rolü, finansal istikrarın sağlanmasına ilişkin tedbirler AMB'nin asli görevi olan fiyat istikrarı ile çatıştığı zaman ESRB'nin etkinliğini azaltabilir veya kararlarının sorgulanmasına yol açabilir.

Avrupa denetim otoritelerine ilişkin olarak, bu otoritelerin kendinden önceki Lamfalussy komitelerine kıyasla teknik standart ve ilkeler konusunda daha bağlayıcı kararlar alması, ilgi alanlarına giren konularda tek kurallar manzumesinin oluşturulmasına katkı sağlamaları, denetim otoriteleri heyetlerinde var olmaları ve ulusal otoriteler arasında uzlaşma olmadığında bağlayıcı karar verebilmeleri yeni

sistemin olumlu yönleridir. Ancak, mikro tedbirsel denetimi yapacak bu yeni otoritelerle ilgili eksiklikler de bulunmaktadır.

Bu yeni otoritelerin gerçek bir denetim yapma yetkisi yoktur. Zira yerinde denetim ulusal otoritelere bırakılmış olup, ESAs'ın temel yetkileri bilgi toplanması ve piyasalardaki gelişmelerin gözlemlenmesidir. ESAs bir finansal kurumla ilgili olarak bir problem tespit etse bile, sadece doğrudan uygulanabilen AB mevzuatının olması veya acil durum ilan edilmesi durumunda ülkeleri veya finansal kurumları harekete geçmeye zorlayabilmektedir. Diğer durumlarda, yeni otoritelerin ciddi bir uygulama gücü bulunmamaktadır.

Yeni otoriteler bağlayıcı kararlar alma yetkileriyle donatılmış olmakla birlikte, bu yetkiler son çare olarak tasarlanmıştır. Örneğin ESAs'ın acil durumdaki yetkileri ancak Avrupa Konseyi'nin çağırması üzerine kullanılabilmektedir. Teknik standartlara ilişkin tasarılar Komisyon'un onayına tabi olduğu gibi Konsey veya AP tarafından reddedilebilirler. AB mevzuatının ihlali durumda, ESAs kararlarını ancak Komisyon resmi görüş benimsediğinde finansal kurumlara veya ulusal otoritelere uygulatabilmektedir. Finansal bir aktivitenin yasaklanması AB mevzuatının öngördüğü veya acil bir durumda söz konusudur. Görüldüğü üzere, ESAs'a tanınan bağlayıcı yetkiler, teknik standartlara ilişkin tasarılar hariç, nadiren kullanılacak türdendir.

Ayrıca, ESAs kararlarının üye ülke bütçelerine ek maliyet getirmemeleri gerektiği yönündeki koruyucu kural da bu otoritelerin yetkilerini kullanmalarını kısıtlayacaktır. Bu durum özellikle denetim otoriteleri heyetlerinde, sınır ötesi denetimde ulusal otoriteleri bağlayıcı kararların alınmasında etkisini gösterecektir. Bu koşul nedeniyle, ESAs, uzlaşma görüşmelerinin yapıldığı forum olmanın ötesine geçemeyecektir.[268]

ESAs'a getirilebilecek diğer bir eleştiri de bütçe ve idari kapasite ile ilgilidir. Yeni otoriteler önemli görevler üstlenmiş ve kendi bütçeleri olmasına rağmen, oldukça mütevazı bir bütçeye ve personele sahiptir. Bu üç kurumun tam anlamıyla faaliyete geçmelerinin planlandığı 2015'teki toplam personel sayısı 300 olarak öngörülmüştür.[269] Bütçe ve personel anlamındaki bu eksiklik, yeni otoritelerin ulusal denetim otoritelerine fazlasıyla bağımlı olmalarına yol açabilecektir.

[268] VERHELST, 2011, s. 50.
[269] VERHELST, 2011, s. 52.

Tablo-12: Avrupa Denetim Otoriteleri Bütçesi (Avro)

	2011	2015
EBA	12.682.500	24.591.000
EIOPA	10.667.500	19.955.000
ESMA	19.460.000	23.785.000
Toplam	42.810.000	68.331.000

Kaynak: VERHELST, 2011, s. 38, Tablo-4.

Sınır ötesi denetime ilişkin olarak da çeşitli eleştiriler dile getirilmiştir. Bu eleştirilerin en önemlileri şunlardır: Ev sahibi ülkenin finansal grubun kendi ülkesindeki faaliyetleri önemli değilse, denetim otoriteleri heyetlerine aktif katılımının olmadığı görülmüştür. Ayrıca heyet toplantıları belli sayıda memurun üzerine bırakılmış, zaman alan toplantılar halini almıştır. Toplantılar hızlı karar alan bir mekanizma olmaktan ziyade tartışma zemin hazırlayan forumlar olmuştur. Ayrıca ulusal mevzuatlardaki bilgi mahremiyetine ilişkin birçok düzenleme nedeniyle, genel bilgilerin paylaşılmasının ötesine geçilmediği çok sayıda örnek yaşanmıştır.[270] Sınır ötesi denetimin etkinliğinin artırılması için risk değerlendirmesinde işbirliğinin sağlanması, ortak metodolojilerin belirlenmesi, menfaat sahibi ülkelerin (finansal kurumun lisans aldığı ve faaliyette bulunduğu ülkeler) birlikte yerinde denetim yapma imkânının getirilmesi, bilgi değişimini engelleyen yasal düzenlemelerin azaltılması veya kaldırılması faydalı olacaktır. Ayrıca, finansal krizin AB dışında doğduğu, birçok AB finansal kurumunun AB dışında faaliyette bulunduğu ve AB dışından çok sayıda finansal kurumun da AB'de faaliyette bulunduğu düşünülürse, sınır ötesi denetim mekanizmasının diğer ülkelerle birlikte oluşturulacak benzer heyetler aracılığıyla oluşturulmasında fayda vardır.

[270] IMF (e), 2011, s. 17.

B. Avrupa Komisyonu'nun Bankacılık Birliği Oluşturulmasına İlişkin Önerisinin Değerlendirilmesi

Bankacılık birliği, bankacılık sektörünün sağlamlığı ve istikrarının korunması için düzenleyici ve kurumsal çatının ulusal düzeyden uluslarüstü (AB) düzeye taşınmasıdır.[271] Bankacılık birliği dört sütun üzerine oturur.[272]

1. AB düzeyinde tek bir mevduat garanti planı,
2. Bankaların çözümlemesi için ortak çözümleme otoritesi ve çözüm fonu,
3. Karar verme yetkisini haiz tek bir denetim otoritesi,
4. Bütün bankaların tedbirsel denetimine ilişkin tek bir kurallar kitabının oluşturulması.

Görüldüğü üzere, bankacılık birliği finansal piyasaları entegre olmuş bir AB için "finansal trilemma"yı aşmak için önemli bir adımdır. Ayrıca, AB düzeyinde oluşturulacak bir bankacılık birliği, Avrupa bütünleşmesinin derinleşmesine katkıda bulunacaktır. Komisyon'un önerdiği tek denetim mekanizması da AB'de ileride oluşturulması planlanan bankacılık birliği yolunda önemli bir adımdır. Önerinin Avro bölgesindeki sadece büyük ve sistemik riske neden olacak bankaları değil de bütün bankaları kapsaması, denetim sorumluluğunun bu alanda idari ve mali kapasite anlamında bu işi yapabilecek tek AB kurumu olarak gözüken AMB'ye verilmesi, sistemin diğer AB ülkelerine de açık hale getirilmesi olumlu yönlerdir.

Diğer taraftan önerinin önemli eksikleri de bulunmaktadır. En başta yukarıda izah edildiği üzere, bankacılık birliği dörtlü bir ayak üzerine oturmaktadır ve öneri bunlardan bir tanesini ön plana çıkarmakta, diğer sütunlar konusunda sadece yayınlanan iletişimde uzun vadeli bir vizyon çizilmenin ötesine geçilmemektedir. Bunun arkasında bankacılık birliğine geçişin kademeli olarak yapılması, ulusal yetki devrinin zamanla gerçekleştirilmesi yatmaktadır. Ancak, EPB tecrübesi göstermiştir ki, oluşturulan bir birliğin oturması gereken sütunlardan birinin oluşturulup diğerlerinin eksik bırakılması ciddi sorunlara yol açmakta, krizlere zemin

[271] Vítor CONSTÂNCIO, **Towards a European Banking Union,** BIS Central Bankers' Speeches, Lecture by Mr Vítor Constâncio, Vice-President of the European Central Bank, at the start of the academic year of the Duisenberg School of Finance, Amsterdam, 7 September 2012, s. 1.
[272] EC (g), **Bank recovery and resolution proposal: Frequently Asked Questions**, MEMO/12/416, Brussels, 6 June 2012, s. 2.

hazırlamaktadır.[273] Dolayısıyla, sadece denetim ayağına odaklanmış diğer ayakları eksik bırakılmış bir oluşum, geçmişteki hataların tekrarlanması ve yeni krizlere yol açılması anlamına gelmektedir. AB düzeyinde banka çözümleme mekanizmasının bir an önce oluşturulması gerekmektedir. Bankaların yeniden yapılandırması konusundaki mali destek oluşturulan ESM ile sağlanmaya çalışılmaktadır. Ancak, ESM'nin büyüklüğü Avro bölgesindeki bütün bir bankacılık sistemi için yeterli olmadığı gibi, banka çözümlemesi mali kaynak sağlanması dışında daha karmaşık bir yapıdır. Komisyon 6 Haziran 2012'de banka çözümlemelerine ilişkin bir öneriyi[274] kamuoyuyla paylaşmıştır. Ancak söz konusu öneri merkezi bir çözümlemeden ziyade ulusal çözümleme mekanizmalarının güçlendirilmesi ve birbirleri arasındaki uyumlaştırmanın sağlanmasına yönelik olup yasalaşmış da değildir. Mevduat sigortasına ilişkin olarak, Komisyon Temmuz 2010'da, korunan mevduatın uyumlaştırılması, ödemelerin hızlandırılması, mevduat sigorta planlarının finansmanının artırılması, ulusal planlar arasında karşılıklı borçlanma yapılabilmesine ilişkin önerisini[275] hazırlayıp kamuoyuna duyurmuştur. Hala yasalaşmamış olan bu öneri de merkezi bir mevduat sigorta planı oluşturmaya yönelik değildir. Dolayısıyla, bankacılık birliği oluşturulması için eksik kalan ayakların bir an önce oluşturulması gerekmektedir.

Bankacılık sektörünün denetiminin AMB'ye bırakılması da eleştirilebilecek bir konudur. Her ne kadar, bugün bu işi yapabilecek tek AB kurumu AMB olarak gözükse de finansal sektörün denetimi ve istikrarının sağlanması ile AMB'nin temel amacı olan fiyat istikrarının sağlanması er ya da geç çatışacaktır. Birbiriyle çatışma ihtimali olan iki önemli görevin aynı kurumda birleştirilmesi, bu kurumun görevlerini ifa ederken bağımsızlığına şüphe düşürebilir. Bu olumsuz durum, Komisyon'un önerisinde denetim fonksiyonuna ilişkin olarak AMB içinde bağımsız bütçe ve idari mekanizma tahsis edilmesiyle aşılmaya çalışılsa da, kökleşmiş fiyat istikrarını sağlama amacının finansal istikrarı sağlama amacına, en azından ilk zamanlarda, baskın geleceği riski ortadan kalkmamaktadır. Ayrıca amaçlardan birine

[273] EPB de Mundell'in 1960'ların başında tanımladığı, tam sermaye hareketliliği, sabit kur politikası ve ulusal para politikasının aynı anda kontrol edilemeyeceğine ilişkin "parasal trilemma"ya karşı geliştirilmiş bir mekanizma olarak değerlendirilebilir.
[274] EC (g), 2012.
[275] EC (d), **Deposit Guarantee Schemes – Frequently Asked Questions**, EMO/10/318, Brussels, 12 July 2010.

ulaşmadaki bir başarısızlık AMB'nin ününü ve güvenilirliğini azaltacağından diğer amacın sağlanmasını da olumsuz etkileyebilecektir.

Bankacılık sektörünün denetlenmesinin AMB'ye devredilmesi, bankaların günlük ve yerinde denetim işinin ulusal merkez bankalarına bırakılması demektir. Bankacılık sektörünün denetiminin merkez bankası dışındaki kamu veya özerk kurumlar tarafından yapıldığı ülkelerde[276] ise bu durum tecrübe, idari ve mali yeterlilik gibi konularda çeşitli sıkıntılara neden olabilecektir.

AB'de bankacılık birliği oluşturulmasındaki en uygun yapı, düzenleme, denetim, çözümleme ve mevduat sigortası sütunlarının tamamından sorumlu, yeterli idari ve mali özerkliğe sahip yeni, şeffaf ve güçlü bir AB kurumun oluşturulmasıdır. Aslında AB böyle bir kurum için bir adaya sahiptir. EBA'nın statüsünde yapılacak bir değişikle bu yapı oluşturulabilir.

IV. AB'DE EKONOMİK BÜYÜMEYİ ARTIRMAYA YÖNELİK TEDBİRLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ

A. Avrupa 2020 Stratejisi'nin Değerlendirilmesi

Çalışmanın önceki bölümlerinde belirtildiği üzere, bugün Avrupa'da yaşanan kriz sadece bir borç krizi veya finansal kriz olmayıp aynı zamanda rekabet gücündeki ve ekonomik büyümedeki azalmanın da etkili olduğu bir krizidir. Dolayısıyla, AB'de rekabet gücünün artırılması ve sürdürülebilir bir büyüme oranının yakalanmasına yönelik tedbirler alınması elzem olmuştur. Nitekim bu kapsamda yapılan çalışmalar yeni olmayıp Lizbon 2000 Stratejisi (veya Gündemi) ile başlamıştır. Ancak, Lizbon 2000 Stratejisindeki hedeflere ulaşılamaması yüzünden strateji 2005 yılında revize edilmiş; fakat revize stratejiye ilişkin hedeflere ulaşılması konusunda da hayal kırıklığı yaşanmıştır. Dolayısıyla, Avrupa 2020 Stratejisi'nin selefi olan Lizbon 2000 Stratejisi'nin uygulanmasında AB ülkelerinin kötü performansı, ilk stratejiye kıyasla daha iddialı ve kapsamlı hedefler koyan Avrupa

[276] Avusturya, Estonya, Finlandiya, Almanya, Luksemburg ve Malta'da "Finansal Denetim Otoriteleri", ulusal merkez bankaları ile birlikte; Fransa'da ise "Autorité de Contrôle Prudentiel" finansal sistemin gözetim ve denetiminden sorumludur. (bkz. http://www.bis.org/regauth.htm, erişim tarihi 07.03.2013.)

2020 Stratejisi'ndeki hedeflere ulaşılabilirlik konusunda şüphelerin oluşmasına neden olacaktır.

Avrupa 2020 Stratejisi, Lizbon 2000'nin devamı olsa da ondan farklılıklar içermektedir. Her şeyden önce, iki strateji farklı usul ve konjoktürde hazırlanmıştır. Lizbon 2000, Portekiz'in öncülüğünde ve liderliğinde diğer ülkelere ve uluslararası uzmanlara danışılarak uzun bir süreç sonucunda hazırlanmışken, Avrupa 2020 Avrupa Komisyonu tarafından hazırlanmıştır. Ayrıca, Lizbon 2000 gündeminin hazırlanmasını motive eden güdü 1990'lı yıllarda Avrupa'daki düşük ekonomik performans ve AB'nin teknolojik gelişmede ABD'nin gerisinde kalması endişesi iken; Avrupa 2020 Stratejisi gerek Avrupa, gerek ABD'nin küresel finansal krizle mücadele ettiği ve rekabet açısından tehlikenin ABD'den ziyade gelişmekte olan Çin, Hindistan gibi ülkelerden geldiği, ekolojik krizin gündemde ön planda olduğu bir konjoktürde hazırlanmıştır. Bu farklılıklar kendisini yeni stratejinin hedeflerinde göstermiştir. Lizbon Stratejisi'nde AB kendisine *"daha iyi ve daha fazla istihdam ve daha fazla sosyal kohezyon aracılığıyla sürdürülebilir ekonomik büyümeyi sağlama yeterliğine sahip dünyanın en rekabetçi ve bilgiye dayalı dinamik ekonomisi olma"* gibi çok iddialı bir hedef koymuşken; Avrupa 2020 Stratejisinde *"akıllı, sürdürülebilir ve kapsayıcı büyüme"* olarak daha mütevazi bir hedef tanımlamıştır.[277]

Bununla birlikte, Avrupa 2020 Stratejisindeki "akıllı büyüme" Lizbon 2000 gündemindeki "bilgiye dayalı ekonomi"nin, "kapsayıcı büyüme" de Lizbon gündemindeki "daha fazla sosyal kohezyon"un devamı olarak düşünülebilir. Ayrıca Avrupa 2020 Stratejisi, AB'nin "sosyal piyasa ekonomisi" vizyonunu yansıtan bir stratejidir.

Avrupa 2020 Stratejisinin Lizbon Stratejisine göre getirdiği yenilikler de bulunmaktadır. İlk olarak, eğitim, iklim değişikliği ve yoksullukla mücadeleyi temel hedeflerin arasına alarak hedef sayısını ikiden beşe çıkarmıştır. Bu hedeflere ulaşmak için yedi tane girişim belirlenmesi, ulusal düzeyde ve AB düzeyinde uygulanması gereken spesifik eylemleri düzenlediğinden temel hedeflere ulaşılmasını teşvik edecektir. Ayrıca, Stratejideki 5 temel hedefin ölçülebilir ve farklılaşan ulusal alt hedeflere bölünmesi, AB'nin "herkese uyan tek beden (one size fit all)" yaklaşımından ayrıldığını gösterme açısından önemlidir. Böylece heterojen yapıdaki

[277] Bengt-Åke LUNDVALL, **From the Lisbon Strategy to Europe 2020**, 23 January 2011, s. 2. http://www.radikale.dk/nordjylland/upload/B-AaL-RightandWrong-2.pdf, erişim tarihi 08.03.2013.

farklı önceliklere sahip ülkeler Stratejiyi kendi durumlarına uydurabilme imkânına kavuşmuşlardır. Bununla birlikte, ulusal hedeflerin Komisyon tarafından mı yoksa üye ülkelerin kendileri tarafından mı belirleneceği açık değildir. İkinci olarak, daha iyi bir finansal destek oluşturulmuş ve Strateji ile AB'nin diğer programları arasındaki koordinasyon artmıştır. Strateji için daha iyi bir finansal taban oluşturmak için Komisyon uzun dönemli büyüme önceliklerini yansıtan çok yıllı bir finansal çatı önermiştir. Böylece yapısal fonlar, tarım ve kırsal geliştirme fonları, araştırma fonları gibi çeşitli fonlama araçları Avrupa 2020'nin hedeflerine ulaşacak şekilde tasarlanmaya başlanmıştır. Üçüncü olarak, Strateji çeşitli ulusal aktörler ile AB aktörleri arasında daha iyi iş bölümü sağlamıştır. Bu anlamda, Avrupa Konseyi genel rehberlik yaparken, bakanlar konseyi belirli alanlardaki hedeflerin belirlenmesinde çeşitli konseylerle birlikte çalışacaktır. Avrupa Komisyonu, hedeflere ulaşmada ilerleme durumunu belli göstergeleri kullanarak yıllık olarak izleyecektir. Lizbon Stratejsi'nden farklı olarak, Avrupa 2020 Stratejisi Avrupa Parlamentosu, ulusal, bölgesel ve yerel otoritelere de belirli roller vermiştir. Avrupa Parlamentosu'na ortak yasama organı olarak önem verilmiş ve ulusal parlamentolara vatandaşları harekete geçirme anlamında önemli bir rol biçilmiştir. Ulusal, bölgesel ve yerel otoritelerin de ulusal reform programlarının hazırlanması ve uygulanmasına katkı yapmaları istenmiştir.[278]

Lizbon Stratejisinin neden başarılı olamadığının iyi anlaşılması, Avrupa 2020 Stratejisinin başarılı olabilmesi açısından önemlidir. Lizbon Stratejisi'nin başarısızlığının temelindeki sebeplerin başında, bu stratejinin ortaya koyduğu iddialı amaçlara nasıl ulaşılacağını açıkça ortaya koyamaması ve bu amaçlara ulaşmak için yeterli araçları ihtiva etmemesi gelmektedir. Lizbon Stratejisi'ndeki hedefler AB kurumlarının yetki alanı dışında olan ve ulusal devletlerin yetkisindeki alanlarla ilgiliydi.[279] Avrupa 2020 Stratejisi ile bu durum değişmiş değildir. Stratejideki 5 temel hedef ve 7 girişim AB'nin çok az yetkisinin olduğu alanlardır. Dolayısıyla, başarı aktörlerin (üye ülkelerin) süreci sahiplenmesine ve Avrupa düzeyinde belirlenmiş hedefleri ulusal programlarına uygun bir şekilde aktarmalarına bağlıdır. Avrupa Sömestri'nin bir parçası olan Strateji, SGP'ye ilişkin raporlamanın da aynı

[278] SAMARDŽİJA, BUTKOVİĆ, 2010, s. 12, 13.
[279] Fredik ERIXON, **The Case Against Europe's 2020 Agenda**, ECIPE Policy Briefs, No. 01/2010, 2010, s. 7.

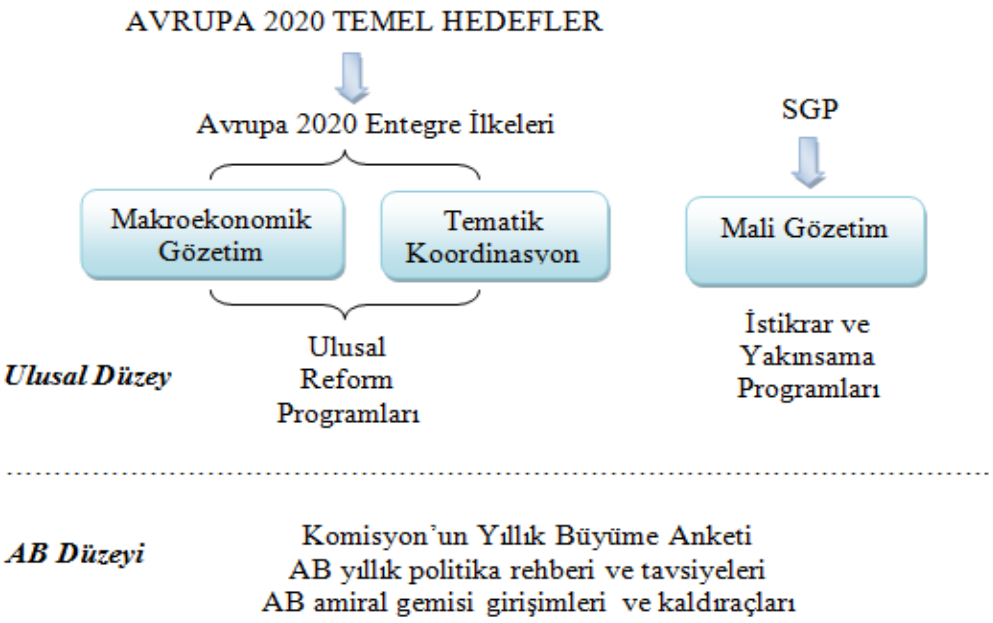
sürecin parçası olması ve ülkelerin kamu maliyelerine daha fazla önem vermeleri nedeniyle, SGP'nin gölgesinde kalabilir. Zira özellikle krizdeki ülkeler uyguladıkları uyum programları nedeniyle mali konsolidasyon yapmaktadırlar. Bunun da büyüme üzerinde olumsuz etkileri olacaktır. Dolayısıyla, kamu maliyesine öncelik veren bu ülkelerde büyümeyi teşvik etmek için AB'nin daha etkin olması gerekebilir. Bu kapsamda oluşturulması öngörülen ortak tahvil (Eurobonds/Stability bonds) ihracı yoluyla elde edilen fonların bir kısmı büyümeyi teşvik edecek yatırımlarda kullanılabilir.[280]

Lizbon Stratejisindeki diğer bir eksiklik, yumuşak koordinasyon araçlarına dayanan yönetim yapısına ilişkindir. Açık koordinasyon metodu (open method of coordination) ile ülkeler bağlayıcı olmayan ortak hedefler belirlemekte ve bu hedeflere ulaşmak için ulusal eylem planları hazırlayıp daha sonra bu planları tartışmaktaydılar. 2005 revizyonu sonrasında ise Komisyon ülkeler ile diyaloga girmeye ve ulusal eylem planlarını değerlendirip yayınlamaya başlamıştır.[281] Ayrıca ulusal devlet ve Birlik düzeyindeki ayırım belirginleştirilip, yönetim yapısı SGP'deki mali gözetim ve ekonomi koordinasyon sistemi ile ilişkilendirilmiştir.[282] Dolayısıyla, Lizbon gündeminde hedeflere ulaşılmaması durumunda, Komisyon'un ülkeler üzerinde bir yaptırım gücü bulunmamaktaydı. Avrupa 2020 Stratejisi'nin yönetim yapısı, Lizbon Stratejisinin 2005 versiyonundaki araçların revize edilmiş haliyle, birbiriyle birleşik üç aşamadan oluşmaktadır. İlk aşama, büyüme ve istihdamı artırmaya yardım edecek istikrarlı bir makroekonomik ortamın oluşturulmasını sağlayacak *makroekonomik gözetim*dir. İkinci aşama inovasyon, Ar-Ge, kaynak etkinliği, iş ortamı, istihdam, eğitim ve sosyal kapsayıcılık alanlarındaki yapısal reformlara odaklanan *tematik koordinasyon*dur. Son aşama ise, makroekonomik gözetim ve tematik koordinasyona paralel olarak, SGP altında mali konsolidasyon ve sürdürülebilir kamu maliyelerini sağlayacak mali gözetimdir[283] (Şekil-8). Her ne kadar Avrupa 2020 Stratejisinde Lizbon Stratejisine göre koordinasyonu yüksek bir yönetim yapısı benimsenmişse de Lizbon Stratejisinin zaafları tam anlamıyla

[280] DELORS et al.,, 2011, s. 5.
[281] LUNDVALL, 2011, s. 4.
[282] Marcin, KOCZOR, Pawe TOKARSKİ, **From Lisbon to Europe 2020 Lisbon Strategy Implementation in 2010: Assessments and Prospects**, Report of the Polish Institute of International Affairs, Warsaw, Spring 2011, s. 90
[283] Višnja, SAMARDŽİJA, Hrvoje, BUTKOVİĆ, **From The Lisbon Strategy To Europe 2020**, Institute For International Relations, Zagreb, 2010, s. 16.

giderilememiştir. Avrupa 2020 Stratejisi'nde Komisyon üye ülkelerin kaydettikleri ilerlemeleri değerlendirmektedir. Lizbon Stratejisi'ndeki araçlardan olan politika tavsiyelerine ilaveten Komisyon'un kararlaştırılan zaman diliminde politika tavsiyelerine uymayan ülkelere son çare olarak "politika uyarıları" yayımlama ihtimali bulunmaktadır. Üye ülkelerin onayını gerektiren bu uyarıların kamuoyuna açık hale getirilmesi politik etkilerini artırabilecektir. Bu uyarı mekanizmasının daha iyi uygulamalara yol açma potansiyeli olsa da yeni strateji de daha ziyade yumuşak kurallara dayanmaktadır.[284]

Şekil-8: Avrupa 2020 Stratejisi'nin Yönetimi



Kaynak: EC (c), 2010, s. 2. Grafik-1.

Avrupa 2020 Stratejisi, kendinden önceki Lizbon Stratejisi ile aynı gündemi benzer etkinlikteki araçlarla ve daha az iddialı bir sloganla benimsemiş olsa bile daha iddialı hedefler ortaya koymuştur. Örneğin; istihdam oranı konusunda Lizbon 2000 gündemi 50-64 yaş arasında % 50, 24-64 yaş arasında ise % 70 oranını hedeflemişken, Avrupa 2020 Stratejisi 20-64 yaş işgücü için % 75 oranını hedeflemiştir. Aynı şekilde, emisyon konusunda Lizbon Stratejisi % 30 oranını hedeflemişken, Avrupa 2020 Stratejisi % 20-20-20 oranını hedef olarak seçmiştir. Dolayısıyla, Lizbon Stratejisindeki hedeflere başarıyla ulaşamayan AB'nin daha iddialı hedeflere ulaşıp ulaşamayacağı en büyük şüphelerden birisidir.

[284] SAMARDŽİJA ve BUTKOVİĆ, s. 13.

Stratejide bazı eksik yönler de bulunmaktadır. İlk olarak, Lizbon Stratejisi'nin neden başarısız olduğu konusunda bir analiz veya açıklama yapılmamıştır. İkinci olarak, sürdürülebilir büyümenin parametrelerinden birisi olarak emisyon salınımı belirtilmiş, ancak emisyon salınımının azaltılmasının, tanım gereği çevreye daha az hasar verecek olması dışında, büyümeyi nasıl olumlu etkileyeceği ve bu olumlu etkinin nasıl, hangi miktarda olacağı belirtilmemiştir. Üçüncü olarak, yoksulluktan ve sosyal dışlanmışlıktan kurtarılacak insan sayısına ilişkin hedef somut olmayan bir hedeftir. Zira hedefe ulaşmanın başarısı yoksulluk tanımına bağlıdır ve sosyal dışlanmışlık sadece ekonomik faktörlere bağlı olmayıp sosyo-kültürel çeşitli nedenlere de bağlıdır. Dolayısıyla, ölçülebilirlik açısından problem arz etmektedir. Ayrıca, soysal kohezyonun, refah devletinin neoliberal yorumu doğrultusunda, yoksulluğun azaltılması olarak dar anlamda yorumlanması da diğer bir eleştiri konusudur.[285] Dördüncü olarak, ekonomi ve maliye bakanlarına stratejide büyük bir önem ve stratejinin gerçek koordinatörü rolü verilmiştir. Ekonomi ve maliye bakanlarının ulusal raporların hazırlanmasındaki ağırlığı zaten ortadadır. Dolayısıyla bu durum, Ecofin Konseyi ile Sosyal İşler, Çevre gibi diğer konseyleri aynı düzeye getiren Lizbon Stratejisi'nden bir geri adımdır. [286]

Avrupa 2020 Stratejisi'nin uygulama sonuçlarına ilişkin değerlendirme yapmak için henüz erken olmakla birlikte, Strateji'nin yayımlanmasından itibaren belirlenen 5 temel hedefin hiçbirine henüz ulaşılamadığı, ancak hedeflere doğru bir eğilim olduğu belirtilebilir.

[285] LUNDVALL, 2011, s. 14.
[286] Philippe POCHET, "What's Wrong with EU2020?", **Intereconomics,** 2010 | 3, 2010, s. 143.

Tablo-13: Avrupa 2020 Hedefleri Bakımından AB-27

Hedef	2005	2008	2009	2010	2011	Referans Değer
20-64 yaş arası nüfusun istihdam oranı (%)	68,6	70,3	69,0	68,6	68,6	**75,0**
Ar-Ge yatırımları / GSYİH (%)	1,82	1,92	2,02	2,01	2,03	**3,00**
Sera gazı emisyonu (1990 Endeksi=100)	92	89	83	85	-	**80**
Enerji tüketiminde yenilenebilir enerjinin payı (%)	8,5	10,5	11,7	12,5	-	**20,0**
Birincil enerji tüketimi (1000 ton petrol dengi)	1.704.354	1.683.452	1.596.185	1.646.839	-	**1.474.000**
Okulu erken bırakma oranı (% 18-24 yaş nüfus)	15,8	14,9	14,4	14,1	13,5	**10**
Yüksek öğrenim mezun oranı (% 30-34 yaş nüfus)	28,0	31,0	32,2	33,5	34,6	**40**
Yoksulluk ve sosyal dışlanmışlık riskli insan (bin)	123.892	115.690	113.767	116.300	-	

Kaynak: Eurostat http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/europe_2020_indicators/headline_indicators, erişim tarihi 01.03.2013.

Özetle Avrupa 2020 Stratejisi, ekonomik büyüme, sosyal ve çevresel sürdürülebilirlik adına önemli bir adım olmakla ve kendinden önceki Lizbon Stratejisi'ne göre bazı yenilikler getirmekle beraber, bu stratejinin eksikliklerini gidermekten uzaktır. Söz konusu eksiklikler giderilmedikçe, daha az iddialı hedeflere ulaşamayan AB'nin Avrupa 2020'deki hedeflere ulaşabileceğini düşünmek kolay olmayacaktır.

B. Avro Pakt'ın Değerlendirilmesi

Avro Pakt, AB genelinde mali istikrarın korunması ve akıllı, sürdürülebilir, kapsayıcı ve istihdamı artırıcı bir büyümenin sağlanması amacına hizmet edecek önemli bir adımdır. Avro bölgesinde ve AB genelinde ekonomi yönetimini güçlendiren ve ekonomi politikası koordinasyonunu artıran Pakt, Birliğin rekabet gücünün artırılmasına da önemli katkı sağlayacaktır. Ayrıca, vergi uyumlaştırmasının ve vergi politikalarının

koordinasyonunun artırılmasına ve finansal işlemlere yönelik bir pan-Avrupa vergisinin getirilmesine yönelik çalışmalar AB düzeyinde ekonomi yönetimi için önemli bir adımdır.

Pakt'ta ücret ve verimliliğe ilişkin gelişmeler, Avro bölgesi ülkelerindeki birim işgücü maliyetlerinin (ULC) ticaret ortağı olunan ülkelere göre nisbi değerleri üzerinden değerlendirilmekte; maliyet ve verimlilik arasındaki dengesizliklerin ücret artışlarındaki kontrol, mal piyasası serbestleşmesi, Ar-Ge'deki iyileşme, altyapı ve yatırım ortamının iyileştirilmesi aracılığıyla düzeltilmesi öngörülmektedir. Ancak, herkese uyan tek beden (one size fit all) politikası istenmeyen sonuçlar doğurabilmektedir. Tek para politikasının çevre ülkelerde neden olduğu problemler buna en güzel örnektir. Ayrıca rekabet gücü bir politika aracı değildir ve ülkelerin ekonomi politikalarıyla doğrudan kontrol edilemez. Ülkeler rekabet gücünü artırmak için çeşitli şeyler yapabilir ama sonuca piyasa şartları karar verir. İlaveten ULC'yi rekabet gücünün göstergesi olarak kabul etmek de yanıltıcı olabilir. Birim işgücü maliyetinin dikkate alındığı bir analizde birim sermaye maliyeti de dikkate alınmalıdır. AB'de sermaye verimliliği ise düşen bir eğilim göstermektedir.[287] Ayrıca, AB ülkeleri arasında ticarete konu mallardaki ULC kıyaslaması, ihraç ürünlerinin karmaşık yapısı nedeniyle yanıltıcı olabilir. Zira bazı ülkeler (örneğin Almanya) yüksek teknolojili ve yüksek katma değerli ürünler ihraç ederken, çevre ülkeler ve Avro bölgesi dışındaki birçok üye ülke düşük teknolojili katma değeri düşük ürünler ihraç etmektedir. Dolayısıyla, Almanya'nın AB'nin ULC'ye dayalı rekabet politikalarında referans noktası alınması diğer ülkeler üzerinde büyük sorunlar yaratabilecektir.[288] Ayrıca, Pakt'ın kurallarına uyulmaması halinde bir yaptırım mekanizması öngörülmemesi de önemli bir eksikliktir.

[287] Jesus FELIPE ve Utsav KUMAR, **Do Some Countries In The Eurozone Need An Internal Devaluation? A Reassessment of What Unit Labor Costs Mean**, 31 March 2011, http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6299, erişim tarihi 02.02.2013.

[288] Daniel DAIANU, **Euro Zone Crisis and EU Governance: Tacckling aFlawed Design and Inadequate Policy Arrangements**, CASE Network Studies & Analyses No.433, Warsaw, 2012.

V. AB MALİ YARDIM MEKANİZMALARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Borç kriziyle birlikte, krizdeki ülkeler piyasalardan borçlanamaz ve mevcut borçlarını ödeyemez duruma gelmişlerdir. Krizdeki bu ülkelerin tekrar piyasalardan borçlanabilir duruma gelebilmeleri için gerekli desteklerin sağlanması elzem olmuştur. Dolayısıyla, AB düzeyinde oluşturulan mali yardım mekanizmaları kaçınılmaz bir sürecin sonucudur. Aşağıdaki tabloda bu mekanizmaların önemli özellikleri karşılaştırmalı olarak yer almaktadır.

Tablo-14: AB'de Mali Yardım Mekanizmalarının Temel Özellikleri

	GLF	**EFSM**	**EFSF**	**ESM**
Yasal/kurumsal yapı	Hükümetler arası antlaşma	AB mekanizması	Özel şirket	Hükümetler arası kurum
Sermaye yapısı	Yok. Avrupa Komisyonu tarafından oluşturulan kredi havuzu	AB bütçesi garantisi	Avro bölgesi ülkeleri garantisi	80 milyar € ödenmiş sermaye, 620 milyar € çağrılabilir sermaye
Borç verme kapasitesi	80 milyar €	60 milyar €	440 milyar €	500 milyar €
Yararlanan	Yunanistan	AB ülkeleri	Avro bölgesi ülkeleri	Avro bölgesi ülkeleri
Araçlar	Kredi	Kredi, kredi limiti	Borç, birinci ve ikinci piyasalarda tahvil alımı	Borç, birinci ve ikinci piyasalarda tahvil alımı
Süre	7,5 yıl içinde ödenecek kredi	Haziran 2013 sonuna kadar	Haziran 2013 sonuna kadar	Kalıcı
Karar verici organlar	Eurogrup	Ecofin Konseyi	Eurogrup/EFSF Yönetim Kurulu	Eurogrup/ESM Guvernörler ve Yönetim Kurulu
Yasal dayanak	Hükümetler arası karar ve ABİHA md. 136	ABİHA md. 122'ne dayalı Konsey kararı	Hükümetler arası karar	Düzeltilmiş ABİHA md. 122'ye istinaden hükümetler arası antlaşma
Kredi alacak statüsü	-	-	Diğer alacaklılarla aynı şekilde (Pari passu)	İmtiyazlı alacak statüsü (sadece IMF borçlarına göre öncelik yok)

Kaynak: ECB (b), 2011, s. 75.

Mali yardım mekanizmalarını ve diğer müdahale araçlarını krizi çözecek sihirli anahtar olarak görmek yanlış olacaktır. Zira bu mekanizmaların hem büyüklük hem de süreç olarak birikmiş problemleri bir anda çözmesi beklenemez. Yardım mekanizmalarının başarısı piyasanın bunların başarılı olacağına inanmasıyla doğru orantılıdır. Dolayısıyla bu önlemlerin ilk amacı, piyasa güvenini yeniden oluşturarak krizdeki ülkelerin piyasalara dönmelerini sağlamak ve çevre ülkelerin krizden çıkmak için gerekli reformları yapmalarında onlara zaman kazandırmaktır. Gelecekteki bir krizi önlemeye yetecek "büyüklükte" bir mekanizmanın oluşturulması da önemlidir.

Öncelikle şunu belirtmek gerekir ki; söz konusu yardım mekanizmaların oluşturulması zaman almış, krize karşı AB'den beklenen reaksiyon gecikmiştir. Bu durum da, oluşturulan yardım mekanizmalarının muhtemel olumlu etkilerini azaltmıştır. Bu gecikmenin sebebi olarak, her şeyden önce Antlaşmadaki kurtarma yapmama ilkesi gösterilebilir. Bu ilke nedeniyle ve sağlanacak yardımların faturasının nihayetinde başta Almanya olmak üzere, kuzey Avrupa'daki vergi mükellefleri tarafından finanse edileceği düşüncesi süreci yavaşlatmıştır. Dolayısıyla, özellikle Almanya'nın krizdeki ülkelere mali yardım sağlanması sürecindeki tutumu hem sürecin gecikmesi, hem de mali yardımların sağlandığı kurtarma paketlerinin sıkı kemer sıkma politikalarına bağlanması sonucunu doğurmuştur.

Ayrıca, gerek Yunanistan'a yönelik ilk yardım paketi, gerek EFSM, gerek EFSF geçici birer mekanizma olarak düşünülmüş ve krizin sadece çevre ülkelerle sınırlı kalacağı varsayımına dayanmıştır. Bunun sonucu olarak da yardım tutarlarının miktarı beklenenin altında kalmıştır. Diğer bir ifadeyle, mali yardımlar hem gecikmiş hem de çok küçük tutarda (too late too little) olmuştur.

Tablo-15: Krizdeki Ülkelere Sağlanmış Olan Yardımlar (Milyar Avro)

	IMF	**Kredi**	**BoP**	**GLF**	**EFSM**	**EFSF**	**ESM**	**Toplam**
Yunanistan	48,1			52,9		144,6		245,6
İrlanda	22,5	4,8			22,5	17,7		67,5
Portekiz	26				26	26		78
İspanya							41,4	41,4
Toplam	**96,6**	**4,8**		**52,9**	**48,5**	**188,3**	**41,4**	**432,5**

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

EFSF'nin kendisi de krizin yayılmasına katkıda bulunmuştur. İlk olarak, EFSF bir ülkenin probleminin ortak bir problem olmasına yol açmıştır. EFSF yüksek maliyetler nedeniyle piyasalardan borçlanamayan ülkelere ortak bir fon yardımıyla yardım etmek amacıyla oluşturulmuştur. Bu durum ise "bir Avro bölgesi ülkesinin finansman ihtiyacı diğer ülkelerce karşılanır" mesajını vermiştir. Eğer bu ihtiyaç büyükse bütün Avro bölgesi sürdürülemez borçlanma ihtiyacıyla karşı karşıya demektir. Dolayısıyla, piyasalar EFSF garantörlüğü nedeniyle hangi ülkenin sırada olduğunu sormaya başlamıştır.[289] İkinci olarak, EFSF de facto bir Eurobond olmuştur. Bütün bir Avro bölgesi bir üye ülkeye fon sağlamak için borçlanmaktadır. EFSF'nin yapısı onu domino etkisine açık hale getirmiştir. Çünkü EFSF kuralları gereği, kendisi finansal sıkıntıya düşen ve yardım talep eden ülke EFSF garantörlüğünden çekilebilir. Dolayısıyla EFSF'den yardım talep eden ülke sayısı arttıkça merkezdeki ülkeler üzerine düşen yük daha da artacak ve bu ülkeleri de krize karşı savunmasız bırakabilecektir.[290]

ESM'ye ilişkin olarak, sürekli bir mali yardım mekanizmasının oluşturulması gelecekteki bir krizi önlemede önemlidir. ESM'den sağlanacak yardımın mali sıkılaştırma antlaşmasının (TSCG) onaylanması şartına bağlanması da mali disiplini sağlama adına olumlu bir gelişmedir. Ayrıca mekanizmada özel sektör katılımının öngörülmesi, krizdeki ülkelerin borçlarını yeniden yapılandırmaları durumunda mali yükün tamamının Avro bölgesindeki vergi mükelleflerine yüklenmemesi ve özel sektörün de üzerine düşen yükü üstlenmesi açısından önemlidir. EFSF'den farklı olarak ESM ülkelerinin garantörlükten çekilme imkânının olmaması da yukarıda açıklanan olumsuzluğu azaltacaktır. Bununla birlikte, oluşturulan mekanizmanın büyüklüğü yeterince tatminkâr değildir. Zira krizin daha da yayılarak merkezdeki büyük ekonomilere ulaşması halinde ESM'nin kapasitesinin yetersiz kalması sürpriz olmayacaktır.

[289] Charles WYPLOSZ (b), "The ECB, the EFSF (and the ESM)", **The ECB, the EFSF and the ESM - Roles, Relationships and Challenges,** Monetary Dialogue Compilation of Notes, December 2011, s. 12.
[290] Daniel GROS ve Thomas MAYER, **What To Do When The Euro Crisis Reaches The Core?**, CEPS Commentary, 11 August 2011, s. 2.

ESM'yi kurmaya yönelik ABİHA'nın 136. maddesinde değişiklik yapmayı öngören 25 Mart 2011 tarihli Avrupa Konseyi kararının[291] geçerli ve ESM Antlaşmasının AB mevzuatıyla uyumlu olup olmadığına ilişkin açılan davada ABAD, söz konusu değişikliğin AB'nin yetki alanını genişletmediğini ve kararın yasal olduğunu, hükümetler arası ESM Antlaşmasının AB mevzuatını ihlal etmediğini, dolayısıyla üye ülkelerin ESM Antlaşmasına ABİHA'da değişiklik yapan düzenlemenin onaylanmasından önce katılabileceklerini, EFSF/EFSM'nin yerini alacak ESM'nin benzer araçlar içerebileceği yönünde karar vermiştir. Aynı kararda ABAD, ESM gibi bir mekanizmaya katılan ülkelerin yardım alan ülkelerin sorumluklarını üstlenmeyeceklerini, dolayısıyla ESM'nin Antlaşmadaki kurtarma yapamama ilkesini ihlal etmediği sonucuna varmıştır.[292]

VI. AB'DE FİNANSAL İSTİKRARI SAĞLAMAYA YÖNELİK YAPILAN DİĞER ÖNERİLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ

A. AB'de Ortak Tahvil İhracına İlişkin Önerilerin Değerlendirilmesi

Borç krizinin ortaya çıkmasıyla birlikte, Avro bölgesinde ortak tahvil (Eurobonds) ihraç edilmesine ilişkin çeşitli görüşler ortaya atılmış, Avrupa Komisyonu da hazırladığı yeşil belge ile Avro bölgesinde ortak tahvil (Stability Bonds) ihraç edilmesi yönünde çalışmaları başlatmıştır.

Ortak tahvil ihracı çeşitli amaçlara hizmet etmektedir. Borçlanan ülke açısından, hem öngörülebilirlik hem de borcun sürdürülebilirliğini tehdit edebilecek faiz ve likidite şoklarına karşı sigorta sağlar. Borç verenler açısından ise, istikrar ve likiditenin artırılması ve ödenmeme riskinin azaltılmasını sağlar. Ancak, yakın zamandaki tartışmalar, sadece söz konusu teşvik ve uygun finansal risk paylaşma mekanizmaları gibi uzun dönemli kaygılardan değil, aynı zamanda finansal piyasaların bir an önce yatıştırılması, kredi risk primlerinin düşürülmesi ve ülkelerin

[291] European Council Decision of 25 March 2011 amending Article 136 of the Treaty on the Functioning of the European Union with regard to a stability mechanism for Member States whose currency is the Euro (2011/199/EU), http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:091:0001:0002:EN:PDF, erişim tarihi 02.03.2013.

[292] ECJ, Judgment of the Court, 27 November 2012, Pringle, Case C-370/12, http://curia.europa.eu/juris/celex.jsf?celex=62012CJ0370&lang1=en&type=NOT&ancre=, erişim tarihi 22.02.2013.

borç dinamik görüntülerinin iyileştirilmesi gibi nedenlerden de kaynaklanmaktadır.[293] Diğer bir ifade ile ortak tahvil ihracı krizdeki ülkelerin likidite ve temerrüt sorunlarını aşmak üzere önerilmektedir.

Ortak tahvil ihracının aşağıdaki avantajları bulunmaktadır.[294]

1. Bugün Avro bölgesinde yaşanan problemleri yatıştırabilir. Yaşanan süreçte, krizin nedenlerinden bir tanesi bazı ülkelerin borçlarını ödeyemeyeceği yönündeki psikolojik faktörler nedeniyle yüksek faiz oranları talep edilmesi olduğundan, bütün Avro ülkelerinin garantör olduğu bir ortak tahvil ihracı bu endişeleri yatıştırabilir.

2. Ortak tahvil ihracı yüksek faizle borçlanan ülkelerin düşen faizlerin etkisiyle borçlanma maliyetlerini düşüreceğinden bütçe açıkları ve borçların sürdürülebilirliğini olumlu etkileyecektir. Bu sayede bu ülkelere yönelik görünümler olumluya dönecek ve kredi ratingleri artabilecektir.

3. Çevre ülkelerin uyguladıkları kemer sıkma politikalarının gevşetilmesine, böylece ekonomik durgunluk riskinin azaltılmasına ve büyümenin teşvik edilmesine yardımcı olacaktır.

4. Avrupa sermaye piyasalarının parçalı yapısının azaltılarak, tek bir Avrupa tahvil piyasasının oluşturulmasına zemin hazırlayacaktır. Bu da Avrupa tahvil piyasasının derinlik, büyüklük ve likidite açısından derinleşmesine ve yatırımların artmasına yardım edecektir. Böylece Avro'nun uluslararası rezerv para olma özelliği pekişecektir.

5. Avro bölgesinde sağlıklı işleyen, derinliği, likidesi ve genişliği olan bir tahvil piyasası yatırımcıların sadece yatırım veya ihtiyat saikiyle değil, aynı zamanda ödeme ve işlem yapma amacıyla da Avro'ya olan taleplerini artıracaktır. Bu ise Avro bölgesinin senyoranj gelirini artıracaktır.

6. Ortak tahvil ihracı Avrupa bankalarını da olumlu etkileyecektir. Krizdeki ülkelerin riskli tahvillerinin büyük kısmının yine bölge ülkeleri bankalarının elinde olduğu düşünülürse, bu ülkelerin borçlarını ödeyememeleri veya yeniden yapılandırmaları banka bilançoları üzerinde ciddi tahribat yapmıştır.

---

[293] Stijn CLAESSENS, Ashoka MODY ve Shahin VALLÉE, **Paths to Eurobonds**, IMF Working Paper, WP/12/172, July 2012, s. 5.

[294] Kenneth MATZIORINIS, **Is the 'Euro Bond' the Answer to the Euro Sovereign Debt Crisis? What Outcome Can Investors Expect out of Europe?**, McGill University School of Continuing Studies, December 2011, s. 17-19.

Dolayısıyla, bankaların bilançolarına girecek olan Eurobond'lar hem banka bilançolarının ve sermayelerinin kalitesini, hem de bilançoları düzelen bankaların ratinglerini, ortak tahvil ihracının ülke ratinglerini olumlu etkilemesinin katkısıyla artıracaktır.

7. Ortak tahvil ihracı, gelecekte ortaya çıkabilecek finansal krizlere karşı finansal sistemin dayanıklılığını artıracaktır.

8. Ortak tahvil ihracı, EPB'de para politikası kararlarının etkinliğini de artıracaktır. Likit bir piyasa ve düşük faiz oranları para politika kararlarının piyasaya daha rahat aktarılmasına yardımcı olacaktır.

Yukarıda belirtilen avantajların yanında, ortak tahvil ihracı beraberinde aşağıdaki bazı dezavantajları da getirmektedir.

1. İlk olarak, ortak tahvil ihracı, oldukça düşük faiz oranlarında borçlanma imkânı olan Almanya gibi ülkelerin daha yüksek oranlarda borçlanmasına yol açabilir. Bu ise bir yeniden dağıtım etkisi yapacaktır. Yani Almanya, Fransa gibi ülke vatandaşları, diğer ülkelerin daha uygun şartlarda borçlanabilmeleri için daha fazla vergi ödeyerek daha fazla fedakârlık yapacaktır.[295]

2. Ortak tahvil ihracı Avro bölgesindeki ülkeler arasındaki faiz spreadlerinin Avro'nun hayata geçtiği yıllarda olduğu gibi yeniden azalmasına yol açacaktır. Borçlanılarak toplanan fonların, kriz öncesi dönemde olduğu gibi, popülist politikaların, tüketimin veya verimsiz yatırımların finansmanında kullanılması yeni krizlere neden olabilecektir. Diğer bir ifadeyle geçmişteki hataların yapılacağı zemin hazırlanabilecektir.

3. Ortak tahvil ihracı, sağlanacak garanti türüne göre Antlaşma değişikliği gerektirebilir. Böyle bir değişiklik üye ülkeler arasında siyasi tartışmaların ve çeşitli pazarlıkların yapıldığı bir ortam oluşturabilir. Bu durum ise ortak tahvil ihracının kredibilitesinin sorgulanmasına ve ülkelere başka tavizler verilmesine yol açabilir.

4. Ortak tahvil ihracı, krizdeki ülkelerin finansman bulmalarına yardım edeceğinden, bu ülkelerin hak ettikleri faturaları ödemeden krizden çıkacakları yönünde bir ilüzyona kapılmalarına neden olabilir.[296] Bu durum, bu ülkelerin

[295] MATZIORINIS, 2011, s. 20.
[296] Otmar ISSING, "Why A Common Eurozone Bond Isn't Such A Good Idea", **Europe's World,** Summer 2009, s. 79.

yapmaları gereken temel reformları ve uyguladıkları politika tedbirlerini layıkıyla yapmamalarına yol açabilir.

5. Ortak tahvil ihracının en önemli dezavantajı ise yukarıdaki birçok olumsuz noktayı da içeren ahlaki tehlikeyi (moral hazard) artıracak olmasıdır. Krizdeki ülkelerin, nasıl olsa ortak tahviller aracılığıyla düşük faizli borçlanma yapabildiğini düşünmesi, bu ülkelerin bütçe disiplininin bozulmasına, kamu borçlarının artmasına yol açacaktır. Bu sorunların artması merkezdeki diğer ülkeler üzerindeki baskıyı artıracak, nihayetinde ortak tahvil ihracının başarısızlığına yol açacaktır.[297]

Görüldüğü üzere, ortak tahvil ihracı birçok olumlu ve olumsuz yön içermektedir. Her şeyden önce başarı piyasaların ortak tahvile olan güvenine ve başarısına olan inancına bağlıdır. Bu inanç da sağlanacak garanti veya teminatla doğru orantılıdır. Garanti ve teminat arttıkça da ahlaki tehlike riski artmaktadır. Dolayısıyla, ahlaki tehlike ile sağlanacak garanti arasında optimum bir dengenin kurulması gerekmektedir.

Ahlaki tehlikeyi azaltacak çeşitli formüller uygulanabilir. Örneğin, ortak tahvil ihracıyla toplanan fonlar ülkelere aktarılırken, ülkelerin kredi risklerindeki farklılıkları yansıtacak şekilde bütçe açığı, Kamu Borcu/GSYİH oranı, bireysel ratingler veya benzer vadeli ülke tahvillerinin piyasa faiz oranları gibi göstergeleri dikkate alan bir mekanizma kullanılabilir. Bu sayede, merkezdeki ülke vatandaşlarının çevre ülkeleri finanse ettikleri yönündeki endişeler de giderilebilir.

Ayrıca, ortak tahvil ihracının başarılı olması üye ülkelerde mali disiplinin sağlanmasına da bağlıdır. Bu ise maliye politikalarında mevcut SGP kurallarının ötesinde bir koordinasyonun sağlanmasını, hatta bazı alanlarda ulusal yetkilerin devredilmesini gerektirmektedir. Bu anlamda, Komisyon tarafından önerilen ikili paketin (two pack) bir an önce yasalaşıp hayata geçirilmesi önemlidir. Ülkeler arasında mali koordinasyonun artırılması için ortak tahvil ihracından yararlanmak belli mali reformların yapılması şartına bağlanabilir. Dolayısıyla ortak tahvil ihracı EPB'nin mali birlik olması yönünde önemli bir adımdır.

Ortak tahvil ihracında bazı teknik ayrıntıların da açıklığa kavuşturulması gerekmektedir. Bunlardan en önemlisi, ihracın merkezi bir borç yönetim ofisi

[297] MATZIORINIS, 2011, s. 21.

aracılığıyla mı yapılacağı, yoksa üye ülkeler tarafından mı yapılacağı konusudur. Merkezi olmayan bir sistemde, ihraçların standart koşul ve süreçlerde olması gerekmez, ancak ülkeler arasında yüksek derecede koordinasyon şarttır. Merkezi sistemde ise yüksek bir koordinasyona ihtiyaç duyulmazken ihracın planlanabilmesi için üye ülkeler arasında detaylı ve güvenilir bilgi paylaşımının olması gerekir. Borç yönetim ofisi olarak da, Avrupa Komisyonu veya EFSF/ESM kullanılabilir veya yeni bir kurum oluşturulabilir. Söz konusu merkezi ofis, kendisi tahvil ihraç edip üye ülkelere borç verebileceği gibi birincil piyasadan ülke tahvillerini de satın alabilir.[298]

Diğer bir konu da ESM ile olan ilişkidir. ESM operasyonları ile ortak tahvil ihracı birçok açıdan benzerlik göstermektedir. Zira ESM tarafından ihraç edilen tahviller de üye ülkelerin garantörlüğünde ihraç edilen "Eurobonds" niteliğinde tahvillerdir. Bu ikisi arasında iki temel fark bulunmaktadır. İlk olarak ESM genel olarak mali sıkıntıdaki belirli sayıda ülkeye yönelik iken, merkezi ortak tahvil ihracı sistem olarak bütün Avro bölgesi ülkelerini kapsamaktadır. İkinci olarak, ortak tahvil ihracında üye ülkelerin sağladıkları garanti (garantinin türüne göre değişmekle birlikte) ESM'ye göre daha güçlüdür ve daha fazla ihraç yapmaya müsaittir.[299] Dolayısıyla, Avro bölgesi için merkezi bir borç yönetim ofisi ile ESM arasında görev paylaşımının tanımlanmasını gerekmektedir. Bu konuda iki temel görüş benimsenebilir: Ortak tahvil ihracının olduğu bir ortamda ESM'ye gerek olmadığı veya ESM'nin acil finansman ihtiyacı durumunda kullanılabilmesi için varlığını sürdürmesi. Hangi seçeneğin seçileceği ortak tahvil ihracının türüne bağlı olacaktır. Örneğin Komisyon'un önerilerinden birinci seçenekte ESM gereksiz kalırken, ikinci ve üçüncü seçenekte bu durum o kadar net değildir.[300]

Ortak tahvil ihracının yapılmasına dayanak olacak yasal ortamın hazırlanması konusu da netleştirilmelidir. AB Antlaşmalarının hiçbirisi ortak tahvil ihracını düzenleyen doğrudan bir hüküm içermemektedir. Ancak, ABİHA'nın 352. maddesindeki "esneklik ilkesi"[301] buna imkân kılmaktadır. Bununla birlikte 125.

---

[298] EC (h), 2011, s. 24.

[299] Xavier Vanden BOSCH, **Preventing The Rise Of Sovereign Borrowing Costs In The Eurozone: What Can The ESM And The ECB Achieve?**, EGMONT Paper 56, November 2012, s. 43.

[300] EC (h), 2011, s. 25.

[301] **ABİHA md. 352/1:** Antlaşmalar'da belirtilen amaçlardan birinin gerçekleştirilmesi için, Antlaşmalar'da tanımlanan politikalar çerçevesinde, Birliğin bir eylemde bulunması gerekirse ve Antlaşmalar'da bu eylem için gerekli yetkiler öngörülmemişse, Konsey, Komisyon'un önerisi üzerine ve Avrupa Parlamentosu'nun muvafakatini aldıktan sonra, oybirliğiyle hareket ederek uygun tedbirleri

maddedeki kurtarma yapmama ilkesi, müşterek ve müteselsil sorumluluk gerektiren bir ortak tahvil ihracına engeldir. Dolayısıyla, bu yönde bir ortak tahvil ihraç sisteminin oluşturulması Antlaşma değişikliğini gerektirmektedir. Söz konusu değişiklik yapılsa bile ortak tahvil ihracını ve detaylarını düzenleyen bir AB mevzuatı bulunmamaktadır. Dolayısıyla, söz konusu ikincil mevzuatın da oluşturulması gerekmektedir.

Ortak tahvil ihracı, özellikle merkezi bir ofis tarafından gerçekleştirilmesi halinde, AB'ndeki demokrasi açığının artmasına da yol açabilir. Çünkü ihraç süreci ağırlıklı olarak AB bürokratları tarafından yönetilecek olup, süreçte AB vatandaşlarının temsili minimum düzeyde kalacaktır. Dolayısıyla, danışma kurulu şeklinde de olsa AP temsilcilerinin sürece katılması ortak tahvil ihracının demokratik meşruiyetini artıracaktır.

Sonuç olarak, Avro bölgesinde ortak tahvil ihracı, beraberinde getirdiği olumsuzlukları giderecek yeterli tedbirlerin alınması şartıyla, borç krizinin aşılmasında Avro bölgesi ülkelerine yardım eden, ülkeler arasında daha sıkı politika koordinasyonu veya yakınlaşmasını sağlayarak Avrupa entegrasyonun derinleşmesine hizmet eden ve mali birlik yolunda atılmış önemli bir adım olarak değerlendirilmelidir.

B. Avrupa Para Fonu Oluşturulmasına İlişkin Önerinin Değerlendirilmesi

Avrupa Para Fonu (EMF) hem krizdeki ülkelere fon sağlama imkânı sağlama hem de sağlanan yardımlara rağmen finansal istikrarını sağlayamayacak ülkelerin son çare olarak kontrollü bir şekilde temerrüdünün veya borçlarının yapılandırılmasının sağlanması fikrine dayanmaktadır.

EMF ülkelerin ekonomi politikalarının denetimini yapması, kriz dönemlerinde sıkı politika koşulları altında finansal destek sağlaması ve politika uygulamalarının emsal değerlendirmesi ve kontrolünü (peer assessment and peer control) yapması açısından IMF'ye benzemektedir. Diğer taraftan üye ülkelere son

---

alır. Söz konusu tedbirlerin Konsey tarafından özel yasama usulü uyarınca kabul edilmesi durumunda da, Konsey, Komisyon'un önerisi üzerine ve Avrupa Parlamentosu'nun muvafakatini aldıktan sonra oybirliğiyle hareket eder.

kredi merci görevi üstlenmesi, ekonomi politika kararlarının bağlayıcı olması, kararlarına uyulmaması halinde cezai yaptırımlar uygulaması ve Avro bölgesi ülkeleri için maliye ve para politikalarının koordinasyonunu sağlayan bir platform olması açısından IMF'den ayrılmaktadır.[302]

Borç krizine karşı kalıcı bir mekanizma olarak önerilen EMF, ortak tahvil ihracı yoluyla finansal sıkıntıdaki ülkelere belli koşullarda kaynak sağlaması açısından EFSF/ESM'ye benzerlik göstermektedir. Ancak EMF, yüksek kamu borcu ve bütçe açığına sahip ülkelerce finanse edilmesi yönüyle hem EFSF/ESM'den ayrılmakta, hem de daha sıkı kamu maliyesine sahip olmaları için Fon'dan yararlanacak ülkeler üzerinde daha güçlü baskı oluşturmaktadır.

EMF'nin borç krizinin çözümüne yönelik yapılmış diğer bütün önerilerden farkı ise gerekli finansal disiplini sağla(ya)mayan ülkelerin sistemli bir şekilde temerrüde düşmelerini düzenlemesidir. Bu sayede finansal sıkıntıya düşüp de mali yardım talep eden bir ülke için söz konusu olabilecek ahlaki tehlike riski azaltılacak, belki de minimize edilecektir. Ayrıca ekonomik açıdan gerçekten temmerrüde düşmesi gereken bir ülkenin olması durumunda, sistemli temerrüt piyasaların minimum hasarla bu süreci atlatmasına yardım edecektir. Sistemli temerrüdün sağlayacağı diğer bir fayda da krizin yayılma etkisini azaltmasıdır. Borç tıraşlamasının ilgili ülkenin GSYİH'nın % 60'ına kadar yapılacak olması, yeniden yapılandırılan tahvillerin ikincil piyasalarda işlem görmeye devam edeceği mesajını verip piyasada kaosun oluşmasını önleyecektir.[303] Diğer bir ifadeyle, EMF'nin varlığı bir ülkenin tahvillerini satın alan yatırımcılara kayıplarının en fazla ilgili ülkenin GSYİH'nın % 60'ına kadar olabileceği garantisi verecektir.

EMF'nin borç yeniden yapılandırması karşılığında, borcu yeniden yapılandırılan ülkenin gelirlerinin EMF'nin belirleyeceği alanlarda kullanılacak olması, ulusal egemenlik hakkını ihlal edecek olsa da, tüm bölgenin istikrarını sağlamada ve geçiş sürecinin minimum hasarla atlatılmasında önemlidir. Bu noktada oluşabilecek bir demokrasi açığı eleştirisine karşı, AP'nin danışma komitesi şeklinde bir mekanizma ile temerrüt sürecine dâhil edilmesi faydalı olabilir.

---

[302] Thomas MAYER, "The Case for a European Monetary Fund", **Intereconomics**, Vol. 44, No. 3, 2009, s. 140.

[303] Ansgar BELKE, **Reinforcing EU Governance in Times of Crisis: The Commission Proposals and Beyond,** European Parliament Note, Brussels, November, 2010, s. 13.

EMF'ye getirilebilecek bir diğer eleştiri yine önerilen sistemli temerrüde ilişkindir. Finansal sıkıntıdaki bir ülke için EMF müdahalesinin ilk aşamasının yeterli olmayıp ikinci aşamaya geçilmesi, piyasalarda bu ülkenin temerrüde düşeceği yönünde bir işaret olarak algılanıp spekülasyona neden olabilir. Böyle bir durum ise amaçlananın tam tersi bir sonuç doğurabilir. Piyasada ilgili ülkenin temerrüde düşeceği yönündeki ciddi bir beklenti gerçekten bu ülkeyi temerrüde sürükleyebilir.

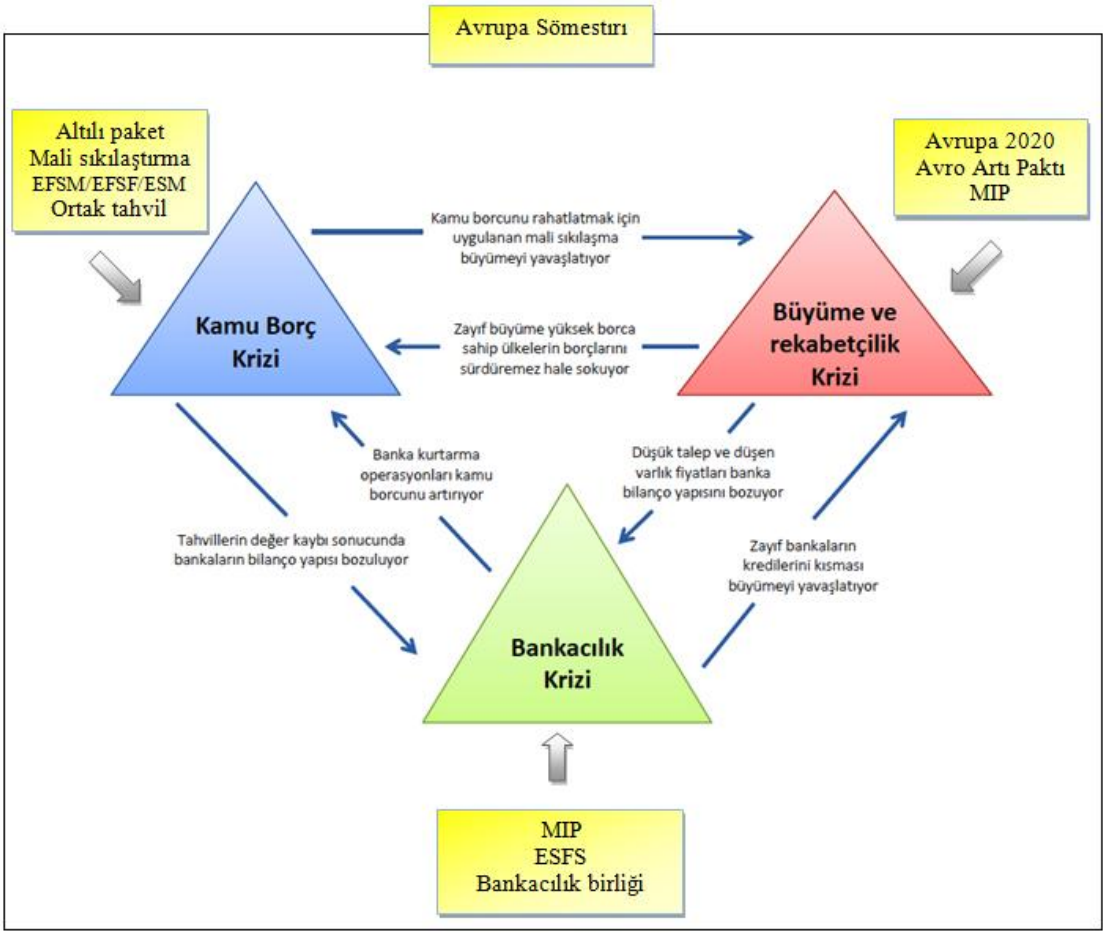
EMF fikrinin hayata geçirilmesinde önemli bir faktör, bu oluşumun IMF'ye alternatif olarak görülmemesidir. Her ne kadar EMF'nin oluşturulması IMF'nin Avrupa ofisini zayıflatacaksa da, IMF ve EMF aynı anda faaliyette bulunabilirler.[304]

VII. GENEL DEĞERLENDİRME

Avrupa ülkeleri gerek bireysel olarak uyguladıkları kemer sıkma politikaları, gerek AB ve Avro bölgesi düzeyinde aldıkları tedbirler ile içinde bulundukları ekonomik krizi aşmak için büyük çaba sarfetmektedirler. Ülke düzeyinde uygulanan politikalar krize zemin hazırlayan makroekonomik dengesizlikleri azaltmaya ve mali disiplini sağlamaya yönelik olmuştur. AB/Avro bölgesi düzeyinde alınan tedbirler ise kamu borcu, bankacılık, rekabet ve büyüme krizinin bileşkesi olan krizi aşmaya ve benzer krizleri tekrar yaşamamaya yönelik tedbirlerdir.

[304] BELKE, 2010, s. 18.

Şekil-9: Avro Bölgesindeki Kriz ve Krize Karşı Alınan Tedbirler



Kaynak: SHAMBAUGH, 2012, s. 47, Şekil-2'den yararlanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Krizi aşmaya yönelik olarak alınan tedbirler, Avro bölgesinde ve AB'de ekonomik istikrarı yeniden sağlamak için gerekli ama yeterli olmayan adımlar olup, uzun vadede benzer ekonomik krizlerle karşılaşılmaması için EPB'ye dâhil olan ülkelerde mali disiplin artırılmalı, hatta EPB mali bir birliğe dönüşmelidir.

SONUÇ

Avro'nun yürürlüğe girmesiyle birlikte AB üyesi ülkelerin bir kısmı ortak para biriminin kullanıldığı bir EPB oluşturmuşlardır. EPB'ye dâhil olan ülkeler, bu birliğin "parasal" sütununda ulusal yetkilerini uluslarüstü bir kurum olan Avrupa Merkez Bankası'na devrederek bölge içinde tek bir para ve döviz kuru politikası uygulanmasını mümkün kılmışlardır. Fakat EPB'nin "ekonomik" sütununda aynı durum söz konusu olmamış, EPB düzeyinde belirlenen maliye ve sosyal politikalar söz konusu olmayıp her bir ülke bağımsız politikalarını uygulamaya devam etmiştir. Oluşturulan çeşitli araçlarla üye ülkelerin uyguladıkları ekonomi politikaları arasında koordinasyon sağlanmaya çalışılmıştır.

Küresel finansal krize kadar, EPB'de ekonomi yönetimine ilişkin kural ve müesseseler çok az değişikliğe uğramış olmakla birlikte büyük bir krizle de karşılaşılmamıştır. Bununla birlikte, önce küresel finansal kriz, ardından Yunanistan'da başlayıp diğer Avro bölgesinin diğer ülkelerine yayılan borç krizi ile birlikte ilk ciddi sınavını veren EPB ve AB'ye dâhil ülkeler bu sınavda başarılı olamamışlardır. Borç krizi, sadece EPB'nin tasarımında yapılan eksiklikleri ortaya koymakla kalmamış, aynı zamanda üye ülkeler arasındaki ekonomik ve siyasi farklılıkları da gün yüzüne çıkarmıştır.

Bugün Avro bölgesinde yaşanan kriz sadece kamu harcamalarının artışından kaynaklanan salt bir borç krizi olmayıp aynı zamanda bir bankacılık, rekabet ve büyüme krizidir. Krizin oluşmasında ve yayılmasında, krizi en derinden yaşayan ülkelerdeki ekonomik dengesizlikler kadar sistemik nedenler de etkilidir.

Bu sistemik nedenlere bakıldığında, bunların büyük çoğunluğunun EPB'nin yapısından kaynaklandığı görülmektedir. Her şeyden önce, EPB'ye katılma kriterleri reel bir takım kriterler olmaktan ziyade nominal göstergelere dayanan bazı kriterlerden oluşmaktaydı ve bu kriterlere uyulması bölgeye dâhil olan ülkelerin ekonomilerinin yakınlaştığı anlamına gelmemekteydi. Zira EPB, ekonomi literatüründe parasal birlikleri inceleyen optimum para alanı teorisine uygun olarak oluşturulmuş bir parasal birlik olmamıştır. Diğer taraftan, EPB oluşturulurken ve sonrasında, bölgeye dâhil olan ülkelerin bir kısmı EPB'ye dâhil olmak için gerekli olan şartları tam anlamıyla sağlamaktan uzak olmuşlardır. Ayrıca, EPB içerisinde tek bir para ve döviz kuru politikası uygulanırken ülkelerin uyguladıkları bağımsız

ekonomi politikaları arasında öngörülen koordinasyon sağlanamamıştır. Bu gelişmeler sonucunda, EPB'ye dâhil olan ülkeler arasında merkez-çevre ülke ayırımı oluşmuş; sürekli olarak cari fazla veren merkez ülkeler rekabet gücü aşınmış olan ve yapısal cari açıklar veren çevre ülkeleri finanse eder hale gelmiştir. Dolayısıyla, çevre ülkeler hem bütçe açıklarının hem de cari açığın olduğu "ikiz açık (twin deficits)" veren ülkeler haline gelmiştir. Diğer taraftan, EPB'nin oluşturulması sonrasında piyasalar ülkeler arasındaki farklılıkları görmezden gelerek bütün ülkeleri Almanya'nın risk primiyle fiyatlandırmış; bunun sonucunda faizler bütün Avro bölgesi ülkelerinde Almanya'daki faiz oranlarına yakınsayarak düşmüştür. Düşen faizler ise çevre ülkelerde özel sektör veya kamu harcamalarının artarak yurt içi talebin patlamasına yol açmıştır. Artan bu yurt içi talep ise yurt dışından borçlanılarak finanse edilmiştir. Dolayısıyla, çevre ülkelerde gerek kamu gerek özel sektörün dış borçları artmıştır.

EPB'nin yapısından kaynaklanan bu sebeplerin yanında, AB'de finansal sistemde bankaların büyük bir ağırlığa sahip olması ve bölgedeki bankaların bilançolarında, başta çevre ülkelere ait olanlar olmak üzere, devlet tahvillerinin büyük bir yer tutması, hem devlet ve bankacılık sisteminin birbirine girift bir hal alarak kamu borcu-banka borcu spiralinin oluşmasına, hem de bir ülkede başlayan bir finansal krizin diğer ülkelere yayılmasına neden olmuştur.

ABİHA'nın AMB'nin ve üye ülkelerin diğer üye ülkelerin finansal yükümlülüklerini üstlenmelerini yasaklayan hükümleri de çevre ülkeler de oluşan dengesizliklere AMB'nin ve diğer üye ülkelerin acil müdahalesini önlemiştir. Krize karşı alınacak tedbirler konusunda bölge ülkeleri arasındaki farklılıklar ve özellikle Almanya'nın katı kemer sıkma politikaları uygulanması yönündeki tutumu ile ortak tahvil ihracı, AMB'nin son kredi verme merci olması gibi tekliflere olan muhalefeti, krize karşı hızlı reaksiyon verilmesini geciktirerek krizin yayılmasına katkı sağladığı gibi bölge ülkelerinin ortak kaderi paylaştıklarına ilişkin inancını da kırmıştır.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının çevre ülkelerin notlandırılması konusundaki tutumları da krizin derinleşmesi ve yayılmasındaki diğer bir faktör olmuştur.

Bugün Avro bölgesinde yaşanan kriz sadece sistemik nedenlerden kaynaklanmayıp çevre ülkelerdeki makroekonomik dengesizlikler de bu krize zemin hazırlamıştır. Çevre ülkelerde görülen bu dengesizliklerin birçok ortak yanı olmakla

birlikte birbirinden farklı oldukları durumlar da mevcuttur. Krizin yaşandığı çevre ülkelerde görülen ortak nokta; düşen faizlerin ve bol likiditenin etkisiyle yurt içi tüketim ve yatırım harcamaları, dolayısıyla yurt içi talebin artması ve artan talebin ağırlıklı olarak yurt dışından borçlanılarak finanse edilmesidir. Yurt içi talep artışı, Portekiz ve Yunanistan'da ağırlıklı olarak kamu harcamaları ve yatırımlarının, diğer çevre ülkelerde ise özel harcamalar ve yatırmların artışından kaynaklanmıştır. İrlanda ve İspanya'da konut patlaması ve sonrasında bankacılık krizi borç krizinde önemli bir faktörken, Portekiz ve İtalya'da temel sorun düşük ekonomik büyüme ve düşük verimliliktir.

Avro bölgesinde yaşanan ekonomik kriz; borç krizi, bankacılık krizi, rekabet ve büyüme krizinin bir bileşkesidir. Dolayısıyla, alınan tedbirler bu krizler bileşkesine çözüm arayışını yansıtmaktadır. Bu kapsamda, AB/Avro bölgesi düzeyinde çok yönlü bir reform paketleri hazırlanmıştır. Bir yandan üye ülkelerde ekonomi yönetiminin iyileştirilmesi için altılı paket, ikili paket, mali sıkılaştırma antlaşması ile mali disiplin artırılmaya çalışılmış; makroekonomik dengesizlikler prosedürü uygulanmaya başlanmış ve Avrupa Sömestri yürürlüğe konmuştur. Diğer yandan, finansal sektörün denetimini artırmak için oluşturulan yeni kurumlarla AB düzeyinde makro ve mikro tedbirsel denetim yapılması için gerekli zemin hazırlanmıştır. Ayrıca, içinde bulundukları finansal sıkıntılar nedeniyle borçlarını ödemede veya çevirmede zorluk yaşayan ülkelere destek sağlamak için mali yardım mekanizmaları oluşturulmuştur. İlaveten, AB ülkelerinde düşük rekabet gücü ve büyüme sorununu çözmek için Avrupa 2020 Stratejisi ve Avro Pakt kabul edilmiştir. Avrupa Merkez Bankası da küresel finansal krizin başından beri sağladığı likidite desteği, uyguladığı geleneksel olmayan para politikası araçları ve üstlendiği yeni rollerle krize karşı mücadelede önemli görevler ifa etmiştir. Alınan bu tedbirlere ek olarak, Avro bölgesinde ortak tahvil ihraç edilmesi ve bankacılık birliği oluşturulması yolunda da ilk adımlar atılmıştır.

AB/Avro bölgesi düzeyinde alınan tedbirler, genel olarak, ekonomik bütünleşmenin artırılması yönünde adımlar olmuştur. Bu adımlar, EPB'nin ekonomik sütununda, üye ülkeler arasında daha fazla koordinasyon ve ulusal yetkilerin devri konusunda adımlar içermektedir. Ancak alınan tedbirler, eksikleri nedeniyle krizi yatıştırmada ve gelecekteki krizleri önlemede yeterli değildirler.

Herşeyden önce, bu tedbirler, üye ülkeler ve AB kurumları arasında yaşanan müzakereler nedeniyle uzun bir zaman dilimi içerisinde alınmış olup, krizi yatıştırmaya yönelik beklentileri karşılayacak büyüklük ve nitelikte olmamıştır. Dolayısıyla alınan tedbirler, genel olarak gecikmiş ve küçük adımlar olmuştur.

Tedbirlerin müzakereleri sırasında, merkez ülkelerin tutumları AB ülkeleri arasında ortak bir dayanışma ruhu olmadığını ortaya koymuş ve Avrupa ülkelerinin "Avrupa Birliği Projesi"ne olan inançları yara almıştır.

Diğer taraftan, ulusal parlamentolar ve Avrupa Parlementosu, tedbirlerin müzakerelerinde ve uygulanmalarının denetiminde yer almamış (veya asgari düzeyde gayrıresmi olarak yer almış); bu durum da demokrasi açığına neden olarak, Avrupalı teknotratların ve devlet başkanlarının kriz ülkeleri ile AB'nin ekonomik geleceğini şekillendirdiği görüntüsünün oluşmasına yol açmıştır.

Avrupa Merkez Bankası'nın aldığı para politikası tedbirlerine bakıldığında, AMB, küresel finansal krizle beraber geleneksel faiz oranı politikası etkisizleştiğinden, geleneksel olmayan para politikası araçlarını devreye sokmuş, bu araçları uygulamayı zaman içerisinde sona erdirmiştir. Söz konusu araçlar, borç krizinin baş göstermesiyle yeniden uygulanmaya başlamış, ancak bu araçlar yan etkilerini de göstermiştir. Herşeyden önce, bu araçların kullanılması, çevre ülkelerdeki bankaların Eurosistem'e bağımlı olmalarına ve piyasadan daha küçük kayıplarla elenmesi gereken sorunlu bankaların yaşatılarak krizin büyümesine yol açmıştır. İkinci olarak, AMB'nin uyguladığı SMP programının (üye ülkelerin tahvillerinin ikincil piyasadan alınması) geçici olması ve alımların büyük tutarda olmaması, programın olumlu etkilerinin kısa süreli ve sınırlı olmasına yol açmıştır. Üye ülkelerin tahvillerinin ikincil piyasadan alınmasının OMT programı ile kalıcı ve sınırsız hale getirilmesi ise AMB'nin son kredi merci fonksiyonunu üstlenerek, bölgenin yaklaşık 9 trilyon Avro'luk borç stoku ile uğraşması anlamına gelmektedir. Ayrıca, sınırı önceden belli olmayan bir alım taahhüdü, ülkeler için ahlaki tehlike sorunu doğurabilecektir. OMT'nin uygulanan ekonomik uyum programları ile ilişkilendirilmesi, ahlaki tehlike riskini azaltabilecek olsa da, uyum programına uy(a)mayan ülkelere OMT desteğinin çekilecek olması, bu ülkeleri daha da olumsuz etkileyecek olup krizin derinleşmesine yol açabilecektir. Ayrıca, OMT ile yüklü alım yapılması, enflasyon olmaması için büyük tutarda sterilzasyon yapılması anlamına gelmektedir. Enflasyon riski, siyasi kararlara da bağlı olduğundan, büyük OMT

operasyonları, AMB'yi Avrupalı siyasilerin güdümüne sokarak bağımsızlığını zedeleyebilecektir.

Ekonomi yönetimine ilişkin olarak alınan tedbirlere bakıldığında; mali disiplini artırmaya yönelik altılı paket ile SGP'nin güçlendirilmesi ve tersine nitelikli çoğunluk oylama sistemi ile karar alma ve uygulamada otomotikleşmenin sağlanması olumlu iken, mali düzenlemelerin otomatik özelliği yeterli değildir. Yeni oylama yöntemi, sadece bir ülkenin SGP'nin önleyici kolunda Konsey tavsiyelerine uyup uymadığının değerlendirilmesinde kullanılmakta olup, etkili politika tedbirleri alınması, aşırı açığın varlığı, yaptırım uygulanması gibi konularda Konsey'in nitelikli çoğunlukla karar alması devam etmektedir. Altılı pakette, kamu borcunun azaltılması konusundaki sayısal ölçü (Kamu borcunun GSYİH'nin % 60'ını aşan kısmın 1/20'si), söz konusu oranın sadece kamu harcamaları değil, nominal GSYİH büyümesi ve borç düzeyi ile bütçe arasındaki düzeltmeler (varlık satışı, kur değişmeleri gibi) tarafından da belirlenmesi ve bu faktörlerin dikkate alınmaması nedeniyle eksiktir. Ayrıca, kamu harcamaları ve bütçe açığının hesaplanmasında çok sayıda istisna uygulaması, mali disiplinin sağlanmasına ilişkin kuralların uygulanabilirliğini azaltmaktadır. Mali sıkılaştırma anlaşması ise mali disipline ilişkin yeni bir kural getirmeyip, mevcut düzenleme ve kuralları yinelemektedir. Ayrıca, bütün AB üyesi ülkeler tarafından onaylanmadığı için AB müktesebatının bir parçası olamamıştır.

Makroekonomik dengesizlikleri önlemeye yönelik tedbirlere bakıldığında, bu dengesizlikleri önceden tespit etmek amacıyla kullanılan Skorbord'da temel alınan ve ekonomi literatüründe kullanılan göstergeler, geçmişte yaşanan krizleri öngörmede başarılı olamamıştır. Dolayısıyla, gelecekteki bir krizin öngörülmesinde başarılı olacabileceği şüphelidir. Yeni oluşturulan gözetim yapısında siyasi bir organ olan Konsey'e geniş yetkiler verilmesi gözetim yapısını riske sokabilir. Aşırı dengesizlik prosedürünün etkinliği, üye ülkelerin Komisyon ve Konsey tarafından yapılan düzeltici tedbirlere ilişkin tavsiyeleri benimsemelerine bağlıdır. Dolayısıyla süreç, üye ülkelerin daha fazla bütünleşme lehine hareket etmelerine bağlıdır. Ülkeler kendilerini, ekonomilerindeki gelişmelerin yorumlanmasını Komisyon ve Konsey'e terk etmiş olarak düşünebilirler. Diğer taraftan, aşırı dengesizlik prosedürü (EIP) ile ESRB'nin birçok ortak noktası bulunmaktadır. Ortak noktalarda, EIP içinde

Komisyon ile ESRB arasında çıkabilecek görüş farklılıkları ve çatışma bu iki süreci ve uygulanacak yaptırımları olumsuz etkileyebilecektir.

Avrupa Sömestri, farklı takvim ve süreçte gelişen Avrupa 2020 Stratejisi, SGP çatısı altında mali gözetim, makroekonomik dengesizliklerin gözetilmesini aynı takvimde bir araya getirerek ekonomi politikalarının ex-ante koordinasyonu imkanını sağlamasına rağmen, Konsey'in ülkelere özgü belgelerde, Komisyon tarafından hazırlanan tavsiyeleri sulandırdığı ve yıllık büyüme anketinin bütünlüğünü zedelediği görülmüştür. Ayrıca Sömestır, bütçe gözetimine yoğunlaştığı için, Avrupa 2020 Stratejisindeki istihdam, araştırma harcamalarının artması, enerji verimliliğinin artırılması gibi amaçları desteklemekte başarısız kalmıştır. Diğer taraftan, Komisyon'un kararlarını uygulatabilme konusunda da eksiklik bulunmaktadır. Zira üye ülkelerin işbirliği yapmamaları durumunda bir yaptırım öngörülmemiş, bu durum da Komisyon'u danışma organı konumunda bırakmıştır. Sömestır'ın etkinliği üye ülkelerin süreci sahiplenmesine bağlı olup, şu eksikler bulunmaktadır: Hedef ve tavsiyeler ülkeler arasındaki yayılmayı rakamsal ve şeffaf olarak gösterecek şekilde gerekçelendirilmemiş, tavsiyeler ülkeler veya politika alanları arasında uygun bir öncelik sırası yapmamış, tavsiyelerin etkinliği (sürecin ex-ante olması nedeniyle) tahminlere bağımlı kalmıştır.

AB'de finansal denetimin artırılmasına yönelik oluşturulan yeni yapıya bakıldığında, oluşturulan denetim-gözetim otoritelerinin fiili denetim yapamadıkları, fiili denetimlerin de-facto olarak ulusal denetim otoritelerince yapıldığı görülmektedir. Bu durum, özellikle sınır ötesi denetimlerde, oluşturulan denetim heyetleri otoritelerinin yeterince etkin olmaması nedeniyle, mevcut problemlerin devam edeceğini göstermektedir. Ayrıca, yeni denetim otoritelerinin (ESRB ve ESAs) karar verici organları seçimle gelmediklerinden demokrasi açığı söz konusudur. ESRB'ye ilişkin olarak, ESRB'nin tavsiye ve uyarılarını muhataplarına uygulatma gücü bulunmamaktadır. Tavsiyelere ilişkin olarak benimsenen "uygula veya açıkla" ilkesi de tavsiyelerin uygulanmasını zorunlu kılmamaktadır. ESRB'nin başarısı yaptığı analizlerin kalitesine bağlıdır ve bu analizler hızlı ve sağlıklı bilgi edinilmesini gerektirmektedir. Oysa ESRB'nin bilgi almasında oldukça hiyerarşik bir sitem öngörülmüştür. Bu hiyerarşik sistemin hızlı işlemesi mümkün görünmemektedir. ESRB'nin karar alma süreci de oldukça hantal bir yapıdadır. En yüksek karar alma organı olan genel kurul 65 kişiden oluşmakta ve ağırlıklı olarak

merkez bankacılarından oluşmaktadır. Bu fazla sayı, nitelikli oy gerektiren kararların alınmasını zorlaştırıp daha yüksek oy sayısına ulaşmak için alınacak kararların sulandırılmasına yol açabileceği gibi, geniş bir uzlaşıyla alınmayan kararların da sorgulanmasına yol açabilecektir. ESRB içerisinde AMB ve merkez bankalarının ağırlığının fazla olması, danışma komiteleri dışında ilgili sektör temsilcilerine yer verilmemesi ESRB'nin makro tedbirsel denetimde sistemik riskleri tespit edip tepki vermesindeki yeteneklerini zayıflatmaktadır. ESRB'nin bütçe, personel gibi konularda AMB'ye bağımlı olması onun idari kapasitesini azaltmaktadır. Ayrıca bu bağımlılık nedeniyle, finansal istikrarın sağlanmasına ilişkin tedbirler AMB'nin asli görevi olan fiyat istikrarı ile çatıştığı zaman ESRB'nin etkinliği azalabileceltir.

Mikro tedbirsel denetim yapan yeni denetim otoriteleri de (ESAs) acil durum ilan edilmesi hali ile teknik standart taslağı hazırlamak dışında bağlayıcı karar alamamaktadırlar. Ayrıca, ESAs kararlarının üye ülke bütçelerine ek maliyet getirmemeleri gerektiği yönündeki koruyucu kural da bu otoritelerin yetkilerini kullanmalarını kısıtlamaktadır. Bu otoritelere geniş görevler yüklenmekle birlikte, yeterli personel ve bütçe ile donatılmamışlardır. Bu eksiklik, yeni otoritelerin ulusal denetim otoritelerine fazlasıyla bağımlı olmalarına yol açacaktır.

Avrupa Komisyonu'nun bankacılık birliği oluşturulması yolunda tek denetim mekanizması oluşturulmasına yönelik teklifi, bankacılık birliğinin diğer sütunları olan tek bir mevduat garanti planı ve bankaların çözümlemesi için ortak çözümleme otoritesi ve çözüm fonu oluşturulmasına yönelik bir yapı öngörmediğinden eksiktir. Ayrıca, bankacılık denetiminin AMB'ye bırakılması, AMB'nin temel amacı olan fiyat istikrarının sağlanması ile finansal sektörün denetiminin çatışması durumunda ciddi sorunlara yol açacaktır.

AB'de ekonomik büyümeyi artırmaya yönelik tedbirlere bakıldığında, hedeflerine ulaşmada başarısız olan Lisbon 2000 stratejisinin yerine daha iddialı ve kapsamlı hedefler koyan Avrupa 2020 Stratejisi'nin başarılı olacağı şüphelidir. Nitekim, Avrupa 2020 Stratejisi, Lisbon 2000 stratejisinin eksiklerini gidermemektedir. Herşeyden önce, Strateji amaçlarına ulaşmak için yeterli araçları ihtiva etmemektedir. Söz konusu amaçlara ulaşmak uygulanabilecek politikalar ulusal devletlerin yetkisindedir. Dolayısıyla, stratejinin başarısı üye ülkelerin süreci sahiplenmesine ve Avrupa düzeyinde belirlenmiş hedefleri ulusal programlarına uygun bir şekilde aktarmalarına bağlıdır. Ayrıca, Avrupa Sömestri'nin bir parçası

olan Strateji, SGP'ye ilişkin raporlamanın da aynı sürecin parçası olması ve ülkelerin kamu maliyelerine daha fazla önem vermeleri nedeniyle, SGP'nin gölgesinde kalmıştır. Strateji'de hedeflere ulaşılmaması durumunda ülkelere yaptırım öngörülmemesi de önemli bir eksikliktir. Avro Pakta ilişkin olarak da, birim işgücü maliyetlerinin rekabet gücünün göstergesi olarak kabul edilmesi sorunlara yol açabilir.

Krizdeki ülkelere mali destek sağlamak için oluşturulan mekanizmalara bakıldığında, söz konusu mali yardımların geç ve küçük tutarlarda sağlanması, piyasaların beklentilerini karşılayamamış, öngörülen olumlu etkiler kısa süreli olmuştur. Oluşturulan mekanizmalar, krizin geçici olduğu varsayımına dayandırıldığından, kısa süre içinde yüksek tutarda mali yardım sağlanmaması krizin yayılmasında etkili olmuştur. Sürekli yardım mekanizması olarak oluşturulan ESM'nin büyüklüğü ise, krizin daha da yayılarak merkezdeki büyük ekonomilere ulaşması halinde yeterli olmayacaktır.

AB ve Avro bölgesi düzeyinde alınan tedbirler, krize zemin hazırlayan sistemik nedenleri azaltmaya yönelik olup bir çok olumlu unsur içermelerine rağmen yukarıda özetlenen yapısal eksikler nedeniyle krizin yatıştırılmasında ve yayılmasının önlenmesinde başarılı olamamıştır.

Çevre ülkelerde yaşanan borç krizinde, bu ülkelerdeki makroekonomik dengesizliklere yol açan politikalar da etkilidir. Dolayısıyla, hem bugün yaşanan krizin sonlandırılmasında, hem de gelecekte benzer ekonomik krizlerle karşılaşılmaması için üye ülkelerde benzer politikaların yeniden uygulanmasının önüne geçilmesi gerekmektedir. Bu ise EPB'ye dâhil ülkelerin ekonomilerinin daha fazla birbirine yakınsaması, uygulanan politikalar arasında daha fazla eş güdüm sağlanması, bölgenin istikrarını bozan ülkeleri sistem dışına çıkarabilme imkânının sağlanması ve nihayetinde bir mali birliğin tesisi EPB'nin daha etkin işleyişini sağlayabilir. Avrupa ülkeleri krizin daha da derinleşeceği endişesiyle Yunanistan'ın iflas etmesini önlemişlerdir. Ancak, Yunanistan ve onun gibi ülkeler EPB için her zaman bir risk oluşturacaklardır. Bu nedenle, benzer krizlerin önlenmesi adına ya bu tür ülkelerin EPB dışına çıkarılmaları mümkün kılınmalı ya da ekonomi politikalarının oluşturulması konusundaki yetkiler ulusal düzeyden uluslarüstü düzeye devredilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir. Bu anlamda, ESM'nin ülkelerin kontrollü bir şekilde iflasını veya EPB'den ihracını sağlayacak Avrupa Para

Fonu'na dönüştürülmesi ve daha fazla kaynak sağlanması önemli bir adım olacaktır. Zira oluşturulacak Avrupa Para Fonu, hem ortak tahvil ihracında merkezi borç yönetim ofisi olarak da görev yapabilecek, hem de AMB'nin son kredi verme merci olması yönündeki baskıları da azaltacaktır. Yunanistan ve benzeri ülkelerin EPB dışına çıkarılması, bu ülkelerin bağımsız para ve döviz kuru politikaları aracılığıyla rekabet güçlerini artırmaları için bir imkân da yaratmış olacaktır.

Sonuç olarak, yaşanan borç krizine benzer bir ekonomik krizin bölgede yaşanmaması için, mevcut EPB, gelişmişlik düzeyleri birbirine daha yakın ülkeler arasında oluşturulmuş mali bir birliğe dönüşmelidir.

KAYNAKÇA

ABGS (a), **Avrupa Birliği'nde Küresel Finansal Krize Karşı Alınan Önlemler ve Birliğin Rekabet Gücünün Arttırılmasına Yönelik Girişimler: "Euro Rekabet Paktı"**, Ankara, Mayıs 2011.

ABGS (b), **Avrupa Birliği'nde Yeni Denetleyici Otoriteler**, Ankara, Kasım 2011.

ADALET MCGOWAN, Müge, **Overcoming the Banking Crisis in Ireland**, OECD Economics Department Working Papers, No. 907, OECD Publishing, November 2011.

AKBAŞ, Gökşen ve APAR, Altan, **Avrupa 2020 Stratejisi: Akıllı, Sürdürülebilir ve Kapsayıcı Büyüme İçin Avrupa Stratejisi,** Özet Bilgi Notu, ABGS, Ankara, 14 Eylül 2010.

AKÇADAĞ, Emine, **Ekonomik Krizin Vurduğu Son Avrupa Ülkesi: İspanya**, Bilgesam Araştırma Analizi, Temmuz 2012.

ALESINA, Alberto F. ve ARDAGNA, Silvia, **Large Changes in Fiscal Policy: Taxes Versus Spending**, NBER Working Paper 15438, October 2009.

ALESINA, Alberto ve PEROTTİ, Roberto, **Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects**, IMF Staff Papers Vol 44 No 2, June 1997, ss. 210-248.

ALEXANDER, Craig ve SCHWERDTFEGER, Martin**, Greek Debt Crisis: Answers To Frequently Asked Questions**, TD Economics Observation, 23 May 2012.

ALOGOSKOUFIS, George, **Greece's Sovereign Debt Crisis: Retrospect and Prospect**, Hellenic Observatory Papers on Greece and Southeast Europe, No. 54, January 2012.

ALSAKKAA, Rasha, GWILYM, Owain ap, **Foreign Exchange Market Reactions and Spillover Effects Following Sovereign Credit Signals**, 25 March 2011, http://www.cass.city.ac.uk/__data/assets/pdf_file/0007/86614/Alsakka.pdf, erişim tarihi 07.03.2013.

ANDRADE, João Sousa ve DUARTE, Adelaide, "The Fundamentals of the Portuguese Crisis", **Panoeconomicus**, No. 2011/2, 2011, ss. 195-218.

AREZKI, Rabah, CANDELON, Bertrand ve SY, Amadou N. R., **Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis**, IMF Working Paper, WP/11/68, March 2011.

ARGHYROU, Michael G. ve TSOUKALAS, John D. **The Greek Debt Crisis: Likely Causes, Mechanics and Outcomes**, Cardiff Economics Working Papers, E2010/3, April 2010.

Associação Portuguesa de Bancos (APB*)*, **Portuguese Banking Sector Overview**, March 2012.

ATRISSI, Nizar ve MEZHER, François, **Sovereign Debt Crisis and Credit Default Swaps: the Case of Greece and Other GIIPS**, July 2010, http://www.fgm.usj.edu.lb/files/a32010.pdf, erişim tarihi 07.03.2013.

BALCEROWICZ, Leszek, **Sovereign Bankruptcy in the European Union in the Comparative Perspective**, Working Paper WP 10-18, December 2010.

BANCA D'ITALIA, **2011 Annual Report**, 31 May 2012.

BANCO DE PORTUGAL (a), **Annual Report The Portuguese Economy 2011**, Lisbon, 2012.

BANCO DE PORTUGAL (b), **Financial Stability Report**, Lisbon, May 2012.

BANCO DE PORTUGAL (c), **Economic Bulletin Summer 2012**, Volume 18, Number 2, Lisbon, 2012.

BANK OF GREECE, **Monetary Policy 2009-2010**, Atina, March 2010.

BANK OF GREECE, **Summary of the Annual Report 2010**, April 2011.

BANK OF GREECE, **Summary of the Annual Report 2011**, April 2012.

BARNES, Sebastian, DAVIDSSON, David ve RAWDANOWICZ, Łukasz, **Europe's New Fiscal Rules**, OECD Economics Department Working Papers, No. 972, OECD Publishing, 2012.

BARNIER, Michel, **The European Banking Union, A Precondition To Financial Stability And A Historical Step Forward For European Integration,** Transatlantic Corporate Governance Dialogue, Brussels, 17 December 2012.

BELKE, Ansgar, **Reinforcing EU Governance in Times of Crisis: The Commission Proposals and Beyond,** European Parliament Note, Brussels, November, 2010.

BELKE, Angsnar, "A more effective Euro Area Monetary Policy than OMTs - Gold-Backed Sovereign Debt", **ECB Intervention in the Euro Area Sovereign Debt Markets**, Monetary Dialogue Compilation of Notes, October 2012, ss. 65-93.

BENEDIKTER, Roland, "The European Debt Crisis 2011-12: The Case of Italy A Call for Reform at the Interface Between Systemic and Structural Dimensions" **The European Financial Review**, April - May 2012, ss. 1-20.

BEYNET, Pierre, FUENTES, Andrés, GILLINGHAM, Robert ve HAGEMANN, Robert, **Restoring Fiscal Sustainability in Spain**, OECD Economics Department Working Papers, No. 850, OECD Publishing, March 2011.

BIBOW, Jörg, **The Euro Debt Crisis and Germany's Euro Trilemma,** The Levy Economics Institute Working Paper No. 721, May 2012.

BLIZKOVSKY, Petr, **Does 'the Golden Rule' Translate into 'Golden' EU Economic Governance?** NUS Policy Brief Series, Issue 7, April 2012.

BOHN, Frank ve DE JONG, Eelke, "The 2010 Euro Crisis Stand-Off Between France And Germany: Leadership Styles And Political Culture", **Int Econ Econ Policy**, 2011/8, ss. 7-14.

BOLZICO, Javier, **Banking Resolution Failure Seminar**, Banco Cental de Brasil, Rio de Janerio, 26 October 2009, http://www.fitproper.com/documentos/Brasil/Banking_Resolution_Seminar.pdf, erişim tarihi 22.02.2013.

BOONSTRA, Wim. "Proposal for a Better Stability Pact", **Intereconomics** January/February, 2005, ss. 4-9.

BOONSTRA, Wim, **How EMU Can Be Strengthened By Central Funding Of Public DefiCits**, Cahier Compte Boel No. 14 \The Creation of a Common Bond Market, March 2010.

BOSCH, Xavier Vanden, **Preventing The Rise Of Sovereign Borrowing Costs In The Eurozone: What Can The ESM And The ECB Achieve?**, EGMONT Paper 56, November 2012.

BOSCH, Xavier Vanden ve VERHELST, Stijn**, A Briefing on Eurobonds**, Egmont European Policy Brief, No. 10, June 2012.

BUITER, Willem H. ve RAHBARI, Ebrahim, **Greece and the fiscal crisis in the EMU**, 7 September 2010, http://www.willembuiter.com/Greece.pdf, erişim tarihi 07.07.2012.

CALICE, Giovanni, CHEN, Jing, WILLIAMS, Julian, "Liquidity Spillovers In Sovereign Bond And CDS Markets: An Analysis Of The Eurozone Sovereign Debt Crisis", **Journal of Economic Behavior & Organization**, 2011, ss. 1-22.

CALLAN, Tim et al., **The Distributional Effects of Austerity Measures: A Comparison of Six EU Countries,** EUROMOD Working Paper No. EM6/11, December 2011.

CAMINAL, Rodrigo Olivares, "The EU Architecture to Avert a Sovereign Debt Crisis", **OECD Journal: Financial Market Trends**, Volume 2011-Issue 2, 2011.

CARBALLO-CRUZ, Francisco**,** "Causes and Consequences of the Spanish Economic Crisis: Why the Recovery is Taken so Long?", **Panoeconomicus**, No. 2011- 3, September 2011, ss.309-328.

CARBONI, Alessandro, **The Sovereign Credit Default Swap Market: Price Discovery, Volumes and Links With Banks' Risk Premia**, Banca D'Italia Working Paper No 821, September 2011.

CARLIN, Wendy, **10 Questions About The Eurozone Crisis And Whether It Can Be Solved**, 8 September 2011, http://www.ucl.ac.uk/european-institute/highlights/10questions, erişim tarihi 11.10.2012.

CATANIA, Moria, **Preventing Another Euro Area Crisis: EU Economic Governance 'Six Pack' – A Case Of Too Little, Too Late?**, Paper from the Colloquium: The Politics and Economics of the Euro Crisis Institute for European Studies University of Malta, 2 December 2011.

CHRISTENSEN, Tim, **The Global Effects of the European Sovereign Debt Crisis,** April 2012, http://ebook.law.uiowa.edu/ebook/sites/default/files/Global%20Effects%20

of%20the%20European%20Sovereign%20Debt%20Crisis.pdf, erişim tarihi 20.02.2013.

CIA, **The World Factbook**, https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/it.html, erişim tarihi 19.07.2012.

CLAESSENS, Stijn, MODY, Ashoka ve VALLÉE, Shahin, **Paths to Eurobonds**, IMF Working Paper, WP/12/172, July 2012.

COLLIGNON, Stefan (a)**,** "Eurobonds: The Fınancial Equivalent of The Single Currency", **Eurobonds: Concepts And Implications**, European Parliament Compilation of Notes for the Monetary Dialogue**,** March 2011, ss. 17-41.

COLLIGNON, Stefan (b), "The ECB, the ESM and Stability Bonds: A Way Out of the Crisis", **The ECB, the EFSF and the ESM - Roles, Relationships and Challenges**, Monetary Dialogue Compilation of Notes, December 2011, ss. 19-47.

CONSTÂNCIO, Vitor (a), **Contagion and the European Debt Crisis,** Banque de France, Financial Stability Review, No. 16, April 2012.

CONSTÂNCIO, Vítor (b), **Towards a European Banking Union,** BIS Central Bankers' Speeches, Lecture by Mr Vítor Constâncio, Vice-President of the European Central Bank, at the start of the academic year of the Duisenberg School of Finance, Amsterdam, 7 September 2012.

COUR-THIMANN, Philippine, DE ROUGEMONT, Philippe ve WINKLER, Bernhard, **The ECB's Monetary Policy Response To The Crisis: The Role Of Institutional Factors And Financial Structure**, ECB, 16 April 2012.

CRISTÓBAL, Francisco, Hernangómez, **The Role of the Cajas in Spanish Regions Economic Development**, Savings Banks: Main Builders of Europe's Regions: 10th European Conference on Saving Banks History, Brussel, October 2008.

DADAUSH Uri et al, **Paradigm Lost The Euro In Crisis**, Carnegie Endowment for International Peace, 2010.

DAĞDELEN, İhsan, "Avrupa Bütünleşme Sürecinde Yunanistan'ın Borç Krizi", **Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi**, Cilt: 10, No:2, 2011, ss. 1-26.

DAIANU, Daniel, **Euro Zone Crisis and EU Governance: Tacckling aFlawed Design and Inadequate Policy Arrangements**, CASE Network Studies & Analyses No.433, Warsaw, 2012.

DAILAMI, Mansoor, **Looking beyond the Euro Area Sovereign Debt Crisis,** The World Bank Economic Premise No. 76, March 2012.

DARVAS, Zsolt, "The Ten Roots Of The Euro Crisis", **CESifo Forum** 4/2011, ss. 1-4.

DE GRAUWE, Paul (a), "Managing A Fragile Eurozone", **Cesifo Forum,** Sayı 2/2011, ss 40-45.

DE GRAUWE, Paul (b), **The Governance of a Fragile Eurozone,** CEPS Working Paper, No. 346, May 2011.

DE GRAUWE, Paul, MOESEN, Wim, "Gains For All: A Proposal For A Common Euro Bond", **Intereconomics**, May/June 2009, ss.132–141.

DE LA DEHESA, Guillermo, **Spain and the Euro Area Sovereign Debt Crisis,** Paper prepared for Resolving the European Debt Crisis, a conference hosted by the Peterson Institute for International Economics and Bruegel, Chantilly, France, 13-14 September 2011.

DE LAROSIÈRE, Jacques, **The High Level Group On Financial Supervision In The EU**, Brussel, 23 February 2009. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf, erişim tarihi 01.02.2013.

DE PREST, E., GEEROMS, H. ve LANGENUS, G., "New Developments In The Economic Governance Of The European Union", **NBB Economic Review,** June 2012.

DE SANTIS, Roberto A., **The Euro Area Sovereign Debt Crisis Safe Haven, Credit Rating Agencies And The Spread Of The Fever From Greece, Ireland and Portugal**, ECB Working Paper Series, No. 1419, February 2012.

DEGRYSE, Christophe, **The New European Economic Governance**, European Trade Union Institute Working Paper 2012/14**,** Brussels, 2012.

DELATTE, Anne-Laure, GEX, Mathieu ve LÓPEZ-VİLLAVİCENCİO, Antonia, "Has the CDS market influenced the borrowing cost of European countries during the sovereign crisis", **Journal of International Money and Finance**, 31, 2012, ss. 481–497

DELLEPIANE, Sebastian ve HARDIMAN Niamh, **European Economic Crisis: Ireland in Comparative Perspective**, UCD Geary Institute Discussion Paper Series Presented at American Political Science Association Annual Meeting, Washington DC, 2-5 September 2010.

Delors Commission's White Paper on Growth, Competitiveness, and Employment - The Challenges and Ways Forward into the 21st Century, COM(93) 700, 5 December 1993.

DELORS, Jacques, FERNANDES, Sofia ve MERMET, Emmanuel, **The European Semester: Only A First Step**, Notre Europe Policy Brief, No. 22, 2011.

DELORS, Jacques, **Report on Economic and Monetary Union in the European Community**, presented April 17, 1989 by Committee for the Study of Economic and Monetary Union, 1989.

DELPLA, Jacques ve VON WEIZSÄCKER, Jakob, **The Blue Bond Proposal**, Bruegel Policy Briefs, Issue 2010/3, Bruegel, Brussels, 2010 (updated version of 21 March 2011).

DI QUIRICO, Roberto, "Italy and the Global Economic Crisis", **Bulletin of Italian Politics**, Vol. 2, No. 2, 2010, ss. 3-19.

DURUSOY, Serap ve ŞAMİLOĞLU, Ömür, "AB'nin Zayıf Ekonomik Halkası Yunanistan'ın Ekonomik Krizi Dinecek mi?", **Alternatif Politika**, Cilt 4, Sayı 1, Şubat 2012, ss. 84-128.

EBA, **Annual Report 2011**, 2012.

EC, **Economic Policy in EMU, Part B, Specific Topics**, Economic Papers No.125, Brussels, November 1997.

EC, "Part IV: Lessons from Successful Fiscal Consolidations", Public Finances in EMU – 2007, **European Economy**, No. 3/2007, Brussels, 2007.

EC, **European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory**, Economic Papers 302, February 2008.

EC (a), **Communication From The Commission Europe 2020 A Strategy For Smart, Sustainable And Inclusive Growth,** COM(2010) 2020, Brussels, 3 March 2010.

EC (b), **The Economic Adjustment Programme for Greece**, Occasional Papers 61, May 2010.

EC (c), **Governance, Tools and Policy Cycle of Europe 2020**, Brussels, June 2010.

EC (d), **Deposit Guarantee Schemes – Frequently Asked Questions**, EMO/10/318, Brussels, 12 July 2010.

EC (e), **The Economic Adjustment Programme for Greece First Review – Summer 2010**, Occasional Papers 68, August 2010.

EC (f), **The Economic Adjustment Programme for Greece Second review – Autumn 2010**, Occasional Papers 72, December 2010.

EC (a), **The Economic Adjustment Programme for Greece Fifth review - October 2011**, Occasional Papers 87, 2011.

EC (b), **The Economic Adjustment Programme for Greece Third Review - Winter 2011**, Occasional Papers 77, February 2011.

EC (c), **The Economic Adjustment Programme for Ireland**, Occasional Papers 76, February 2011.

EC (d), **The Economic Adjustment Programme for Portugal**, Occasional Papers 79, June 2011.

EC (e), **The Economic Adjustment Programme for Greece Fourth Review – Spring 2011**, Occasional Papers 82, July 2011.

EC (f), **The Economic Adjustment Programme for Portugal. First review - Summer 2011**, Occasional Papers 83, September 2011.

EC (g), **Economic Adjustment Programme for Ireland Summer 2011 Review,** Occasional Papers 84, September 2011.

EC (h), **Green Paper On The Feasibility Of Introducing Stability Bonds,** COM(2011) 818, Brussels, 23 November 2011.

EC (ı), **The Economic Adjustment Programme for Portugal. Second Review - Autumn 2011**, Occasional Papers 88, December 2011.

EC (a), **The Surveillance of Macroeconomic Imbalances in the Euro Area**, Quarterly Report On The Euro Area, Vol 11 No 1, 2012.

EC (b), **Report From The Commission Alert Mechanism Report**, Report prepared in accordance with Articles 3 and 4 of the Regulation on the prevention and correction of macro-economic imbalances, COM(2012) 68, Brussel, 14 February 2012.

EC (c), **Scoreboard For The Surveillance of Macroeconomic Imbalances,** Occasional Papers 92, February 2012.

EC (d), **The Second Economic Adjustment Programme for Greece**, Occasional Papers 94, March 2012.

EC (e), **Economic Adjustment Programme for Ireland — Winter 2011 Review**, Occasional Papers 93, March 2012.

EC (f), **Assessment of the 2012 National Reform Programme and Stability Programme for Greece**, Commission Staff Working Document, SWD(2012) 307 final, Brussels, 30.5.2012.

EC (g), **Bank recovery and resolution proposal: Frequently Asked Questions**, MEMO/12/416, Brussels, 6 June 2012.

EC (h), **Economic Adjustment Programme for Ireland Spring 2012 Review**, Occasional Papers 96, June 2012.

EC (ı), **Macroeconomic Imbalances – Italy**, Occasional Papers 107, July 2012.

EC (i), **Macroeconomic Imbalances – Spain**, Occasional Papers 103, July 2012.

EC (j), **Commission Proposes A Package For Banking Supervision In The Eurozone – Frequently Asked Questions**, MEMO/12/662, Brussels/Strasbourg, 12 September 2012.

EC (k), **Communication From The Commission To The European Parliament And The Council A Roadmap Towards A Banking Union,** COM(2012) 510, Brussels, 12.9.2012.

EC (l), **Proposal For A Council Regulation Conferring Specific Tasks On The European Central Bank Concerning Policies Relating To The Prudential Supervision of Credit Institutions,** COM(2012) 511, Brussels, 12.9.2012.

EC (m), **Proposal For A Regulation Of The European Parliament And Of The Council Amending Regulation (EU) No 1093/2010 Establishing A European Supervisory Authority (European Banking Authority) As Regards Its Interaction With Council Regulation (EU) No…/… Conferring Specific Tasks On The European Central Bank Concerning Policies Relating To The Prudential Supervision Of Credit Institutions,** COM(2012) 512, Brussels, 12.9.2012.

EC (n), **Report From The Commission To The European Parliament, The Council, The European Central Bank, The European Economic And Social Committee, The Committee Of The Regions And The European Investment Bank On The Alert Mechanism Report 2013,** COM(2012) 751, 28 November 2012.

EC (o), **The Economic Adjustment Programme for Portugal Third Review - Winter 2011/2012**, Occasional Papers 95, April 2012.

EC (ö), **LDCS EU Bilateral Trade With The World**, 29 November 2012, http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2006/september/tradoc_113484.pdf, erişim tarihi 20.02.2013.

EC (p), **The Economic Adjustment Programme for Portugal. Fifth Review – Summer 2012**, Occasional Papers 117, October 2012.

EC (r), **The Economic Adjustment Programme for Portugal. Fourth Review – Spring 2012**, Occasional Papers 111, July 2012.

EC (s), **The Economic Adjustment Programme for Portugal. Sixth Review – Autumn 2012**, Occasional Papers 124, December 2012.

EC (ş), **The Financial Sector Adjustment Programme for Spain**, Occasional Papers 118, October 2012.

EC (t), **The Second Economic Adjustment Programme for Greece First Review - December 2012**, Occasional Papers 123, December 2012.

EC (u), **Towards A Banking Union,** MEMO/12/656**,** Brussels, 10 September 2012.

EC (ü), **Towards a Banking Union,** MEMO/12/656, Brussels, 10 September 2012.

EC, **Financial Assistance Programme for the Recapitalisation of Financial Institutionsin Spain: Update on Spain's compliance with the Programme - Winter 2013**, Occasional Papers 126, .January 2013.

ECB (a), **The Reform of Economic Governance In The Euro Area – Essential Elements**, ECB Monthly Bulletin, March 2011.

ECB (b), **The European Stability Mechanism**, ECB Monthly Bulletin, July 2011.

ECB, "A Fiscal Compact For A Stronger Economic And Monetary Union", **ECB Monthly Bulletin**, May 2012, ss. 79-94.

ECJ, Judgment of the Court, 27 November 2012, Pringle, Case C-370/12, http://curia.europa.eu/juris/celex.jsf?celex=62012CJ0370&lang1=en&type=NOT&ancre=, erişim tarihi 22.02.2013.

EFSF, **European Financial Stability Facility**, 4 March 2013, http://www.efsf.europa.eu/attachments/EFSF%20FAQ%2004032013.pdf, erişim tarihi 05.03.2013.

EIJFFINGER, Sylvester C.W., **Rating Agencies – Role and Influence of their Sovereign Credit Risk Assessment in the Euro Area**, European Parliament, Monetary Dialogue Compilation of Notes, December 2011, ss. 9-21.

EIJFFINGER, Sylvester ve HOOGDUIN, Lex, **The ECB In (The) Crisis**, DSF Policy Paper, No. 22, June 2012.

ÉLTETŐ, Andrea, " The Economic Crisis and Its Management in Spain", **Eastern Journal of European Studies**, Vol. 2, No 1, June 2011, ss. 41-55.

ERIXON, Fredik, **The Case Against Europe's 2020 Agenda**, ECIPE Policy Briefs, No. 01/2010, 2010.

ESER, Fabian, AMARO, Marta Carmona, IACOBELLI, Stefano ve RUBENS, Marc, **The Use Of The Eurosystem's Monetary Policy Instruments and**

Operational Framework Since 2009, ECB Occasional Paper Series No 135, August 2012.

ESM Guideline on Financial Assistance for the Recapitalisation of Financial Institutions, http://esm.europa.eu/pdf/ESM%20Guideline%20on%20recapitalisation%20of%20financial%20institutions.pdf, erişim tarihi 14.02.2013.

ESM Guideline on Loans, http://esm.europa.eu/about/legal-documents/index.htm, erişim tarihi 14.02.2013.

ESM Guideline on Precautionary Financial Assistance, http://esm.europa.eu/pdf/ESM%20Guideline%20on%20precautionary%20financial%20assistance.pdf, erişim tarihi 14.02.2013.

ESM Guideline on the Primary Market Support Facility, http://esm.europa.eu/pdf/ESM%20Guideline%20on%20the%20primary%20market%20support%20facility.pdf, erişim tarihi 14.02.2013.

ESM Guideline on the Secondary Market Support Facility, http://esm.europa.eu/pdf/ESM%20Guideline%20on%20the%20secondary%20market%20support%20facility.pdf, erişim tarihi 14.02.2013.

ESM, **FAQ – Financial Assistance For Spain**, 7 December 2012, http://www.esm.europa.eu/pdf/FAQ%20spain%2007120212.pdf, erişim tarihi, 01.02.2013.

ESM, **Frequently Asked Questions on the European Stability Mechanism,** 5 February 2013**,** http://www.esm.europa.eu/pdf/FAQ%20ESM%2005022013.pdf, erişim tarihi 14.02.2013.

ESRB, **Annual Report 2011**, May 2012.

ESSL, Sebastian ve STIGLBAUER, Alfred, "Prevention and Correction of Macroeconomic Imbalances: the Excessive Imbalances Procedure", **Monetary Policy & the Economy**, Q4 2011, ss. 99-113.

ESTRADA, Á., JIMENO, J. F. ve MALO DE MOLINA, J. L., "The Performance of The Spanish Economy in EMU: The First Ten Years", **Spain And The Euro The First Ten Years**, An international conference sponsored by the Banco de España, Madrid, 27 February 2009,. ss. 83-139.

ETXEZARRETA, Miren, NAVARRO, Francisco, RIBERA, Ramón ve SOLDEVILA, Victòria, **Boom And (Deep) Crisis In The Spanish Economy: The Role Of The EU In Its Evolution** Communication for 17th Workshop on Alternative Economic Policy in Europe, Vienna, September, 2011.

Euro-nomics Group, (Brunnermeier, M., Garicano, L., Lane, P., Pagano, M., Reis, R., Santos, T., Van Nieuwerburgh, S., and D. Vayanos), "ESBies: A Realistic Reform Of Europe's Financial Architecture", **The Future of Banking** VoxEU.org eBook, 25 October 2011.

EUROPEAN COUNCIL, **European Council 24/25 March 2011 Conclusions**, Brussels, 20 April 2011.

EUROPEAN PARLIAMENT, **Working Document On The Draft Report By Diogo Feio On Improving The Economic Governance And Stability Framework Of The Union, In Particular In The Euro Area**, 14 July 2010, s. 4, 5, http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-%2F%2FEP%2F%2FNONSGML%2BCOMPARL%2BPE-445.803%2B01%2BDOC%2BPDF%2BV0%2F%2FEN, erişim tarihi 19.02.2013.

EUROPEAN PARLIAMENT, **Draft Report On The Feasibility Of Introducing Stability Bonds**, 2012/2028(INI), 04 June 2012.

EUROPEAN PARLIAMENT, **Working Document On The Draft Report By Diogo Feio On Improving The Economic Governance And Stability Framework Of The Union, In Particular In The Euro Area**, 14 July 2010, s. 4, 5,

FAVORRO, Edgardo, LI, Ying, PRADELLI, Juan, ve VAN DOORN, Ralphl, "Europe's Crisis: Origins and Policy Challenges", **Sovereign Debt and the Financial Crisis, Will This Time Be Different?**, Worldbank, 2011, Washington D.C., ss. 221-241.

FEATHERSTONE, Kevin, "The Greek Sovereign Debt Crisis and EMU: A Failing State in a Skewed Regime", **Journal of Common Market Studies**, Volume 49, Number 2, 2011, ss. 193–217.

FELIPE, Jesus ve KUMAR, Utsav, **Do Some Countries In The Eurozone Need An Internal Devaluation? A Reassessment of What Unit Labor Costs Mean**, 31 March 2011, http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6299, erişim tarihi 02.02.2013.

FOUSKAS, Vassilis K. ve DIMOULAS, Constantine, "The Greek Workshop of Debt and the Failure of the European Project", **Journal of Balkan and Near Eastern Studies**, 14:1, 2012, ss. 1-31.

FRANGAKIS, Marica, "The Rising Public Debt in the EU: Implications for Policy", **Journal of Contemporary European Studies**, Vol. 19 No. 01, 2011, ss. 7-20.

German Council of Economic Experts, **Annual Report 2011/2012, Third Chapter: Euro Area in Crisis**, 9 November 2011.

GIBSON, Heather D., HALL, Stephan G. ve TAVLAS, George S., **The Greek Financial Crisis: Growing Imbalances and Sovereign Spreads**, Bank of Greece Working Paper No. 124, March 2011.

GILLESPIE, Paul, "At The Receiving End—Irish Perspectives And Response To The Banking And Sovereign Debt Crises", **Asia Euro Journal**, No. 2012/9, 2012, ss. 125-139.

Giovannini Group, **Report on Co-ordinated Issuance of Public Debt in the Euro**, 8 November 2000, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6372_en.pdf, erişim tarihi 17.02.2013.

GODINO Alejandro ve MOLINA Oscar, **Failed Remedies and Implications of the Economic Crisis in Spain** OSE Research Paper No.6, November 2011.

GONZÁLEZ-PÁRAMO, José Manuel, **The ECB's Monetary Policy During The Crisis,** Closing Speech at the Tenth Economic Policy Conference, Málaga, 21 October 2011.

GROS, Daniel ve ALCILDI, Cinzia, **Adjustment Difficulties and Debt Overhangs in the Eurozone Periphery,** CEPS Working Document, No. 347, May 2011.

GROS, Daniel, "ECB Intervention in The Euro Area Sovereign Debt Markets or How To Back Up The ESM", **ECB Intervention in the Euro Area Sovereign Debt Markets**, Monetary Dialogue Compilation of Notes, October 2012, ss. 19-33.

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

GROS, Daniel ve MAYER, Thomas, **What To Do When The Euro Crisis Reaches The Core?**, CEPS Commentary, 11 August 2011.

GROS, Daniel ve MICOSSI, Stefano, "A bond-issuing EU stability fund could rescue Europe", **Europe's World**, Spring 2009, No 11, ss. 83-92.

GRUVER, Evan M, **Austerity: The Answer to Europe's Crisis**, 12 December 2012, http://www2.gcc.edu/dept/econ/ASSC/Papers2013/ASSC2013-GruverEvan.pdf, erişim tarihi 01.02.2013.

GUICHARD Stéphanie et al, **What Promotes Fiscal Consolidation: OECD Country Experiences**, Economics Department Working Papers No. 553, 2007.

GURDGIEV, Constantin, "Chapter 6 Euro's Crisis: From The Sovereigns To The Banks And Back To The Sovereigns", Liam Leonard, Iosif Botetzagias, in (ed.) **Sustainable Politics and the Crisis of the Peripheries: Ireland and Greece** (Advances in Ecopolitics, Volume 8), Emerald Group Publishing Limited, 2011.

HALLERBERG, Mark, MARZINOTTO, Benedicta ve WOLFF, Guntram B., **An Assessment of the European Semester**, European Parliement Study, PE 475.121, Setember 2012.

HAN, Xue **The Journey of Austerity in Europe The Past, Present and Future of EU's Debt Crisis and Austerity Paths**, June 2012, http://www.globalinfrastructurellc.com/storage/The%20Journey%20of%20Austerity%20in%20Europe%20-%20The%20Past%20Present%20and%20Future%20of%20EU's%20Debt%20Crisis%20and%20Austerity%20Paths.pdf, erişim tarihi 15.02.2013.

HARDIMAN, Niamh ve REGAN, Aidan "The Politics of Austerity in Ireland", **Intereconomics** 2013/1, January-February 2013, ss. 9-14.

HARRINGTON, Carrie, **The Spanish Financial Crisis**, April 2011, http://blogs.law.uiowa.edu/ebook/sites/default/files/BP.Spanish%20Financial%20Crisis.pdf, erişim tarihi 10.08.2012.

HAUGH, David, **Getting Back on Track: Restoring Fiscal Sustainability in Ireland**, OECD Working Papers, No. 909, OECD Publishing, 2011.

HENNESSY, Alexandra, **Redesigning Financial Supervision in the Europan Union**, Paper prepared for presentation at the EUSA Conference, Boston, 3-6 March 2011.

HERZOG, Bodo, **The Euro Crisis and Its Implications**, DWS Global Financial Institute, White Paper in Cooperation with DWS Investments, July 2012.

HILD, Alexandra, HERZ, Bernhard ve BAUER, Christian, **Structured Eurobonds**, Universitat Bayreuth, Discussion Paper 07-11, October 2011.

IMF, **Ireland, Staff Report for the 2006 Article IV Consultation,** IMF Country Report No. 06/293, August 2006.

IMF (a), **Spain: Selected Issues**, IMF Country Report No. 09/129, April 2009.

IMF (b), **Greece: 2009 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Supplement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Greece,** IMF Country Report No. 09/244, August 2009.

IMF (a), **Portugal: Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Portugal**, IMF Country Report No. 10/18, January 2010.

IMF (b), **World Economic Outlook**, April 2010.

IMF (c), **Greece: Request for Stand-By Arrangement**, IMF Country Report No. 10/111, May 2010.

IMF (d), **Greece: Staff Report on Request for Stand-By Arrangement**, IMF Country Report No. 10/110, May 2010.

IMF (e), **Review Under the Emergency Financing Mechanism**, IMF Country Report No. 10/217, July 2010.

IMF (f), **Greece: Stand-By Arrangement— Review Under the Emergency Financing Mechanism,** IMF Country Report No. 10/217, July 2010

IMF (g), **Ireland: 2010 Article IV Consultation—Staff Report; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion,** IMF Country Report No. 10/209, July 2010.

IMF (h), **Greece: First Review Under the Stand-By Arrangement**, IMF Country Report No. 10/286, September 2010.

IMF (ı), **Greece: Second Review Under the Stand-By Arrangement—Staff Report; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Greece**, IMF Country Report No. 10/372, December 2010.

IMF (i), **Ireland: Request for an Extended Arrangement – Staff Report; Staff Supplement; Staff Statement and Press Release on the Executive Board Discussion**, IMF Country Report No. 10/366, December 2010.

IMF (j), **Ireland: Request for an Extended Arrangement—Staff Report; Staff Supplement; Staff Statement; and Press Release on the Executive Board Discussion,** IMF Country Report No. 10/366, December 2010.

IMF (a), **Ireland: Extended Arrangement—Interim Review Under the Emergency Financing Mechanism**, IMF Country Report No. 11/47, February 2011.

IMF (b), **Greece: Third Review Under the Stand-By Arrangement—Staff Report; Informational Annex; Press Release on the Executive Board Discussion; Statement by the Staff Representative on Greece; and Statement by the Executive Director for Greece**, IMF Country Report No. 11/68, March 2011.

IMF (c), **Ireland: First and Second Reviews Under the Extended Arrangement and Request for Rephasing of the Arrangement—Staff Report; Letter of Intent; Memorandum of Economic and Financial Policies; Technical Memorandum of Understanding; Letter of Intent and Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality (College of Commissioners); Staff Supplement; and Press Release on the Executive Board Discussion**, IMF Country Report No. 11/109, May 2011.

IMF (d), **Portugal: Request for a Three-Year Arrangement Under the Extended Fund Facility**, IMF Country Report No. 11/127, June 2011.

IMF (e), **Euro Area Policies: 2011 Article IV Consultation—Lessons from the European Financial Stability Framework Exercise; and Selected Issues Paper**, IMF Country Report No. 11/186, July 2011.

IMF (f), **Spain: Selected Issues,** IMF Country Report No. 11/216, July 2011.

IMF (g), **Spain—Staff Report for the 2011 Article IV Consultation; Public Information Notice; Statement by the Staff Representative; and Statement by the Executive Director for Spain,** IMF Country Report No. 11/215, July 2011.

IMF (h), **Staff Report for the 2011 Article IV Consultation**, IMF Country Report No. 11/173, July 2011.

IMF (ı), **Ireland: Third Review Under the Extended Arrangement—Staff Report; Letter of Intent; Memorandum of Economic and Financial Policies; Technical Memorandum of Understanding; Letter of Intent and Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality (College of Commissioners);Staff Supplement; Press Release on the Executive Board Discussion,** IMF Country Report No. 11/276, September 2011.

IMF (i), **Global Financial Stability Report**, September 2011.

IMF (j), **Portugal: Second Review Under the Extended Arrangement**, IMF Country Report No. 11/363, December 2011.

IMF (k), **Ireland: Fourth Review Under the Extended Arrangement and Request for Rephasing of the Arrangement—Staff Report; Letter of Intent; Memorandum of Economic and Financial Policies; Technical Memorandum of Understanding; Letter of Intent and Memorandum of Understanding on Specific Economic Policy Conditionality (College of Commissioners); Staff Supplement; Press Release on the Executive Board Discussion**, IMF Country Report No. 11/356, December 2011.IMF, **Greece: Fifth Review Under the Stand-By Arrangement, Rephasing and Request for Waivers of Nonobservance of Performance Criteria; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Greece**, IMF Country Report No. 11/351, December 2011.

IMF (l), **Spain—Staff Report for the 2011 Article IV Consultation; Public Information Notice; Statement by the Staff Representative; and Statement by the Executive Director for Spain**, IMF Country Report No. 11/215, July 2011,

IMF (a), **Greece: Request for Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility—Staff Report; Staff Supplement; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Greece.**, IMF Country Report No. 12/57, March 2012.

IMF (b), **Spain: Financial Sector Reform—First Progress Report,** IMF Country Report No. 12/318, November 2012.

IMF (c), **Ireland: Fifth Review Under the Extended Arrangement—Staff Report; Staff Supplement; Press Release on the Executive Board Discussion,** IMF Country Report No. 12/48, March 2012.

IMF (d), **World Economic Outlook**, April 2012.

IMF (e), **Portugal: Third Review Under the Extended Arrangement and Request for Waiver of Applicability of End-March Performance Criteria—Staff Report; Staff Statement; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Portugal,** IMF Country Report No. 12/77, April 2012.

IMF (f), **Portugal: Third Review Under the Extended Arrangement and Request for Waiver of Applicability of End-March Performance Criteria—Staff Report; Staff Statement; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Portugal,** IMF Country Report No. 12/77, April 2012.

IMF (g), **Ireland: Sixth Review Under the Extended Arrangement—Staff Report; Staff Supplement; Press Release on the Executive Board Discussion,** IMF Country Report No. 12/147, June 2012.

IMF (h), **Spain: Financial Stability Assessment,** IMF Country Report No. 12/137, June 2012.

IMF (ı), **Spain: Safety Net, Bank Resolution, and Crisis Management Framework—Technical Note,** IMF Country Report No. 12/145, June 2012.

IMF (i), **Spain: Vulnerabilities of Private Sector Balance Sheets and Risks to the Financial Sector Technical Notes**, IMF Country Report No. 12/140, June 2012.

IMF (j), **Spain 2012 Article IV Consultatıon,** IMF Country Report No. 12/202, July 2012.

IMF (k), **Staff Report for the 2012 Article IV Consultation**, IMF Country Report No. 12/167, July 2012.

IMF (l), **Italy: Selected Issues**, IMF Country Report No. 12/168, July 2012.

IMF (m), **Portugal: Fourth Review Under the Extended Arrangement and Request for a Waiver of Applicability of End-June Performance Criteria—Staff Report; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Portugal**, IMF Country Report No. 12/179, July 2012.

IMF, **Greece: First and Second Reviews Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, Request for Waiver of Applicability, Modification of Performance Criteria, and Rephasing of Access—Staff Report; Staff Supplement; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Greece**, IMF Country Report No. 13/20, January 2013.

INOTAI, Andras, "The Management of The Costs of Crisis Management Eurozone, EU 2020 and the Future of European Integration", **Economic Studies Journal,** 2011, Sayı 2, ss. 3-17.

ISSING, Otmar, "The Euro-A Currency Without a State", **BIS Review,** 23/2006, ss 1-4.

ISSING, Otmar, "Why A Common Eurozone Bond Isn't Such A Good Idea", **Europe's World,** Summer 2009, ss. 76-80.

JAUMOTTE, Florence, **The Spanish Labor Market in a Cross-Country Perspective**, IMF Working Paper, WP/11/11, January 2011.

JONES, Erik, "Italy's Sovereign Debt Crisis, Survival" **Global Politics and Strategy**, Vol. 54 No.1, February–March 2012, ss. 83-110.

KIFF, John, NOWAK, Sylwia ve SCHUMACHER, Liliana, **Are Rating Agencies Powerful? An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings**, IMF Working Paper, WP/12/23, January 2012.

KINSELLA, Stephen "Is Ireland Really the Role Model for Austerity?", **Cambridge Journal of Economics,** 36, 2012, ss. 223–235.

KIRKEGAARD, Jacob, Funk, **The Euro Area Crisis: Origin, Current Status, and European and US Responses**, Congressional Testimony before the US House Committee on Foreign Affairs Subcommittee on Europe and Eurasia, 27 Ekim 2011.

KİBRİTÇİOĞLU, Aykut, "Avro Bölgesi Ülkelerindeki Güncel Borç Krizi", **İktisat ve Toplum Dergisi**, Sayı 10, Ağustos 2011, ss. 30-41.

KOCZOR, Marcin ve TOKARSKI, Pawe, **From Lisbon to Europe 2020 Lisbon Strategy Implementation in 2010: Assessments and Prospects**, Report of the Polish Institute of International Affairs, Warsaw, Spring 2011.

KOTIOS, Angelos, PAVLIDIS, George ve GALANOS, George, "Greece and the Euro: The Chronicle of an Expected Collapse", **Intereconomics**, 2011/5, ss. 263-269.

KÖSE, Yaşar ve KARABACAK, Hakan "Yunanistan Ekonomik Krizi: Nedenleri, Etkileri ve Alınan Tedbirlere İlişkin Bir Değerlendirme", **Maliye Dergisi**, Sayı 160, Ocak-Haziran 2011, ss. 289-306.

KUTLAY, Mustafa (ed.), **Krizdeki Birlik Euro Bölgesi'nin Borç Sarmalı ve AB'nin Geleceği**, USAK Raporları No: 11-01, Mart 2011**.**

Lamfalussy Committee of Wise Men, **Final Report on the Regulation of European Securities Markets**,15 February 2001.

LAPAVITSAS, Costas, et al, **Eurozone Crisis: Beggar Thyself And Thy Neighbour**, RMF Occasional Report, March 2010.

LARRY, Neal ve IGLESIAS, Garcia, **The economy of Spain in the eurozone before and after the crisis of 2008**, MPRA Paper No. 37008, 20 February 2012.

LASTRA, R.M., **Legal Foundations of International Monetary Stability**, Oxford University Press, Oxford, 2006.

LEAHY, Ann, HEALY, Seán ve MURPHY, Michelle, **The Impact Of The European Crisis - A Study Of The Impact Of The Crisis And Austerity On People With Focus On Greece, Ireland, Italy, Portugal And Spain,** Caritas Europa Report, 2013, http://www.caritas-europa.org/module/FileLib/CaritasCrisisReport_web.pdf, erişim tarihi 01.03.2013.

LEAO, Pedro ve PALACIO-VERA, Alfonso, **Can Portugal Escape Stagnation without Opting Out from the Eurozone**, Levy Economics Institute Working Paper No. 664, March 211.

LEBLOND, Patrick, **Fiscal Crises in the Eurozone: Assessing the Austerity Imposed by the Bail-outs,** Forthcoming in Joan DeBardeleben and Crina Viju (eds) The Economic-Financial Crisis in Europe Palgrave Macmillan, March 2012.

LIDDLE, Roger, CRAMME, Olaf ve THILLAYE, Renaud, **Where Next For Eurozone Governance?,** Policy Network Paper, July 2012.

LIN, Justin Yifu ve TREICHEL, Volker, **The Crisis in the Euro Zone Did the Euro Contribute to the Evolution of the Crisis?**, The World Bank Policy Research Working Paper No. 6127, July 2012.

LOURTIE, Pedro, **Understanding Portugal in the Context of The Euro Crisis**, Resolving the European Debt Crisis, Conference Presentation, Peterson Institute for International Economics and Bruegel, Chantilly, France, 13-14 September 2011.

LUNDVALL, Bengt-Åke, **From the Lisbon Strategy to Europe 2020**, 23 January 2011, http://www.radikale.dk/nordjylland/upload/B-AaL-RightandWrong-2.pdf, erişim tarihi 08.03.2013.

MAIDLA, Marit, **The Paradox of European Union Economic Governance: Towards Monetary and Fiscal Union?**, Central European University Department of International Relations and European Studies, Paper to Partial Fulfilment of the Requirement fort the degree of master of Arts, Budapest, 2012.

MAIOR, Paulo Vila, **Portugal, the Debt Crisis and EMU Membership: A Lost Opportunity?** Paper for the 6th European Consortium for Political Research (ECPR) General Conference, University of Iceland, Reykjavik, 25-27 August 2011.

MASSA, Isabella, KEANE, Jodie ve KENNAN Jane, **The Euro Zone Crisis And Developing Countries**, ODI Working Paper 345, May 2012.

MATZIORINIS, Kenneth, **Is the 'Euro Bond' the Answer to the Euro Sovereign Debt Crisis? What Outcome Can Investors Expect out of Europe?**, McGill University School of Continuing Studies, December 2011.

MAURO, Paolo, (ed.), **Chipping Away at Public Debt: Sources of Failure and Keys to Success in Fiscal Adjustment**, Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2011.

MAYER, Thomas, "The Case for a European Monetary Fund", **Intereconomics**, Vol. 44, No. 3, 2009, ss. 138-141.

MCCARTHY, Colm, **Ireland's European Crisis: Staying Solvent in the Eurozone**, UCD Centre For Economic Research Working Paper Series, WP12/02, January 2012.

MEGHIR, Costas, VAYANOS, Dimitri ve VETTAS, Nikos, **The Economic Crisis in Greece: A Time of Reform and Opportunity,** 5 August 2010, http://greekeconomistsforreform.com/wp-content/uploads/Reform.pdf, erişim tarihi 15.07.2012.

MILIOS, John ve SOTIROPOULOS, Dimitris P., "Crisis of Greece or Crisis of the Euro? A view from the European Periphery", **Journal of Balkan and Near Eastern Studies**, 12:3, 2010, ss. 223-240.

MINESCU, Ana-Maria, "The Debt Crisis – Causes and Implications", **Petroleum-Gas University of Ploiesti Bulletin,** Vol. LXIII No. 2/2011, ss. 95-104.

Ministerio de Economia y Competitividad, **Spain's Economıc Reform Programme**, 22 March 2012.

Ministerio Dell'Economia E Delle Finanza (MEF), **2012 Economic and Financial Document-National Reform Programme**, 2012.

MODY, Ashoka ve SANDRI, Damiano, **The Eurozone Crisis: How Banks and Sovereigns Came to be Joined at the Hip IMF** Working Paper, WP/11/269, November 2011.

MONASTIRIOTIS, Vassilis (ed.), **The Greek crisis in focus: Austerity, Recession and paths to Recovery**, Hellenic Observatory Papers on Greece and Southeast Europe July 2011.

MONOKROUSSOS, Platon ve THOMAKOS, Dimitrios D., **Can Greece Be Saved? Current Account, Fiscal Imbalances and Competitiveness**, Hellenic Observatory Papers on Greece and Southeast Europe, No. 59, 2012.

MONTANARI, Marco, **Italy's Regional Divide: Does It Matter Also For Exports?,** ECFIN Country Focus, Volume 8, Issue 2, 23 June 2011.

NELSON, Rebecca M., BELKIN, Paul ve MIX, Derek E., **Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications**, Congressional Research Report for Congress, 14 May 2010.

NELSON, Rebecca M., BELKİN, Paul ve MİX, Derek E., **Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications**, Congressional Research Report for Congress, 18 August 2011.

NELSON, Rebecca M., BELKIN, Paul, MIX, Derek E., ve WEISS, Martin A., **The Eurozone Crisis: Overview and Issues for Congress**, Congressional Research Report for Congress, 26 September 2012.

NOWAK, Olaf, **EU And Member States' Balance of Payments During The Economic Turmoil**, Eurostat Statistics in focus 32/2012, 12 July 2012.

OECD, **OECD Economic Surveys: Greece 2009**, No. 2009/15, 2009.

OECD (a), **OECD Economic Outlook**, Vol. 2011/2, OECD Publishing, 2011.

OECD (b), **OECD Economic Surveys: Ireland 2011**, OECD Publishing, 2011.

OECD (c), **Economic Surveys: Italy 2011**, OECD Publishing, May 2011.

OECD (d), **OECD Economic Surveys: Greece 2011**, OECD Publishing, August 2011.

OECD (e), **Restoring Public Finances**, Special Issue of the OECD Journal on Budgeting, Volume 2011/2, OECD Publishing, Paris, 2011.

OECD, **OECD Economic Surveys: Portugal**, July 2012.

O'SULLIVAN, K.P.V. ve Tom KENNEDY,"What Caused The Irish Banking Crisis?", **Journal of Financial Regulation and Compliance**, Volume 18 No. 3, 2010, ss. 224-242.

ORTEGA, Eloísa ve PEÑALOSA, Juan, **The Spanish Economic Crisis: Key Factors and Growth Challenges In The Euro Area**, Banco de España, Documentos Ocasionales, No 1021, 2012.

OVERBEEK, Henk, "Sovereign Debt Crisis in Euroland: Root Causes and Implications for European Integration", **The International Spectator: Italian Journal of International Affairs**, 47:1,2012, ss. 30-48.

ÖCAL, Fatih Mehmet ve EREN Mehmet Vahit, "European Debt Crisis and its Analysis", **International Research Journal of Finance and Economics**, Issue 97 September, 2012, ss. 115-126.

ÖRNEK, İbrahim, "Avrupa Para Birliği Bir Optimal Para Alanı Mı?"**, Selçuk Üniversitesi, İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Cilt: 7, Sayı: 1, 2007, ss. 155-881.

ÖZALP, Hüseyin, **Avrupa Parasal Birliği'nin Optimal Para Alanı Teorisi Çerçevesinde Analizi**, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi,Adana, 2011, s.109.

ÖZCAN, Mustafa, "İrlanda Ekonomisi ve Küresel Ekonomik Kriz", **Uluslararası Ekonomik Sorunlar**, Mayıs 2008, Sayı 29, http://www.mfa.gov.tr/data/Kutuphane/yayinlar/EkonomikSorunlarDergisi/Sayi29/dergi-%C4%B0rlanda.pdf, erişim tarihi 17.07.2012.

PAGOULATOS, George ve QUAGLIA, Lucia, **Italy And Greece: Financial Crisis As Sovereign Debt Crisis**, University of Victoria Panel, 2 October 2010.

PANICO, Carlo ve PURIFICATO, Francesco, **The Role Of Institutional And Political Factors In The European Debt Crisis**, PERI Working Paper Series, No 280, March 2012.

PAULO, Sebastian, **Europe and The Global Financial and Economic Crisis Explained In 10 Sheets**, Foundation Robert Schuman, April 2011.

PESSOA, Argentino, **The Systemic Character of the Sovereign Debt Crisis: Policy Implications and Governance Issues,** http://www.fep.up.pt/investigacao/nifip/NIFIP_Conference/Documents/Argentino_Pessoa_nifip2011.pdf, erişim tarihi 10.10.2012.

PHILIPPON, Thomas ve HELLWIG, Christian, **Eurobills, not Eurobonds**, 2 December 2011, http://www.voxeu.org/article/eurobills-not-euro-bonds, erişim tarihi 18.02.2011.

PINA, Álvaro, **Structural Reforms to Reduce Unemployment and Restore Competitiveness in Ireland**, OECD Economics Department Working Papers, No. 910, OECD Publishing, December 2011.

PISANI-FERRY, Jean, **The Euro Crisis And The New Impossible Trinity**, Bruegel Policy Contribution, Sayı 2012/01, January 2012.

POCHET, Philippe, "What's Wrong with EU2020?", **Intereconomics,** 2010|3, 2010, ss. 141-146.

QUAGLIA, Lucia, "The Response to the Global Financial Turmoil in Italy: A Financial System that Does Not Speak English", **South European Society and Politics**, Vol. 14 No. 1, December 2009, ss. 7-18.

ROLDÁN, José María, **The Spanish Banking Sector**, Banco de España, 17.04.2012, http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/InformacionInteres/ReestructuracionSectorFinanciero/Ficheros/en/regula190412e.pdf, erişim tarihi 25.07.2012.

RYAN, Cillian, "The Euro Crisis And Crisis Management: Big Lessons From A Small Island", **Int Econ Econ Policy**, No. 2011/8, 2011, ss. 31-43.

SALINES, Marion, GLÖCKLER, Gabriel ve TRUCHLEWSKI, Zbigniew, "Existential Crisis, Incremental Response: The Eurozone's Dual Institutional Evolution 2007-2011", **Journal of European Public Policy**, 2012. ss. 1-17.

SAMARDŽİJA, Višnja ve BUTKOVİĆ, Hrvoje, **From The Lisbon Strategy To Europe 2020**, Institute For International Relations, Zagreb, 2010.

SANGUINETTI MORA, Juan. S. ve FUENTES, Andres, **An Analysis of Productivity Performance in Spain Before and During the Crisis: Exploring the Role of Institutions**, OECD Economics Department Working Papers, No. 973, July 2012.

SAPIR Andre´ (a), Europe after the crisis: less or more role for nation states in money and finance?, **Oxford Review of Economic Policy**, Volume 27, Number 4, 2011, ss. 608–619.

SAPIR, André (b), "European Integration At The Crossroads: A Review Essay On The 50th Anniversary Of Bela Balassa's Theory Of Economic Integration", **Journal of Economic Literature**, Vol. 49 No. 4, 2011, ss. 1200-1229.

SAPIR Andre´, HELLWIG, Martin ve PAGANO, Marco, **A Contribution From The Chair And Vice-Chairs Of The Advisory Scientific Committee To The Discussion On The European Commission's Banking Union Proposals**, Reports of the Advisory Scientific Committee, No. 2, October 2012.

SCHÄUBLE, Wolfgang, **Why Europe's Monetary Union Faces Its Biggest Crisis**, Financial Times, 12 March 2010, http://www.ft.com/intl/cms/s/0/2a205b88-2d41-11df-9c5b-00144feabdc0.html#axzz2LLyXaObJ, erişim tarihi 19.02.2013.

SCHOENMAKER, Dirk (a), "Financial Trilemma", **Economics Letters**, 111, 2011, ss. 57-59.

SCHOENMAKER, Dirk (b), **Financial Supervision in the EU**, Forthcoming in: Encyclopedia of Financial Globalization G. Caprio (ed.), Elsevier, Amsterdam, April 2011.

SCHULMEISTER, Stephan, **The European Monetary Fund A Systemic Problem Needs A Systemic Solution**, 20 October 2011, http://stephan.schulmeister.wifo.ac.at/fileadmin/homepage_schulmeister/files/EMF_Concept_07_11.pdf, erişim tarihi 27.02.2013.

SHAMBAUGH, Jay C., **The Euro's Three Crises**, Brookings Papers on Economic Activity Spring 2012, 12 March 2012.

SHARMA, Shalendra D., "Why Ireland's Luck Ran Out and What this Means for the Eurozone", **The International Spectator: Italian Journal of International Affairs**, Vol. 46 No.1, 2011, ss. 115-126.

SKLIAS, Pantelis ve GALATSIDAS, George, "The Political Economy of the Greek Crisis: Roots, Causes and Perspectives for Sustainable Development", **Middle Eastern Finance and Economics**, Issue 7, 2010, ss. 166-177.

SPEYER, Bernhard (a), **EU Banking Union Do It Right, Not Hastily!**, Deutche Bank Research, EU Monitor, 23 July 2011.

SPEYER, Bernhard (b), **Financial Supervision In The EU,** Deutche Bank Research, EU Monitor 84, 4 August 2011.

SUAREZ, Javier, **The Spanish Crisis: Background and Policy Challenges**, CEPR Discussion Paper, No. 7909, 2010.

SZCZYGIELSKI Pawel, **Examining The Dynamics of European Debt Crisis: Projections and Lessons Learned for Portugal**, Policy Paper 11/15, October 2011.

T.C. Atina Büyükelçiliği Ticaret Müşavirliği, **Yunanistan'ın Genel Ekonomik Durumu ve Türkiye Ekonomik Ticari İlişkileri-2010**, Atina, Nisan 2011.

T.C. Dublin Büyükelçiliği Ticaret Müşavirliği, **İrlanda Ekonomisi ve Türkiye ile Ekonomik ve Ticari İlişkiler 2011 Yılı Raporu**, Dublin, 2012.

T.C. Madrid Büyükelçiliği Ticaret Müşavirliği, **İspanya Genel Ekonomik Durum Türkiye-İspanya Ticari ve Ekonomik İlişkileri 2011**, Madrid, Nisan 2012.

T.C. Roma Büyükelçiliği Ticaret Müşavirliği, **İtalya'nın Genel Ekonomik Durumu ve Türkiye İle Ekonomik Ticari İlişkileri**, Roma, Nisan 2012.

TAYLOR, Sara F., **Financial Crisis in the European Union: The Cases of Greece and Ireland**, Thesis submitted to the faculty of the Virginia Polytechnic Institute and State University in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Arts in Political Science, Blacksburg, Virginia, 7 September 2011.

The Economic and Social Research Institute (ESRI), **Irish Economy**, http://www.esri.ie/irish_economy/, erişim tarihi 16.07.2012.

TORGERSEN, Carl-Erik, **Eurobonds,** LL.M. Program, International Finance: Seminar, April, 2012, http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/symposia/brazil/carl-erik-torgersen.pdf, 01.02.2013.

Treasury Committee of the UK House of Commons, **Opinion on Proposals for European Financial Supervision**, Session 2008-09, Sixteenth Report, 2009.

TREMONTI, Giulio ve JUNCKER, Jean-Claude**, E-Bonds Would End The Crisis**, The Financial Times, 5 December 2010.

UTKULU Utku, "Avrupa Parasal Birliği Gerçekten Bir Optimum Para Sahası Mıdır?", **Siyasa**, Yıl:1, Sayı:1, 2005, ss. 107-125.

VERHELST, Stijin, **Renewed Financıal Supervision In Europe – Final Or Transitory?**, Egmont Paper, March 2011.

VICKSTROM, Erik Richard, **Implosion In Greece? An Analysis of The Greek Debt Crisis and Its Impacts on Europe and World Markets**, Thesis Submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Arts in European Union Studies in the Graduate College of the University of Illinois at Urbana-Champaign, 2012.

VLACHOU, Andriana, "The Greek Economy in Turmoil", **Rethinking Marxism: A Journal of Economics, Culture & Society**, Vol. 24 No. 2, 2012, ss. 171-200.

VLAMIS, Prodromos ve KOURETAS, Georgios P., "The Greek Crisis: Causes and Implications" **Panoeconomicus**, 4, 2010, ss. 391-404.

VOLZ, Ulrich, **Lessons of the European Crisis for Regional Monetary and Financial Integration in East Asia**, ADBI Working Paper 347, Tokyo, Asian Development Bank Institute, 2012.

WAGUÉ, Cheick, "European Monetary Union and The Optimal Currency Area Theory: The Compeitiveness Gap Within The Eurozone" **International Journal ff Business Strategy**, Volume 12, Number 2, 2012, ss. 63-74.

WELFENS, Paul J. J., "From The Transatlantic Banking Crisis To The Euro Crisis?", **Int Econ Econ Policy**, 2011/8, 2011, ss. 15–29.

WHELAN, Karl, **Ireland's Sovereign Debt Crisis**, UCD Centre of Economic Research, Working Paper Series, May 2011.

WOLFF, Guntram B., **The Euro Area's Macroeconomic Balancing Act**, Bruegel Policy Contribution, Issue 2011/5, May 2011.

WÖLFL, Anita ve MORA-SANGUINETTI, Juan S., **Reforming the Labour Market in Spain**, OECD Economics Department Working Papers, No. 845, OECD Publishing, 2011.

WYPLOSZ, Charles (a), "Eurobonds: Concepts and Applications", **Eurobonds: Concepts And Implications**, European Parliament Compilation of Notes for the Monetary Dialogue**,** March 2011, ss. 5-17.

WYPLOSZ, Charles (b), "The ECB, the EFSF (and the ESM)", **The ECB, the EFSF and the ESM - Roles, Relationships and Challenges,** Monetary Dialogue Compilation of Notes, December 2011, ss. 7-19.

WYPLOSZ, Charles, "ECB's Outright Monetary Transactions", **ECB Intervention in the Euro Area Sovereign Debt Markets**, Monetary Dialogue Compilation of Notes, October 2012, ss. 5-19.

YEOH, Peter, "Sovereign default restructuring options and challenges in the European Monetary Union (EMU)", **International Journal of Law and Management**, Vol. 53 Iss: 3, 2011, ss. 182 – 198.

YIFU LIN, Justin ve TREICHEL, Volker, **The Crisis in the Euro Zone Did the Euro Contribute to the Evolution of the Crisis?**, Policy Research Working Paper 6127, The World Bank Group, July 2012.

http://eba.europa.eu

http://ec.europa.eu/economy_finance

http://ec.europa.eu/europe2020/index_en.htm

http://ec.europa.eu/trade/creating-opportunities/bilateral-relations/statistics/

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/

http://www.bis.org

http://www.ecb.int/

http://www.efsf.europa.eu

http://www.eiu.com

http://www.esm.europa.eu

http://www.europarl.europa.eu

http://www.imf.org

http://www.oecd.org

http://www.worldbank.org

http://www.wto.org

EK-1: 2012 ve 2013 Yılı Uyarı Mekanizması Raporundaki MIP Skorbord Değerleri

	Cari Açık / GSYİH Son üç yıllık ortalaması (%)		Net Uluslararası Yatırım Pozisyonu / GSYİH		HICP'ye dayalı reel efektif döviz kurunda 3 yıllık değişim (%)		İhracat pazar payında 5 yıllık değişim (%)		Nominal birim işgücü maliyetindeki 3 yıllık değişim (%)		Konut Fiyat Endeksindeki yıllık değişim (%)		Özel Sektöre Kredi Akışı / GSYİH (%)		Özel Sektör Borcu / GSYİH (%)		Genel Kamu Sektörü Borcu / GSYİH (%)		İşsizlik oranının son 3 yıllık ortalaması (%)		Finansal sektör toplam yükümlülüklerinin yıllık değişimi %
Eşik Değer	**-%4 / +% 6**		**%35**		**±%5 & ±%11**		**-%6**		**%9 & % 12**		**+%6**		**%15**		**%160**		**%60**		**%10**		**%16.5**
	2011	**2010**	**2011**	**2010**	**2011**	**2010**	**2011**	**2010**	**2011**	**2010**	**2011**	**2010**	**2011**	**2010**	**2011**	**2010**	**2011**	**2010**	**2011**	**2010**	**2011**
Belçika	-0.3	-0.6	65.7	77.8	-0.5	1.3	-10.2	-15.4	6.2	8.5	-0.1	0.4	11.6	13.1	236	233	98	96	7.8	7.7	4.7
Bulgaristan	-3.4	-11.1	-85.6	-97.7	3.1	10.4	17.2	15.8	20.3	27.8	-9.0	-11.1	-6.7	-0.2	146	169	16	16	9.4	7.5	5.6
Çek Cum.	-3.0	-2.5	-49.3	-49.0	0.3	12.7	8.4	12.3	3.3	5.1	0.0	-3.4	2.5	1.7	78	77	41	38	6.9	6.1	3.8
Danimarka	5.0	3.9	24.5	10.3	-1.7	0.9	-16.9	-15.3	4.7	11.0	-4.9	0.5	-2.2	5.8	238	244	47	43	7.0	5.6	4.7
Almanya	5.9	5.9	32.6	38.4	-3.9	-2.9	-8.4	-8.3	5.9	6.6	1.4	-1.0	4.8	3.1	128	128	81	83	6.9	7.5	2.1
Estonya	2.8	-0.8	-57.8	-72.8	0.8	5.9	11.1	-0.9	-6.2	9.3	3.3	-2.1	6.8	-8.6	133	176	6	7	14.4	12.0	-4.4
İrlanda	0.0	-2.7	-96.0	-90.9	-9.1	-5.0	-12.2	-12.8	-12.8	-2.3	-15.2	-10.5	4.0	-4.5	310	341	106	93	13.3	10.6	-0.6
Yunanistan	-10.4	-12.1	-86.1	-92.5	3.1	3.9	-18.7	-20.0	4.1	12.8	-5.1	-6.8	-5.5	-0.7	125	124	171	145	13.2	9.9	-3.4
İspanya	-4.3	-6.5	-91.7	-89.5	-1.3	0.6	-7.6	-11.6	-2.1	3.3	-10.0	-3.8	-4.1	1.4	218	227	69	61	19.9	16.5	3.7
Fransa	-1.6	-1.7	-15.9	-10.0	-3.2	-1.4	-11.2	-19.4	6.0	7.2	3.8	5.1	4.0	2.4	160	160	86	82	9.6	9.0	7.3
İtalya	-2.9	-2.8	-20.6	-23.9	-2.1	-1.0	-18.4	-19.0	4.4	7.8	-2.0	-1.4	2.6	3.6	129	126	121	118	8.2	7.6	3.8
G. Kıbrıs	-8.4	-12.1	-71.3	-43.4	-0.9	0.8	-16.4	-19.4	8.8	7.2	-8.5	-6.6	16.1	30.5	288	289	71	62	6.6	5.1	-0.2
Litvanya	3.1	-0.5	-73.3	-80.2	-0.6	8.5	23.6	14.0	-15.0	-0.1	4.9	-3.9	-2.5	-8.8	125	141	42	45	18.1	14.3	-4.5
Letonya	0.0	-2.3	-52.6	-55.9	3.6	9.1	25.2	13.9	-8.4	0.8	2.4	-8.7	-0.8	-5.3	70	81	39	38	15.6	12.5	8.9
Lüksemburg	7.5	6.4	107.8	96.5	0.8	1.9	-10.1	3.2	12.5	17.3	1.5	3.0	2.5	-41.8	326	254	18	19	4.8	4.9	11.3
Macaristan	0.6	-2.1	-105.9	-112.5	-3.3	-0.5	-2.8	1.4	3.7	3.9	-4.1	-6.7	6.4	-18.7	167	155	81	81	10.7	9.7	-2.6
Malta	-4.3	-5.4	5.7	9.2	-3.0	-0.6	11.7	6.9	5.8	7.7	-2.3	-1.6	2.2	6.9	210	212	71	69	6.8	6.6	1.4
Hollanda	7.5	5.0	35.5	28.0	-1.6	-1.0	-8.2	-8.1	5.8	7.4	-4.0	-3.0	0.7	-0.7	225	223	66	63	4.2	3.8	7.2
Avusturya	2.2	3.5	-2.3	-9.8	-1.0	-1.3	-12.7	-14.8	5.9	8.9	-8.0	-1.5	4.1	6.4	161	166	72	72	4.4	4.3	-0.3

Polonya	-4.6	-5.0	-63.5	-64.0	-10.9	-0.5	12.8	20.1	4.3	12.3	-5.7	-6.1	7.1	3.8	80	74	56	55	9.2	8.3	4.4
Portekiz	-9.1	-11.2	-105.0	-107.5	-1.9	-2.4	-9.5	-8.6	0.9	5.1	-3.6	0.1	-3.2	3.3	249	249	108	93	11.9	10.4	-0.7
Romanya	-4.3	-6.6	-62.5	-64.2	-2.4	-10.4	22.8	21.4	12.9	22.1	-18.9	-12.1	1.8	1.7	72	78	33	31	7.2	6.6	4.3
Slovenya	-0.4	-3.0	-41.2	-35.7	-0.3	2.3	-6.1	-5.9	8.3	15.7	1.0	0.7	1.9	1.8	128	129	47	39	7.1	5.9	-1.3
Slovakya	-2.1	-4.1	-64.4	-66.2	4.3	12.1	20.9	32.6	4.4	10.1	-5.6	-4.9	3.3	3.3	76	69	43	41	13.4	12.0	1.2
Finlandiya	0.6	2.1	13.1	9.9	-1.3	0.3	-22.9	-18.7	9.1	12.3	-0.3	6.8	4.6	6.8	179	178	49	48	8.1	7.7	30.8
İsveç	6.6	7.5	-8.3	-6.7	3.9	-2.5	-11.6	-11.1	1.2	6.0	1.0	6.3	6.3	2.6	232	237	38	40	8.1	7.6	3.6
İngiltere	-2.2	-2.1	-17.3	-23.8	-7.1	-19.7	-24.2	-24.3	8.1	11.3	-5.4	3.4	1.0	3.3	205	212	85	80	7.8	7.0	8.5

Not: 2013 yılı Raporunda 2011 yılı verileri, 2012 yılı Raporunda 2010 yılı verileri kullanılmıştır.

EK-2: Ortak Tahvil İhracına Yönelik Önerilerin Karşılaştırılması

	Eurobills	**Mavi-Kırmızı Tahvil (Blue-Red Bonds)**	**İstikrar Tahvili (Stability Bonds)**	**Ödeme Paktı (Redemption Pact)**	**ESBies**
Garanti	Müşterek ve müteselsil	Mavi: Müşterek ve müteselsil Kırmızı: değil	Müşterek ve müteselsil + münferit	Müşterek ve müteselsil	Müşterek ve müteselsil değil
Garanti tutarı	GSYİH'nın %10'u	GSYİH'nın % 60'ına kadar	yok	GSYİH'nın % 60'ının üstünde	GSYİH'nın % 60'ına kadar
Dilim ve havuz	Dilim yok, havuz var	Dilim ve havuz var	Opsiyona göre değişmekte	Dilim ve kısmen havuz	Havuz
Kurala dayalı mali disiplin	Var. Kota sınırlaması	Var. SGP, altılı paket, ikili paket, mali sıkılaştırma, teminatlar.			Gerek yok
Piyasaya dayalı mali disiplin	Borcun kalanına ilişkin piyasada fiyat işareti	Kırmızı tahvilde fiyat işareti	Açık değil. Opsiyona bağlı.	Diğer borca ilişkin piyasada fiyat işareti	Gerek yok
Mali koordinasyon	Şart değil	Komite, mavi tahvilin bölüşümü, ortak bazı vergiler	Değişmekte. Biraz koordinasyon, biraz mali birlik	Çok koordinasyon, biraz mali birlik	Şart değil
Yeniden yapılanma	Öngörülmemekte	Kırmızı tahvil için evet, mavi tahvil için hayır	Tartışılmamış	Öngörülmemekte	Ülke düzeyinde, EJBs zararı emmekte.
Güvenli ve likit olma	Evet ama az	Evet ve çok	Opsiyona bağlı	Evet ama daha az ve geçici	Evet ve nisbeten fazla
Güvenin kaynağı	Vade ve garantiler	Garantiler, dilim ve havuzlar.	Opsiyona bağlı	Garantiler, dilim ve havuzlar.	Havuz
Yatırımcı tabanı	Ticari bankalar	Çeşitli. Kırmızı için bankalar değil	Çeşitli	Çeşitli	Çeşitli. EJBs için bankalar değil

Fiyat etkileri	Likidite primi. İkincil fiyatlarda sınırlı/sıfır etki	Likidite etkisi ve güven primine uçuş			Biraz prim
Ülkeler ve tutar	Aşama aşama artabilir, merkeze ihtiyaç var	Merkez küçük olabilir, tutar % 60'a kadar ayarlanabilir	Aşama aşama artabilir, merkeze ihtiyaç var	% 60'ın üzerindeki bütün ülkeler. 3-5 yıl içinde aşamalı artış	Başlangıçta orantılı, ama merkeze ihtiyaç var
Program ülkeleri	Yok. (Ülkeler piyasalara yeniden erişince)	Sadece yeniden yapılanma sonrası	Yok	Program sona erdikten sonra olabilir	Yok
Yeni ihraç veya tüm borç	Belli bir sınıra kadar yeni borç	% 60'a kadar yeni borç	Yeni borç	Belli bir kotaya kadar yeni borç	İkincil piyasadaki tüm borç
Çıkış imkânı	Ödenebilir, kendi borcun ihracı mümkün	Çekilmek mümkün (kırmızıya dönüş)	Yok ama erişim sınırlandırılabilir	% 60'da otomatik. Temerrüt halinde cezaî teminat	Geri dönmek mümkün

Kaynak: CLAESSENS et al., 2012, Tablo 2, 3, 4.

ÖZET

ERGİN, Numan Emre, Avrupa Birliği'nde Borç Krizi ve Krize Karşı Alınan Tedbirler, Yüksek Lisans Tezi, Danışman: Prof. Dr. Belgin Akçay, 219 s.

Küresel finansal kriz ve sonrasında Yunanistan'la başlayan borç krizine kadar ciddi bir ekonomik krizle karşılaşmayan Avro bölgesi ülkeleri, borç kriziyle birlikte önemli bir sınavla karşı karşıya kalmışlardır. Bugün, Avro bölgesinde yaşanan kriz sadece bir kamu borç krizi olmayıp aynı zamanda bankacılık, büyüme ve rekabet krizidir.

Borç krizinin temelinde hem sistemik nedenler, hem de krizi yaşayan ülkelerdeki makroekonomik dengesizlikler bulunmaktadır. Ekonomik ve Parasal Birliğe ilişkin kriterlere uyulmaması ve bu kriterlerin yetersizliği, bölgeye dâhil ülkelerin başta maliye politikaları olmak üzere, ekonomi politikalarında gerekli koordinasyonu ve disiplini sağlayamamaları, Avro sonrasında bölge ülkelerinin risk primlerinin piyasalar tarafından Almanya ile aynı düzeyde değerlendirilmesi, bölgedeki bankaların finansal piyasalara hâkim olması ve devlet tahvillerinin banka bilançolarında önemli bir yer tutması, Antlaşma'da yer alan kurtarma yapmama ilkesi ile krizin teşhis ve tedavisinde bölge ülkeleri arasındaki görüş farklılıkları krizin doğması ve derinleşmesindeki en önemli sistemik nedenlerdir.

Borç krizinin yaşandığı çevre ülkelerdeki makroekonomik dengesizliklerin de ortak noktaları bulunmaktadır. Avro sonrasında küresel finansal krize kadar düşen faizler ve artan likidite arzının etkisiyle yurt içi talep artmış, bunun sonucunda yapısal cari açıklar oluşmuş ve bu açıklar yurt dışından borçlanılarak finanse edilmiştir. Diğer taraftan, yurt içi talep artışı İspanya ve İrlanda'da konut fiyatlarının artmasına, sonrasında da konut balonunun patlamasına ve bankacılık krizine yol açmıştır. Yunanistan'daki krizin temelinde kamu maliyesindeki yapısal bozulmalar yer almaktayken, İtalya ve Portekiz'de ise en önemli problem düşük ekonomik büyüme ve rekabet gücü olmuştur.

Yunanistan'da başlayan borç krizi sadece bu ülke ile sınırlı kalmamış, Avro bölgesinin diğer çevre ülkelerine de yayılarak bölgesel bir hal almıştır. Ayrıca krizin dünya ticareti, gelişmiş, gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkeler üzerinde de önemli etkileri olmuştur. Krizle birlikte birçok Avrupa ülkesinde siyasi iktidarlar

değişmiştir. Bununla birlikte, krizin Avrupa entegrasyonunun derinleşmesini hızlandırması gibi bir etkisi de olmuştur.

Çevre ülkelerin krize karşı aldıkları en önemli tedbirler, mali konsolidasyon ve çeşitli yapısal reformlar içeren kemer sıkma paketleri olmuştur. AB ve Avro bölgesi düzeyinde ise üye ülkelerin uyguladıkları ekonomi politikalarındaki koordinasyonu artırmak için altılı paket, mali sıkılaştırma, makrokonomik dengesizlik prosedürü ve Avrupa Sömestri kabul edilmiştir. Avro bölgesinde finansal sistemin denetimini güçlendirmek adına makro ve mikro tedbirsel denetimi yapacak yeni AB kurumları oluşturulmuş, bankacılık birliği oluşturulması için ilk adımlar atılmıştır. AB genelinde ekonomik büyümeyi ve rekabet gücünü artırmak için Avrupa 2020 Stratejisi ve Avro Pakt kabul edilmiştir. Ayrıca, finansal sıkıntıdaki ülkelere destek sağlamak için mali yardım mekanizmaları oluşturulmuş ve ortak tahvil ihraç edilmesi için çalışmalar başlatılmıştır. Avrupa Merkez Bankası da sağladığı likidite desteği, geleneksel olmayan para politikası araçları ve üstlendiği yeni roller ile alınan tedbirlere destek sağlamıştır.

AB/Avro bölgesi düzeyinde krize karşı alınan tedbirler, gerek yapısında bulundurdukları eksikler, gerek zamanında alınmamaları, gerekse piyasaların beklediği büyüklükte olmamaları nedeniyle krizi yatıştırmada başarılı olamamıştır. Yine de söz konusu tedbirler, EPB'nin mali bir birliğe dönüşmesi için gerekli olan adımlardır. Avro bölgesinin bugün içinde bulunduğu krizden çıkabilmesi ve gelecekte benzer krizlerle karşılaşmaması için, EPB'nin bölgenin istikrarını bozan ülkelerden arındırılmış ve birbirine daha yakın ekonomiler arasında oluşturulan mali bir birliğe dönüşmesi gerekmektedir.

ABSTRACT

ERGİN, Numan Emre, Sovereign Debt Crisis in European Union and The Measures Taken Against It, Master's Thesis, Advisor: Prof. Dr. Belgin Akçay, p.219.

Eurozone countries, who didn't face any serious economic crisis until the global financial crisis and the sovereign debt crisis started in Greece, have been facing a serious challenge by the sovereign debt crisis. Today, the crisis in Eurozone is not just a sovereign debt crisis, but also a banking, growth and competition crisis.

The roots of the crisis lie in the systemic reasons and macroeconomic imbalances in peripheral countires of EU. Of these systemic reasons, the main ones are the inefficiency of the EMU criteria, disobedience of the member states to these criteria, failure in providing the fiscal discipline and the coordination among the economic policies of the member states, consideration of the risk premia of all Eurozone states at the same level with Germany, the huge scale of banks in the financial sector in Europe and the big size of the Eurozone sovereign securities in their balance sheets, the "no bail-out clause" in the Treaty and the divergence among Eurozone counties on the diagnosis and the cure of the crisis.

There are also commonalities among the macroeconomic imbalances in the peripheral countries. The decrasing interest rates after the inaugration of Euro and the increase in global liquidity supply caused a hike in domestic demand, which led to structural current deficits financed by external debt. The increase in domestic demand led to increase in house prices which caused a housing boom and a banking crisis in Ireland and Spain. The deterioration of public finances underpinned the debt crisis in Greece, whereas low economic growth and the loss of competitition were the major challenges for Italy and Portugal.

The sovereign debt cirisis started in Greece, but did not remain limited to this country and spilled over to the other peripheral Eurozone countries. Furthermore, the crisis had deep impacts on the world trade and the economies of the developed, developing and under-developed countries. The sovereign debt crisis also led to government changes in most European countries. On the other hand, the crisis also incite the deepening of integration in Europe.

The main reactions of the peripheral countries to the debt crisis were the austerity packages which included fiscal consolidation and various structural

reforms. The measures taken at the EU and Eurozone level are as follows: For enhancing the coordination among the economic policies of the member states six-pack, fiscal compact, macroeconomic imbalance procedure and the European Semester were enacted. For improving the financial supervision in Eurozone, new EU bodies were formed to make macro-prudential and micro-prudential supervision and first steps to form a banking union in Eurozone were taken. For enhancing the growth and competition, Europe 2020 Strategy and Euro Plus Pact were put in place. For helping the member states in financial needs, the financial assistance mechanisms were formed and studies to issue common debt in Eurozone were started. All these measures were supported by the European Central Bank with its liquidity support, non-standart monetary policy instruments and new roles undertaken.

The measures taken against the debt crisis at the EU/Eurozone level have not been successful in alleviating the crisis, because they have flaws, they weren't taken in time and they weren't big enough to satisfy the markets. Nevertheless, those measures are necessary steps to transform EMU into a fiscal union. In order to exit from today’s debt crisis and not to face a similar one in the future, EMU should be transformed into a fiscal union which is eliminated from countries risking its stability and should be composed of limited number of countries with more converged economies.