

**AVRUPA PARASAL BİRLİĞİ PİYASA DİSİPLİNİNİ ZAYIFLATIR
MI? KAMU MALİYESİ RİSKİNİN UZUN DÖNEMLİ KAMU
TAHVİL GETİRİLERİNDE FİYATLANDIRILMASI**

Etkin ÖZEN

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü
Ankara, Haziran 2010

**AVRUPA PARASAL BİRLİĞİ PİYASA DİSİPLİNİNİ ZAYIFLATIR
MI? KAMU MALİYESİ RİSKİNİN UZUN DÖNEMLİ KAMU
TAHVİL GETİRİLERİNDE FİYATLANDIRILMASI**

Etkin ÖZEN

Danışman
Doç. Dr. Ümit ÖZLALE

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü
Ankara, Haziran 2010

ÖNSÖZ

Bu çalışmanın hazırlanmasındaki değerli ve özverili katkıları nedeniyle Doç. Dr. Ümit Özlale'ye teşekkürlerimi sunarım.

Çalışmada kullanılan verilerin toparlanmasındaki yardımları nedeniyle Aysun Öztürk'e, eleştirileri ve önerileri ile desteğini esirgemeyen Dr. İbrahim Ünalınış'a, bu çalışmanın hazırlanması sırasında son ana kadar değerli birikimlerini benimle paylaşan Gamze Küsmen, Durukan Payzanoğlu ve Ferhat Çamlıca ile yardımlarını esirgemeyen İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü'ndeki çalışma arkadaşlarıma ve yöneticilerime çok teşekkür ederim.

Bu çalışmanın hazırlanması süresince gösterdikleri destek için aileme teşekkürlerimi sunarım.

Bu çalışmadaki hatalar yalnızca bana aittir.

Etkin Özen

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
TABLO LİSTESİ.....	v
GRAFİK LİSTESİ.....	vi
KISALTMA LİSTESİ.....	vii
EK LİSTESİ.....	ix
ÖZET.....	x
ABSTRACT.....	xi
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

EURO BÖLGESİ ÜLKELERİNDE TAHVİL GETİRİLERİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ	4
1.1. Euro Bölgesi Kamu Tahvil Faiz Farklarının Gelişimi.....	4
1.2. Euro Bölgesi Kamu Maliyesindeki Gelişmeler.....	7
1.3. Euro Bölgesi Kamu Tahvil Faiz Farkları ve Kamu Maliyesi Gelişmeleri.....	8

İKİNCİ BÖLÜM

PIYASA DİSİPLİNİ, TEORİK ÇERÇEVESİ ve EURO BÖLGESİ DÜZENLEMELERİ	11
2.1. Piyasa Disiplini Tanımı.....	11
2.2. Piyasa Disiplini İçin Gerekli Koşullar ve Euro Bölgesi Düzenlemeleri.....	13
2.2.1. Parasal Bir Birlikte Ülkelerin Mali Disiplinini Sağlamaya Yönelik Görüşler ve Düzenlemeler.....	16
2.2.2. İstikrar ve Büyüme Paktı.....	19
2.2.3. Bir Parasal Birlikte İflas ve Kurtarma Riskleri.....	21

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

EURO BÖLGESİ TAHVİL FAİZ FARKLARININ BELİRLEYİCİLERİ	24
3.1. Literatür Taraması	24
3.1.1. Gelişmiş Ülkeler ve Euro Bölgesi	24
3.1.1.1 Kamu Maliyesi ve Makroekonomik Göstergelerin Faiz Farklarıyla İlişkisi	24
3.1.1.2. Likidite Koşullarının Faiz Farklarıyla İlişkisi	26
3.1.1.3. Uluslararası Risk Algılamasının Faiz Farklarıyla İlişkisi	26
3.1.1.4. Ekonomi Haberlerinin Faiz Farklarıyla İlişkisi	27
3.1.2. Gelişmekte Olan Ülkeler	27
3.1.2.1. Uluslararası Risk Algılamasının Faiz Farklarıyla İlişkisi	27
3.1.2.2. Kamu Maliyesi ve Makroekonomik Göstergelerin Faiz Farklarıyla İlişkisi	28
3.1.2.3. Siyasi Risk ve Avrupa Birliği Etkisinin Faiz Farklarıyla İlişkisi	30
3.2. Avrupa Parasal Birliği'nde Kamu Tahvil Faiz Farklarının Belirleyicileri: Kriz öncesi ve Kriz Sonrası Dönem İçin Verilerin Değerlendirilmesi	30
3.2.1. Kamu Borcu ve Faiz Farkları	30
3.2.2. Bütçe Dengesi ve Faiz Farkları	32
3.2.3. Cari İşlemler Dengesi ve Faiz Farkları	34
3.2.4. Likidite ve Faiz Farkları	35
3.2.5. Genel Değerlendirme	37

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

AB KOŞULLUĞU ve KÜRESEL KRİZ	38
4.1. Krize Karşı Koruyuculuk Açısından Siyasi Birlik	38
4.2. Avrupa Birliği ve IMF Koşullulukları	39
4.2.1. Avrupa Birliği Koşulluluğu	40
4.2.2. IMF Koşulluluğu	41
4.3. AB Koşulluluğunun Genel Değerlendirmesi	43

BEŞİNCİ BÖLÜM

EKONOMETRİK ANALİZ	44
---------------------------------	----

5.1. Panel Veri Analizi	44
5.1.1 Görünürde İlişkisiz Regresyon ve Panel Analizi	46
5.2. Risk Göstergelerinin Faiz Farklarındaki Değişim Üzerindeki Etkisinin Test Edilmesi	47
5.2.1. Veriler	48
5.2.1.1. Ulusal Risk Göstergeleri	49
5.2.1.2. Diğer Başlıca Risk Göstergeleri	50
5.3. Ekonometrik Model ve Sonuçlar	53
5.3.1. Faiz Farklarındaki Değişimi Etkileyen Faktörler	54
5.4. Ampirik Sonuçların Genel Değerlendirmesi	57

ALTINCI BÖLÜM

EURO BÖLGESİ DÜZENLEMELERİNİN PİYASA DİSİPLİNİNE ETKİSİ ÜZERİNE BİR DEĞERLENDİRME	59
6.1. Kurallara karşı İhtiyari Yaklaşım: İstikrar ve Büyüme Pakti'nin Etkisizliği	59
6.1.1. Kurallara Karşı İhtiyari Yaklaşım	60
6.1.2. İstikrar ve Büyüme Pakti, Kurtarma Olasılığı ve Piyasa Oyuncuları	62
6.2. Küresel Tasarruf Fazlası	64
6.3. Avrupa Merkez Bankası'nın Karşılık Politikası ve Getiri Farkları	64
6.4. Euro Bölgesi Düzenlemelerine İlişkin Genel Değerlendirme	67

YEDİNCİ BÖLÜM

APB'de PİYASA DİSİPLİNİ: ÜYELER, ADAYLAR VE TÜRKİYE AÇISINDAN DEĞERLENDİRME	69
7.1. Avrupa Parasal Birliği Üyeleri	69
7.2. Avrupa Parasal Birliği Adayları	70
7.3. Türkiye Açısından Piyasa Disiplini	71

SEKİZİNCİ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER	75
KAYNAKÇA	79
EKLER	85

TABLO LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 5.1. Veriler ve Tanımlamaları.....	52
Tablo 5.2. AB Ülkeleri ve Türkiye, 1999-2009 Dönemi SUR Analizi Tahmin Sonuçları.....	55
Tablo 5.3. AB Ülkeleri ve Türkiye, 1999-2006 Dönemi SUR Analizi Tahmin Sonuçları.....	56
Tablo 5.4. AB Ülkeleri ve Türkiye, 2006-2009 Dönemi SUR Analizi Tahmin Sonuçları.....	57

GRAFİK LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Grafik 1.1. Euro Bölgesi Tahvil Getirileri, 1993-2003 yılları arası.....	5
Grafik 1.2. Euro Bölgesi Tahvil Getirileri, 2003-2010 yılları arası.....	6
Grafik 3.1. Euro Bölgesi 10 yıllık Kamu Tahvil Faiz Farkları ve Kamu Borcu (2006 Ç4).....	31
Grafik 3.2. Euro Bölgesi 10 yıllık Kamu Tahvil Faiz Farkları ve Kamu Borcu (2009 Ç4).....	32
Grafik 3.3. Euro Bölgesi 10 yıllık Kamu Tahvil Faiz Farkları ve Bütçe Dengesi (2006 Ç4).....	33
Grafik 3.4. Euro Bölgesi 10 yıllık Kamu Tahvil Faiz Farkları ve Bütçe Dengesi (2009 Ç4).....	33
Grafik 3.5. Euro Bölgesi 10 yıllık Kamu Tahvil Faiz Farkları ve Cari İşlemler Dengesi (2006 Ç4).....	34
Grafik 3.6. Euro Bölgesi 10 yıllık Kamu Tahvil Faiz Farkları ve Cari İşlemler Dengesi (2009 Ç4).....	35
Grafik 3.7. Euro Bölgesi 10 yıllık Kamu Tahvil Faiz Farkları ve Likidite (2006 Ç4).....	36
Grafik 3.8. Euro Bölgesi 10 yıllık Kamu Tahvil Faiz Farkları ve Likidite (2009 Ç4).....	37
Grafik 7.1. Başlıca Ülkelerin CDS Oranları, değişimleri ve Kredi Notları.....	72

KISALTMALAR

AAP	: Aşırı Açık Prosedürü
AB	: Avrupa Birliği
AK	: Avrupa Komisyonu
AMB	: Avrupa Merkez Bankası
AMBS	: Avrupa Merkez Bankaları Sistemi
APB	: Avrupa Parasal Birliği
BD	: Bütçe Dengesi (GSYH'ye oranı)
BO	: Brüt Kamu Borcu (GSYH'ye oranı)
CD	: Cari Denge (GSYH'ye oranı)
CDS	: Kredi İflas Takası
DABD	: Döngüsellikten arındırılmış bütçe dengesi
ECOFIN	: Euro Bölgesi Ekonomi ve Maliye Bakanları
EMBI-TUR	: Gelişmekte olan piyasalar eurobond tahvil endeksi- Türkiye
ERM-II	: Döviz Kuru Mekanizması-II
EUROSTAT	: Avrupa Topluluğu İstatistik Ofisi
FED	: ABD Merkez Bankası
FX	: Döviz Kuru
GLS	: Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi

GSYH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
İBP	: İstikrar ve Büyüme Paktı
IMF	: Uluslararası Para Fonu
KK	: Kriz Kukla Değişkeni
LIBOR	: Bankalararası Para Piyasası Faiz Oranı
LIK	: Likidite Göstergesi
OLS	: En Küçük Kareler Yöntemi
SUR	: Görünürde İlişkisiz Regresyonlar Yöntemi
SPR	: 10 yıllık Kamu Tahvili Faiz Farkı
TED	: 3 Aylık Hazine bonosu ile LIBOR Faizi Farkı
VIX	: S&P 500 Oynaklık Endeksi

EK LİSTESİ

Sayfa No

Ek. Döngüsellikten Arındırılmış Bütçe Dengesinin Hesaplanması.....85

ÖZET

Euro Bölgesi'nde kamu tahvil faiz farklarının, Euro'ya geçişten küresel krizin başlangıcına kadar olan dönemde, kamu maliyesi ve diğer risk göstergelerine tepkisinin oldukça sınırlı olduğu gözlenmiştir. Bu durum, Euro Bölgesi'nde piyasa disiplininin çalışmadığı kaygısını doğurmuştur. Kriz sırasında ise, faiz farkları, kamu mali disiplini sağlayamamış ülkelerde sert biçimde yükselmiştir. Avrupa Parasal Birliği'nin disipline edici koşulluluğunun görece zayıflığı ve birliğin siyasi anlamda kriz yönetimi mekanizmasının olmaması, parasal birliğin krizlere karşı koruyuculuğunu azaltmıştır. Panel veri kullanılarak yapılan analizde, faiz farklarındaki değişim ele alındığında kriz öncesi dönemde yüksek borç yükü, bütçe açığı ve diğer değişkenlerin faiz farklarındaki değişime katkısı istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Kriz sırasında ve sonrası dönemde ise bu değişkenlerin açıklama gücünün oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Kriz öncesi dönem için bulunan sonuçların, Euro Bölgesi'nde piyasa disiplini destekleyecek mekanizmaların yeterince güvenilir olmamasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Faiz farklarında kriz sırasında görülen oynaklık ve sıçrama ise, riskten kaçınma güdüsüyle daha önce görmezden gelinen risklerin fiyatlandırılmasından kaynaklandığı söylenebilir. Avrupa Birliği'ne aday ülke olarak Türkiye'nin 2001 krizinden bu yana sürdürdüğü reform sürecini ve makroekonomik istikrarını koruması, mevcut üyelerin içinde buldukları sorunlarla karşılaşmaması için büyük önem taşımaktadır.

Anahtar Kelimeler: Avrupa Birliği, Avrupa Birliği Koşulluğu, Avrupa Parasal Birliği, Avrupa Merkez Bankası, Faiz Farkı, İstikrar ve Büyüme Paketi, Kamu Maliyesi Risk Göstergeleri, Kurtarma Olasılığı, Küresel Kriz, Piyasa Disiplini.

ABSTRACT

The response of the Euro Area government bond spreads to the changes in sovereign and other risk indicators had been considerably limited since the introduction to the euro until the beginning of the global financial crisis. This phenomenon raises the question that the market discipline in the European Monetary Union is obstructed. On the contrary, the spreads of the countries, which were not able to establish fiscal discipline, have risen sharply and stayed at high levels. The weakness of the European Union and European Monetary Union conditionality, and the absence of crisis management mechanism in the union deteriorated its protective role against the crisis. By using panel data analysis, it is found that the fiscal variables such as debt level and budget deficits were not significant determinants of the changes in spreads before the global crisis. However, those variables are quite significant during and after the crisis. Those results for the pre-crisis period might be reasoned by the lack of credibility of European Monetary Union institutions for supporting market discipline. On the other hand, it can be said that reassessment of the risk by the market players might have contributed to the sharp increase and high volatility observed in spreads in crisis period. As a candidate country to the European Union, it is essential that Turkey should continue the reform process initiated after 2001 and to sustain macroeconomic discipline in order to avoid similar problems that the old members are currently facing.

Key Words: Bail-Out Risk, European Union, European Union Conditionality, European Central Bank, European Monetary Union, Global Crisis, Market Discipline, Public Finance Risk Indicators, Spread, Stability and Growth Pact.

GİRİŞ

Avrupa Parasal Birliği'ne (APB) geçişten önce Euro Bölgesi ülkelerinin tahvil faizlerinin çeşitli risklerden dolayı birbirlerinden oldukça farklı oldukları gözlenmiştir. Maastricht Kriterleri'nin uygulanmasının ardından Euro'ya geçişle birlikte, 10 yıllık kamu tahvili getirileri büyük bir hızla birbirlerine yakınsamış ve faiz farkları¹ ciddi biçimde daralmıştır. Bu daralmanın büyük bir kısmı literatürde de belirtildiği üzere, ülkeler arasında kur riskinin ortadan kalkmasından kaynaklanmaktadır.

Kur riskinin olmadığı bir ortamda ülke faiz farkları dört ana etkenden şekilleniyor olabilir. Öncelikle faiz farkları, ülkeler arasındaki kamu maliyesindeki kırılganlığı ve ulusal risk seviyesini yansıtıyor olabilir. İkinci olarak, faiz farkları, söz konusu tahvillerin likidite farklılıklarından kaynaklanabilir. Üçüncüsü, faiz farkları, yatırımcıların risk algılamalarındaki dışsal etkenlerden kaynaklanan değişiklik sonucu gerçekleşebilir. Son bir etken olarak, kurumsal düzenlemeler de faiz farkları genel seviyesinin belirlenmesinde etkili olabilir.

Euro'ya geçiş aşamasından sonra kamu tahvil faiz farklarındaki değişim küresel krizin başlangıcına kadar oldukça sınırlı olmuştur. APB'ye girerken Maastricht Kriterleri'ne uyum sağlayan ya da sağlayamadıkları kriterler için taahhütte bulunan ülkelerin, APB'ye geçtikten sonra bu disiplini sağlayamadıkları, ancak piyasaların buna karşılık daha yüksek bir faiz talep etmedikleri görölmektedir. Ülkelerin ulusal risklerinin önemli göstergelerinden olan kamu maliyesi durumlarındaki farklılıklara rağmen, bu göstergelerin faiz farkları üzerindeki etkisinin beklenenden düşük olması hatta bazı durumlarda olmaması, piyasaların ekonomileri daha sağduyulu politikalar izlemeleri

¹ Bu çalışmada faiz farkı, söz konusu Euro Bölgesi üyesi ülkenin en çok işlem gören 10 yıl vadeli kamu tahvilinin ikincil piyasadaki getirisi ile referans ülke olarak kabul edilen Almanya'nın 10 yıl vadeli kamu tahvil getirisi arasındaki farkı ifade etmektedir.

konusunda disipline edip etmediği yönündeki kuşkuları arttırmıştır.

Piyasa disiplini, bütçe açığının ya da borçluluğun artmasından dolayı piyasaların tahvili ihraç eden ülke ya da kurumlardan daha yüksek risk primi talep etmeleri olarak tanımlanabilir. Piyasa disiplininin çalışmadığı durumlarda, ülkelerin kamu maliyelerinin giderek bozulması muhtemeldir. Özellikle üye ülkelerin bağımsız para politikasının bulunmadığı Euro Bölgesi'nde, kamu maliyesindeki bozulmadan kaynaklanan faiz oranları artışı ciddi maliyetler doğurabileceği gibi, bozulan kamu maliyesi şoklara karşı söz konusu üye ülkelerin manevra kabiliyetini de kısıtlamaktadır.

Bu durum küresel kriz döneminde de açıkça görülmüştür. Krize yüksek kamu borcu ve bütçe açığı ile giren üye ülkeler, krizden diğerlerine göre daha sert biçimde etkilenmiştir. Krizin patlak vermesiyle birlikte değişen risk algılaması sonrasında, özellikle Eylül 2008'den sonra, faiz farkları ciddi biçimde artmış ve krizin etkilerinin hafiflediği, 2009'un ikinci yarısına kadar yüksek seyretmiştir. Bu dönemden sonra da özellikle Yunanistan ve İrlanda gibi bazı üye ülkelerin ulusal riskleri², kriz sonrası döneme özgü risk algılamasındaki değişimle birlikte yüksek fiyatlandırılmaya devam etmiştir.

Euro Bölgesi'nde faiz farklarını etkileyen temel unsurları incelemek suretiyle piyasa disiplininin çalışıp çalışmadığını anlamak, hem APB üyesi ülkeler, hem APB'ye aday ülkeler hem de Avrupa Birliği'ne (AB) aday ülkeler için önem teşkil etmektedir. Piyasa disiplininin çalışması ve ülkelerin daha disiplinli politikalar takip etmesi, para politikasının şoklara karşı bir araç olarak kullanılmadığı bir ortamda, maliye politikalarının daha etkin bir şekilde kullanılmasını, risk primindeki artışın sınırlanmasını ve ülkelerin krizlere karşı daha dayanıklı olmasını sağlayacaktır.

Bu çalışmanın temel amacı, AB koşulluğu'nun zayıflığının piyasa disiplinine katkısını ve APB'de piyasa disiplininin çalışıp çalışmadığını anlamak için, başta kamu maliyesi değişkenleri olmak üzere, genel kabul

² TCMB'nin internet sitesindeki (<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/sozluk.htm>) tanımına göre ulusal risk, bir yatırımcının yerleşik olduğu ülke dışında bir ülke menkul kıymetine yatırım yaptığında karşılaştığı risk olarak tanımlanmaktadır. Yatırım yapılan ülke merkez bankasının ya da yetkili otoritesinin döviz kuru düzenlemelerini değiştirerek döviz cinsinden yükümlülüklerinin değerini azaltabilmesi ya da tamamen sıfırlayabilmesi, borcu veya faiz ödemelerini gerçekleştirmemesi gibi riskler ulusal riski oluşturmaktadır.

görmüş risk göstergelerinin faiz farkları üzerindeki etkisini incelemektir. Bulunan sonuçlar üzerinde Euro Bölgesi ekonomik yönetim ve kurumsal düzenlemelerinin etkisinin yanı sıra, AB üyesi APB adayları ve AB adayları açısından piyasa disiplini tartışılacak diğer konulardır.

Literatürde bu çalışmanın temel amacına yönelik bulunan çalışmaların ortak çıkarımı, Euro Bölgesi faiz farkları üzerinde en etkili açıklayıcı değişkenin uluslararası risk algılaması olduğu, likidite göstergelerinin de farklar üzerinde etkisinin olduğu yönündedir. Genel olarak, kamu maliyesi göstergelerinin faiz farklarındaki değişimi açıklama gücünde farklılıklar görülmektedir.

Bu çalışmada ise, faiz farklarındaki değişimi açıklayan faktörler kriz öncesi ve kriz sonrası dönem için, APB üyeleri, yeni AB üyeleri ve de Türkiye verileri panel veri analizi yöntemi kullanılarak incelenmiş, bu faktörlerdeki değişimlerin faiz farklarındaki değişime etkisi ele alınmıştır. Bulunan sonuçlar, Euro Bölgesi ekonomik yönetim ve kurumsal düzenlemeleri içerisinde değerlendirilmiştir.

Bu çerçevede ilk olarak, tahvil faiz farklarının tarihsel gelişimi incelenmiştir. Daha sonra, piyasa disiplini kavramının teorik çerçevesi ve Euro Bölgesi düzenlemelerine ilişkin bilgiler verilmiştir. Faiz farklarını açıklayan değişkenlere ilişkin literatür taramasının verildiği bölümün ardından, faiz farkları ve başlıca risk göstergelerinin kriz öncesi ve sonrası durumları ele alınmıştır. AB koşulluluğunun AB'nin krizlere karşı koruyucu rolüne etkisinin ele alındığı bölümün ardından, faiz farkları üzerinde etkili olan risk göstergeleri ampirik olarak değerlendirilmiş ve AB kurumsal düzenlemelerinin ampirik sonuçlar üzerinde etkili olabileceği tartışılmıştır. Üye ve aday ülkeler nezdindeki değerlendirmenin ardından, sonuç ve çekinceler sunulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

EURO BÖLGESİ ÜLKELERİNDE TAHVİL GETİRİLERİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ

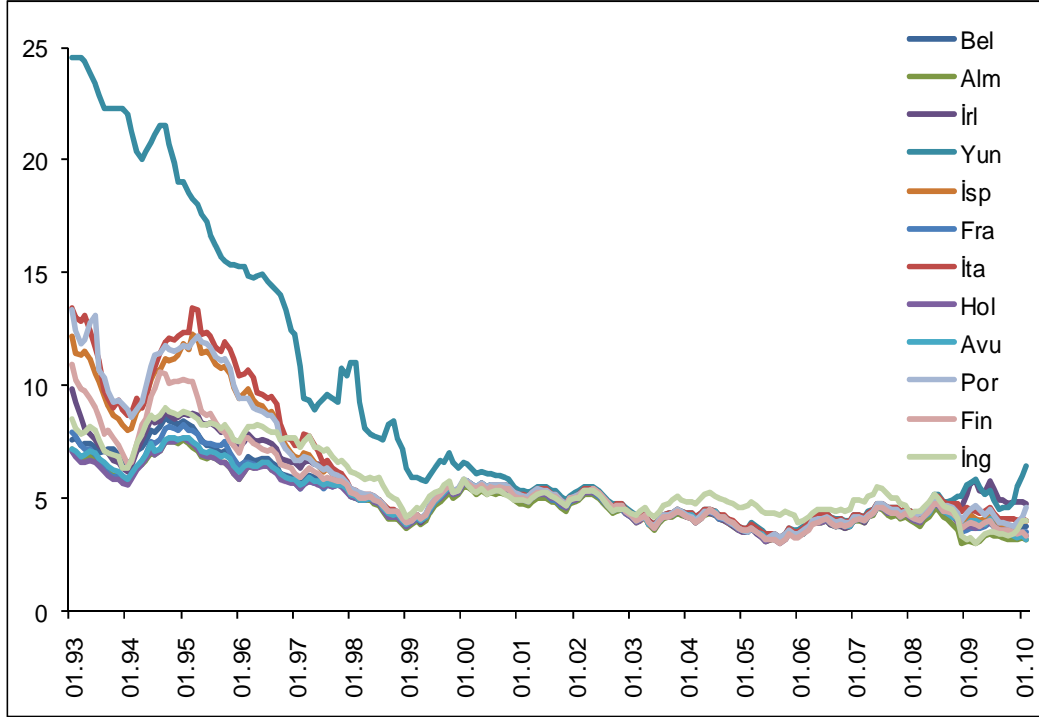
1990'lı yıllardan itibaren küresel fon ve tasarruf hacminin artmasıyla dünya genelinde kamu tahvillerine olan talebin, ülkelere özgü koşullara göre uluslararası yatırımcıların tercihlerinden daha çok etkilendiği gözlenmektedir (IMF, 2009). Aynı şekilde, Euro Bölgesi kamu tahvillerinin fiyat hareketlerinde de küresel risk iştahına paralel bir seyir gözlemlendiği, ekonomik temellerin rolünün ise giderek azaldığı tartışma konusu olmaktadır. Bu tartışmayı daha iyi anlayabilmek için, kamu tahvil faiz farklarının gelişimine bakmakta fayda görülmektedir.

1.1. Euro Bölgesi Kamu Tahvil Faiz Farklarının Gelişimi

Euro'ya geçişten önce, kamu tahvillerinin faiz farklarının oluşmasında dört ana etkenin rol oynadığı gözlenmiştir. Bunlar sırasıyla, döviz kuru dalgalanmalarına yönelik beklentiler, ülkeler arasındaki farklı vergi uygulamaları, kredi riski ve likidite riski olarak sayılmıştır [Avrupa Merkez Bankası (AMB), 2006]. Ancak, Euro'ya geçiş öncesinde Euro'ya geçecek ülkelerde vergi uygulamalarının büyük ölçüde uyumlaştırılması ve üye ülkelerin döviz kuru dalgalanmalarına yönelik riskin de Euro'ya geçiş sonrasında ortadan kalkması sonucu, faiz farklarının oluşumunda kredi riskinin ve likidite riskinin iki ana değişken olması gerektiği beklenmektedir.

Euro Bölgesi tahvil getirileri, 1 Ocak 1999 tarihinde Euro'ya geçiş öncesinde birbirlerine yakınsamaya başlamışlardı (bkz. Grafik 1.1). Euro'ya geçiş aşamasında, ülkelerin Maastricht Kriterleri çerçevesinde, enflasyon oranlarını düşürmeleri, bütçe disiplini sağlamaya yönelik uygulamaları, Döviz Kuru Mekanizması (ERM-II) yardımıyla döviz kurunun istikrar

kazanması gibi faktörler; getirilerin yakınsamasında etkili olmuştur. Bu yakınsamadaki en önemli etken, kur risk priminin ortadan kalması olmuştur. Ayrıca, ülkelerin bağımsız para politikalarından vazgeçip, kamu borçlarının parasallaştırılması olasılığını ortadan kaldırmaları da risk algılamasının azalmasında etkilidir.

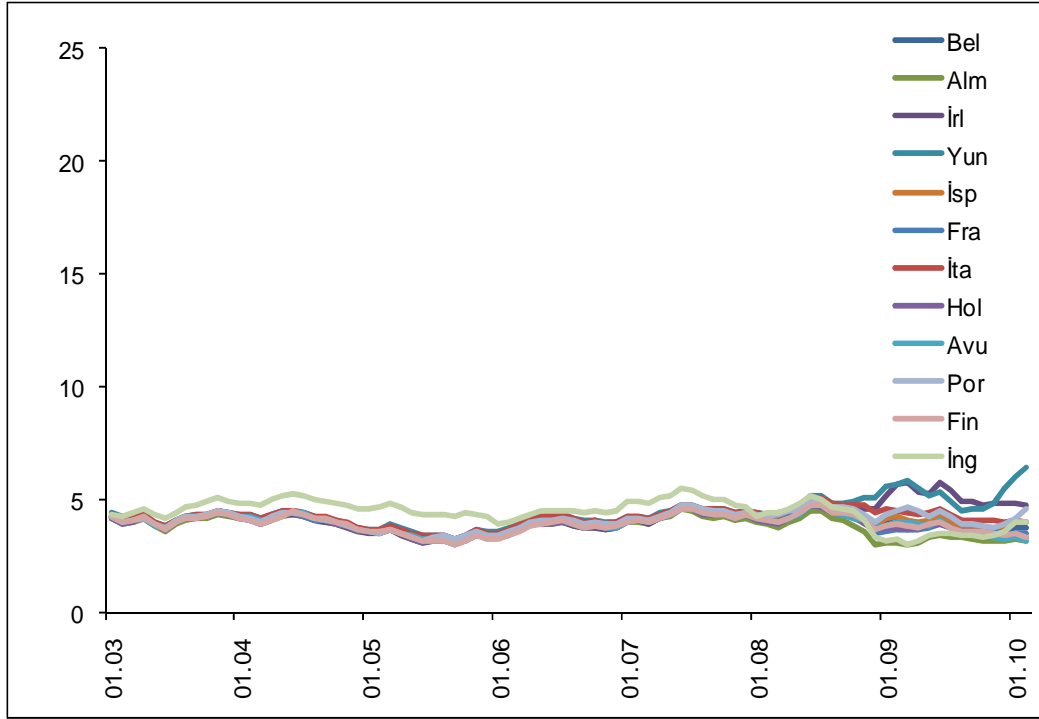


Grafik 1.1. Euro Bölgesi Tahvil Getirileri, 1993-2003 yılları arası, %

Kaynak: Avrupa Komisyonu ve AMB

Euro'ya geçişle birlikte tahvil getirilerinin birbirine yakınsaması, döviz kurunun risk fiyatlamasındaki rolünün büyüklüğüne işaret etmektedir. 1998 sonunda Euro'ya dahil olacak ülkelerin 10 yıllık tahvil getirileri ile, gösterge niteliği taşıyan Almanya'nın tahvil getirisi arasındaki faiz farkı ortalama 30 bp civarına gerilemiştir. Bu fark, 10 sene öncesinde birçok AB üyesi için yaklaşık olarak 400-600 baz puan (bp) arasındaydı.

1999'dan bu yana ise gösterge olarak kabul edilen Alman tahvilleri ile diğer Euro Bölgesi ülkelerinin tahvilleri arasındaki fark zaman zaman dalgalanma gösterse de, 2007-2009 finansal krizinin yaşandığı döneme kadar oldukça dar bir koridorda seyretmeye devam etmiştir (bkz, Grafik 1.2).



Grafik 1.2. Euro Bölgesi Tahvil Getirileri, 2003-2010 yılları arası, %

Kaynak: Avrupa Komisyonu ve AMB

Bu dönemde faiz farklarının gelişimi, dört dönemde ele alınabilir.

(i) 1999-2001 arası: Bilişim sektöründe yaşanan köpüğün patlaması ve 11 Eylül saldırılarının ardından görülen makroekonomik durgunluğun aşılması için uygulanan genişleyici para ve maliye politikalarının uygulandığı dönemde, riskten kaçınma güdüsüyle de birlikte faiz farklarında oldukça düşük bir artış gerçekleşmiştir.

(ii) 2001-2005 arası: Küresel likiditenin arttığı bir dönemde, Euro Bölgesi ülkelerinin maliye politikasında görülen bozulmaya rağmen, faiz farklarındaki daralma devam etmiş ve sonrasında istikrarlı bir seyir izlemiştir.

(iii) 2005-2007 arası: Kamu maliyesindeki sorunlarla birlikte kredi notlarında indirimle gidilmesiyle, İtalya, Yunanistan ve Portekiz tahvillerinin faiz farklarının bir miktar yükseldiği ancak ciddi bir sıçrama yapmadığı görülmüştür.

(iv) 2007-2009 arası: Ekim 2007'den başlayarak özellikle de Eylül 2008 sonrasında, küresel finansal krizin başlaması ve yoğunlaşmasıyla Euro Bölgesi tahvilleri ile gösterge Alman tahvili arasındaki fark giderek açılmıştır. Euro Bölgesi ülkelerinin makro ekonomik göstergelerinde ciddi değişimler olmamasına rağmen, kamu tahvil faiz farklarında ciddi sıçramalar görülmektedir. Bir taraftan artan risk algılaması ile yatırımcıların daha az riskli finansal araçlara yönelmesi, diğer taraftan ise piyasa oyuncularının ülkelerin ulusal riskleri ve diğer riskler konusunda daha seçici olmaları faiz farklarındaki artışın temel nedenleri olarak görülmektedir. 2009'un son çeyreğinde Yunanistan ve İrlanda dışındaki diğer ülkelerin faiz farklarının kriz öncesi seviyeye göre daha düşük seyrettiği görülmektedir. Bu durumda, piyasaların mevcut riski daha fazla fiyatladıkları ve riski düşük varlıklara yönelme davranışının kalıcı olduğu görülmektedir.

1.2. Euro Bölgesi Kamu Maliyesindeki Gelişmeler

Euro Bölgesi ülkelerinin üyelik öncesi gözlenen bütçe açıklarındaki azalma eğilimi, üyelik sürecinin ilk yıllarında da sürmüştür. 1995'te % 5 olan Euro Bölgesi bütçe açığı/Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) ortalaması, 2000 yılında bütçe dengesine dönüşmüştür. Ancak, bu dönemin ardından, kamu maliyesinde bozulmalar gözlenmeye başlamıştır. Euro Bölgesi mevcut ekonomisindeki zayıflamaya karşılık olarak, vergi indirimleri ve kamu harcamalarının artırılması sonucu Euro Bölgesi bütçe açığı/GSYH ortalamasının 2004 yılı itibariyle yaklaşık % 3'e yükseldiği gözlenmektedir. Bu dönemde, parasal bir birlikte kamu maliyesi disiplini sağlamaya yönelik olarak oluşturulan İstikrar ve Büyüme Paketi'nin (İBP) uygulanmasına ve bu paktın kredibilitesine yönelik tartışmalar³ yoğunlaşmıştır. Bu tartışmalar üzerine, birçok üye ülkenin daha disiplinli bir maliye politikası uyguladıkları ve ekonomik konjonktürün de olumlu seyretmesi sonucu bütçe açıklarını

³ Pakt ve Paktın işleyişine ilişkin bilgi bir sonraki bölümde yer almaktadır.

azalttıkları gözlenmiştir. 2007 yılı itibariyle Euro Bölgesi ortalama bütçe açığı/GSYH oranı % 0.6'ya gerilemiştir.

Euro Bölgesi genelinde kamu maliyesinin sürdürülebilirliği açısından kamu borcu/GSYH oranlarındaki gelişmelere bakıldığında, 1998'de % 73 olan oranın 2007'de % 68'e gerilediği gözlenmiştir. Bu gerileme; Almanya, Fransa ve Portekiz haricindeki tüm ülkelerde gözlenirken, 2007 yılında 6 ülkenin % 60'ın üzerinde bir orana sahip olduğu, İtalya ve Yunanistan'ın borçluluk oranlarının ise % 100'ün üzerinde seyrettiği gözlenmektedir.

Düşük faiz oranlarının etkisiyle, APB'nin başlangıcından bu yana faiz ödemelerinin de azaldığı gözlenmektedir. 1998'te % 4.6 olan faiz harcamaları/GSYH oranı, 2007'ye gelindiğinde % 3'e gerilemiştir. Bu gerilemede özellikle, yüksek borç oranına sahip olan bazı ülkelerin, APB'ye geçtikten sonra faydalandıkları Euro Bölgesi düşük faiz ortamı etkili olmuştur.

Euro Bölgesi genelindeki bu iyileşmeye rağmen, üye ülke bazında uygulamalarda farklılıklar göze çarpmaktadır. Euro Bölgesi bütçe açığı/GSYH oranının tepe noktasına ulaştığı 2003 ve 2004 yılından 2007 yılına kadar olan dönemde birçok ülke İBP'nin yaptırım mekanizmalarından olan Aşırı Açık Prosedürü (AAP) ile karşı karşıya kalmışlardır. Ne var ki, bu ülkelere karşı APB genelinde hiçbir yaptırım uygulanmamıştır. Bu ülkeler, Fransa, Almanya, Yunanistan, İtalya, Hollanda ve Portekiz'dir.

1.3. Euro Bölgesi Kamu Tahvil Faiz Farkları ve Kamu Maliyesi Gelişmeleri

Hem mevcut veriler hem de geçmiş veriler, Euro Bölgesi üye ülkelerinin bütçe açığı ve borçluluk göstergeleri arasında ciddi farklılıkların halen sürdüğünü göstermektedir. Özellikle, 2001-2007 arası dönemde kamu maliyesi göstergelerindeki bozulma ve ülkelerarası göstergelerin giderek farklılaşmasına rağmen, Euro Bölgesi kamu tahvilleri getirilerinde ciddi farklılıklar gözlenmediği gibi, faiz farklarının son küresel kriz çıkana kadar olan dönemde giderek azalarak dar bir koridorda seyrettiği gözlenmiştir. Aynı zamanda, Euro Bölgesi'nde ülkelerin kamu mali disiplini sağlamaya yönelik

olarak oluşturulan İBP'nin 2003-2005 döneminde uygulanamamasına ve daha sonra da üye ülkelerin isteğiyle değiştirilmesine yönelik gelişmelerde bile faiz farklarının neredeyse hiç değişmediği gözlenmiştir.

Bu gelişme, herhangi bir üye ülkenin kredi riskinin yükselerek ulusal riskinin gerçekleşmesi durumunda, ilgili ülkenin AB kurumları tarafından kurtarılacağı ihtimalinin piyasalarca kabul edildiğine işaret ediyor olabilir. Sonuçta, İBP'nin uygulanamaması kamu mali disiplininin sürdürülmesine ilişkin ciddi bir risk oluşturmasına rağmen, piyasa aktörleri bu gelişmeye bir tepki vermemişlerdir.

İkinci olarak, faiz farklarının, çok düşük olmasına rağmen, artı yönde olmaları ve sıfır olmamaları piyasa oyuncularının, ülkeler arasında riskliliklerine göre bir ayırım yaptıklarını göstermektedir. Getiri farklarının en küçük olduğu 2006 yılında bile en sorunlu kamu maliyesine sahip ülkelerle Almanya arasındaki getiri farkı 30 bp civarında seyretmekteydi⁴. Üçüncü olarak, AB içerisinde Batı Almanya'nın 1948'de iç borçlarını ödeyemez duruma gelmesi dışında bir ülke iflası yaşanmaması da piyasaların ulusal riski gözardı etmelerine neden olmuş olabilir.

Dördüncü olarak, küresel faktörler faiz farklarının düşük seyretmesinde ciddi bir rol oynuyor olabilir. 2001'den bu yana faiz farkları, küresel bazda bugüne kadar hiç görülmediği ölçüde düşük seviyelerde seyretmiştir. Bu durumun asıl sorumlusu olarak küresel tasarruf fazlası ve aşırı gevşek para politikaları gösterilmiştir. Doğal olarak, Euro Bölgesi finansal piyasaları da bu durumdan etkilenmiştir.

Literatürde sınırlı ölçüde destek gören bir etken de, özellikle Buiters ve Sibert (2005) tarafından savunulduğu üzere, Avrupa Merkez Bankaları Sistemi'nin (AMBS) repo işlemlerini yürütürken kabul ettiği menkul kıymetler arasına ciddi bir ayırma gitmemesidir. Bu durum, yüksek ulusal risk taşıyan ülkelerin tahvillerinin piyasada daha rahat alıcı bulmasına ve düşük faiz ortamından yararlanmalarına imkân tanınması olarak görülebilir. Bu görüş, küresel krizin iyice yoğunlaştığı 2009 yılı başlarında ve 2010 yılında AMB'nin

⁴ Tabii bu durum, küresel finansal krizin patlak vermesiyle değişti. Özellikle, Yunanistan tahvillerinin getiri farkı bu çalışmanın hazırlandığı Ocak ayında 300 bp'yi geçmiş durumdadır.

söz konusu karşılıklar politikasında yaptığı değişiklikler ve açıklamalara piyasaların verdiği tepkiyle iyice önem kazanmıştır. İleride bu görüş detaylı bir şekilde incelenmiştir.

Referans olarak kabul edilen Almanya'nın 10 yıllık vadeli kamu tahvili ile diğer üye ülkelerin tahvilleri arasındaki faiz farkları Ekim 2007'den başlayan ve Eylül 2008'den şiddetlenen küresel kriz sırasında ciddi bir biçimde yükselmiştir. Bu dönemde, kriz öncesi dönemde görece yüksek getiri farkları olan ülkelerin kriz döneminde faiz farkları daha da açılmıştır. Bu duruma, risk iştahındaki bozulma ve riskin aşırı fiyatlandırılmasının neden olduğu söylenebilir. Nitekim söz konusu dönemde referans ülke olarak kabul edilen Almanya'nın kamu tahvil getirilerinde ciddi ölçüde gerileme yaşanması bu görüşü desteklemektedir.

Özetlemek gerekirse, Euro Bölgesi getiri farklarının APB'ye geçişin ardından ciddi bir daralma sürecine girdiği, ülkelerin kamu maliyesi göstergelerinin ya da ülkelere özgü risklerindeki farklılıklara rağmen, getiri farklarının ciddi biçimde ayrışmadığı, İBP gibi kamu mali disiplini sağlamaya yönelik kurumsal düzenlemelerin uygulanamamasının yarattığı kredibilite kaybına rağmen piyasaların bu gelişmeleri getiri farklarına yansıtmadığı gözlenmektedir. Küresel finansal kriz sırasında ise, ülkelere özgü risklerin ciddi biçimde fiyatlandırılmaya başlandığı ve getiri farklarının giderek arttığı görülmektedir. Krizin henüz ortaya çıkmadığı dönemde, piyasaların kamu mali disiplinindeki bozulmayı fiyatlandırmaması, piyasa disiplininin Euro Bölgesi'nde çalışıp çalışmadığı kuşkusunu yaratmaktadır. Bu çerçevede, bir sonraki bölümde, piyasa disiplini tanımı ve APB çerçevesinde piyasa disiplininin önemi teorik olarak değerlendirilmiştir.

İKİNCİ BÖLÜM

PIYASA DİSİPLİNİ, TEORİK ÇERÇEVESİ ve EURO BÖLGESİ DÜZENLEMELERİ

Bu bölümde, ilk olarak piyasa disiplininin tanımı ve piyasanın kabul ettiği riskler ele alınacak, daha sonra piyasa oyuncularının kamu maliyesindeki değişikliklere verebileceği olası tepkiler tartışılmıştır. Piyasa disiplininin düzgün çalışması için gerekli olan koşullar ve Euro Bölgesi'nde piyasa disiplininin düzgün çalışması için alınmış olan önlemler değerlendirilmiştir. Son olarak, Euro Bölgesi'nde piyasa disiplinine yönelik düzenlemelerle ilgili tartışmalar ele alınmıştır.

2.1. Piyasa Disiplininin Tanımı

Bütçe açıklarının ve borçluluğun artmasının, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde tahvil faizlerini artırıcı bir etki yapması beklenmektedir (IMF, 2009). Buna göre, gelişmiş ülkelerin bütçe açığında GSYH'nin % 1'i kadar bir artış, tahvil getirilerini orta vadede 20 bp artırmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde ise bu oran 30 bp'ye çıkmaktadır. Faiz artışının özellikle, zayıf mali göstergelere, zayıf kurumlara, düşük tasarruf oranlarına ve küresel piyasalara zayıf bir erişime sahip ülkelerde daha yüksek olduğu gözlenmektedir. Küresel riskten kaçınma dürtüsü ve belirsizlik de bu etkiyi artırmaktadır.

Bu bağlamda, piyasa disiplini genel olarak kamu maliyesinin sürdürülebilirliğinin sağlanması için, finansal piyasa oyuncularının ülkelere uyguladığı cezalandırma mekanizması olarak tanımlanabilir. Bu mekanizmanın artan kredi riskine bağlı olarak piyasaların daha yüksek faiz talep etmesi, riskin daha da artması halinde ise kamu finansmanın sağlanamaması şeklinde çalıştığı genel olarak kabul görmüştür.

AMB'nin (2006) tanımına göre, kredi riski aynı zamanda ulusal risk olarak da tanımlanabilir. Aynı piyasada işlem görme ve aynı nakit akışı gibi ortak özelliklere sahip tahvil getirileri arasındaki farklar piyasa oyuncuları tarafından fiyatlandırılan riskin iyi bir göstergesi olarak belirtilebilir. Özellikle, ulusal riski yüksek olan tahviller ile ulusal riskinin sıfır ya da sıfıra yakın olduğu kabul edilen tahviller arasındaki faiz farkı risk primi olarak adlandırılabilir. Bu çerçevede faiz farkı üç ana riski yansıtmaktadır:

1. Kur Riski: Bu risk, döviz kurundaki hareketlerin tahvil fiyatında yaratacağı değişikliği yansıtmaktadır.

2. Likidite Riski: Bu risk, aynı sınıfa ait varlık gruplarında daha likit olan diğer varlıklara göre daha yüksek işlem maliyetiyle karşılaşma, varlığın nakde çevrilmesi halinde ise sermaye veya zaman kaybına uğranması gibi riskleri yansıtmaktadır.

3. Ulusal risk: Tahvil ihracını gerçekleştiren kurum ya da hükümetin, faiz ödemelerini ya da ana parayı ödeyemeyecek duruma düşmesi riskini yansıtmaktadır.

Yatırımcılar kredi riskini, aynı zamanda enflasyon ve döviz kuruna yönelik beklentilere bağlı olarak daha fazla fiyatlandırmaktadır. Euro Bölgesi'nde kur riskinin ortak para birimine geçişle birlikte ortadan kalktığı gözlenirken, enflasyon riskinin de büyük ölçüde azaldığı gözlenmektedir.

Teorik olarak, yüksek borç stokuna sahip ülkeler, fiyat istikrarını hedefleyen bir para politikasından kaçınabilmektedirler. Buna göre, eğer mevcut borç stoku enflasyona endekslenmemişse, hükümetler daha yüksek enflasyon yaratarak borç stokunun reel değerini düşürme çabası içerisine girebilmektedirler. Ne var ki, Euro Bölgesi'nde II. Dünya Savaşı sonrası görülen ve Alman Merkez Bankası öncülüğünde yürütülen anti-enflasyonist politikalar, Euro'ya geçişle Euro Bölgesi genelinde kurumsallaşmış ve Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) bağımsızlığı ve fiyat istikrarını hedef alan para politikası uygulaması risk priminin oldukça azalmasını sağlamıştır.

Kamu maliyesindeki olumsuz gelişmelere piyasa aktörleri aşağıdaki şekilde tepki verebilmektedir. Artan bütçe açıkları ve kamu borçları, “dışlama etkisi” ve “ulusal riskin artması” yoluyla faiz oranlarını artırıcı etkide bulunabilmektedir. Dışlama etkisinde, yüksek bütçe açıkları daha düşük tasarruf oranlarına ve kaynak maliyetinin yükselmesine neden olarak faizlerin yükselmesine neden olabilmektedir. Artan bütçe açıkları ve yüksek borçluluk oranları, piyasa aktörlerinin söz konusu ülkenin borcunu ödeyebilme gücüne yönelik kaygılarını artırarak daha yüksek kredi ya da ulusal risk primi talep etmelerine yol açabilmektedir. Böylece, kamu maliyesi göstergelerindeki bir bozulmaya karşı piyasa aktörlerinin vereceği tepki, talep edilen faizin artması şeklinde olacağından, hükümetlerin kamu mali disiplini sağlamaya çalışacakları varsayılmaktadır.

Maastricht Antlaşması⁵’nda, Euro’ya geçiş için sağlıklı kamu maliyesinin sağlanmasının gerektiği ve söz konusu anlaşmanın ismiyle anılan kriterlerde bütçe açıkları ve kamu borcu için sınırlamalar getirildiği görülmektedir⁶. Bu kurallar uygulandıkları takdirde, ülkelerin faizlerinin birbirlerine yakınsayacağı ve hükümetlerin kamu maliyesi sorunlarını yaşamasının önleneyeceği düşünülmüştür (De Grauwe, 2005). Dolayısıyla, sadece ülke bazında değil, parasal birlik bazında da piyasa disiplini sağlayıcı bir mekanizma gerekli görülmüştü.

2.2. Piyasa Disiplini İçin Gerekli Koşullar ve Euro Bölgesi Düzenlemeleri

Piyasa mekanizmasının hükümetleri disipline edici bir araç olarak çalışması için kurumsal bazda ve veri bazında bazı koşulların oluşturulması gerekmektedir. AMB, Lane’in (1993) piyasaların etkin çalışması için gerekli gördüğü koşulları Euro Bölgesi için şu şekilde sıralamıştır.

- 1- Ülkelerin diğer piyasa oyuncuları ile aynı şartlara sahip olması: Kamu kuruluşları finansal piyasalara erişim konusunda diğer piyasa aktörlerinden farklı bir ayrıcalığa sahip olmamalıdır. Diğer bir deyişle, piyasalarda kamu kâğıtlarının alınmasını zorlayacak bir vergi

⁵ <http://eur-lex.europa.eu/en/treaties/dat/11992M/htm/11992M.html>

⁶ Bu tavan değerler, bütçe açığı/GSYH oranı için %3, brüt kamu borcu/GSYH oranı için %60’tır.

düzenlemesi, dolaylı destek düzenlemesi veya yasal bir baskı olmaması gerekmektedir. Aksi takdirde, piyasaların kamu tahvilleri üzerindeki riski etkin bir biçimde fiyatlandırması mümkün olmayacaktır.

Maastricht Anlaşması piyasa disiplininin etkinleştirilmesine katkı sağlayacak şekilde, hükümetlerin finansal piyasalara tercihli erişimini engelleyecek maddeler içermektedir. Örneğin, anlaşmanın 101. maddesi kamu kuruluşlarının Avrupa Merkez Bankaları Sistemi'nde yer alan merkez bankalarınca doğrudan finansmanını yasaklarken, 102. Maddesi, söz konusu kamu kuruluşlarının finansal kuruluşlara imtiyazlı olarak erişimini engellemektedir. Dolayısıyla Euro Bölgesi'nde, sermaye piyasalarından yapılan kamu finansmanı, birçok açıdan özel sektör borçlanması ile aynı koşullara ve kurallara bağlıdır.

2- Bilgi Erişimi ve Şeffaflığı: Kamu kuruluşlarının bütçe verileri ve standartlaştırılmış bilgileri düzenli olarak ve belirli aralıklarla yayınlamalıdır. Bu bilgiler kesin, tam ve kolaylıkla ulaşılabilir olmalıdır. Bu çerçevede piyasa oyuncuları kamu maliyesine yönelik beklentilerini ve değerlendirmelerini kolaylıkla şekillendirebilecektir.

AB ülkeleri, bütçe verilerinin şeffaflığı ve uyumlaştırılması konusunda büyük aşama kaydetmiş, özellikle orta ve uzun vadeli ve tarafsız orta vadeli bütçe tahminleri vermeye başlamışlardır. Yine de, daha uzun vadeli tahminler ve istikrar programları bazı durumlarda yeterince şeffaf olmadığı gibi karşılaştırılabilir de olmamakta ya da tek seferlik önlemler gibi muhasebe düzenlemeleri ile karşılaşılmaktadır. Ancak Avrupa Komisyonu, üye ülkelerin istatistiklerini yayınlamaları ve uyumlaştırmaları konusunda gerekli izlemeyi ve uyarıları gerçekleştirmeye çalışsa da üye ülkelerin verilerinin şeffaflığının ve güvenilirliğinin denetimi konusunda ciddi sıkıntılar mevcuttur. Nitekim, son olarak Yunanistan'ın bütçe verilerinin yıllardır hatalı olduğu ve gerçeği yansıtmadığı ortaya çıkmıştır.

3- Kamu Kuruluşlarının ya da ülkelerin AMB tarafından kurtarılmasının yasaklanması: Piyasa disiplininin sağlanması için bir

diğer koşul, her finansal kuruluşun, Euro Bölgesi içinde ise, her ülkenin kendi kredi ya da ulusal riskinin sonuçlarını üstlenmesi gerektiğidir. Diğer bir deyişle, finansal piyasaların söz konusu ülkenin kamu maliyesi konusundaki değerlendirmesi talep edilen faiz oranlarına yansımali, bu ülkenin borcunun diğer bir ülke ya da merkez bankası tarafından kurtarılması olasılığı olmamalıdır.

Ne var ki, parasal bir birlikte katılımcı ülkeler, zor durumdaki bir üye ülkenin yaşadığı sorunların, finansal piyasalarda genel bir strese yol açacağı endişesiyle kurtarmayı gerekli görebilirler. Böyle bir olasılığın var olduğu bir ortamda ise, söz konusu ülkeye özgü kredi riski ya da ulusal risk, piyasa oyuncuları tarafından, o ülkenin her nasılsa kurtarılacağı beklentisiyle faiz oranlarına tam olarak yansıtılmayabilir.

Piyasa disiplininin çalışmayacağı böyle bir durumun oluşmasını engellemek amacıyla, Maastricht Anlaşması'nın 103. maddesinde AB kurumları veya üye ülkelerin, bir üye ülkenin yükümlülüklerini yerine getirmeyeceği ya da onu kurtarmayacağı belirtilmiştir. Sonuç olarak, kurtarma olasılığının varlığı, ulusal riski azaltacak ve parasal birliğin üyelerine borçluluk oranlarını arttırmaları için imkan sağlayacaktır. Maastricht Antlaşması bir kurtarma olmayacağını belirtse de ülkeler, zor durumdaki bir üyeyi, krizin kendilerine sıçramasına engel olmak için kurtarmayı isteyebilirler (Buti ve Franco, 2005). Bu durumun yaratacağı sorun, gelecek bölümlerde detaylı şekilde ele alınmaktadır.

Yukarıda sözü geçen kriterlerin birçoğu bahsedildiği üzere Euro Bölgesi ülkeleri tarafından gerçekleştirilmiştir. Ne var ki, parasal bir birlik içerisinde yine de bazı ülkelerin bütçe açıklarını artırarak bölge genelinde faiz oranlarını artıracakları korkusu ile bazı yasal düzenlemelere gidilmiş ve maliye politikalarını uyumlaştırmak için bir sistem oluşturulmasına karar verilmiştir.

2.2.1. Parasal Bir Birlikte Ülkelerin Mali Disiplinini Sağlamaya Yönelik Görüşler ve Düzenlemeler

Maastricht Anlaşması'nda Euro'ya geçiş için gerekli kriterler oluşturulurken, Euro'ya geçtikten sonra oluşabilecek riskler de ele alınmıştı. Özellikle Almanya gibi ülkeler, parasal birliğe geçtikten sonra üye ülkelerin bütçe açıklarının kontrol altında tutulması ve bütçe disiplinini sağlayacak kuralların uygulaması gerektiğini sıkı biçimde savunmaktaydı.

Buna gerekçe olarak, parasal bir birlikte politika koordinasyonunun sağlanarak, bir üye ülkenin uyguladığı bireysel ekonomi politikalarının diğer üye ülkeler üzerinde olumsuz etkilerinin azaltılmasının gerekliliği gösterilmekteydi. Bu düşüncenin en temel varsayımı, parasal bir birlikte ortak para politikasını benimseyen üye ülkelerin bireysel borç ve bütçe açıklarının, birlik içerisinde dışsallık yaratabilecek olmasıdır.

Ülkelerin ulusal bütçe ve borç finansmanlarının parasal birlikte yaratabileceği söz konusu dışsallıklar, (bkz. Buiter ve Kletzer, 1991; Artis ve Winkler, 1998; Uhlig, 2002; ve Faini, 2006) şu şekilde sıralanabilir:

1. Parasal bir birlikte, bütçe açıklarını kontrol altında tutmak için uygulanan kuralların dayandığı en temel varsayım, sürdürülemez bir borç yükü artışıyla karşı karşıya kalan bir ülkenin, parasal birliğin diğer üyeleri için olumsuz koşullar doğurabileceğidir. Nitekim, borç yükünün artmasına izin veren bir ülke, sürekli olarak parasal birliğin sermaye piyasalarına başvurarak, birliğin genel faiz oranı üzerinde artırıcı bir etkiye yol açacaktır. Artan faiz oranı ise diğer ülkelerin kamu maliyelerine ek yük getirecektir. Eğer bu ülkeler kamu borcu/GSYİH oranının artmasını önlemeyi seçerlerse, daha kısıtlayıcı politikalar uygulamak zorunda kalacaklardır. Bir başka deyişle, bir üye ülkenin borç yükünü artırmayı seçmesi, diğer ülkelerin daha kısıtlayıcı ya da deflasyonist politikalar uygulamasına neden olacaktır. Dolayısıyla, üye ülkelerin bütçe açıklarını kontrol altında tutacak bir mekanizmanın varlığı, diğer üye ülkelerin yararına bir uygulamadır.

2. Artan borç yükünün doğurabileceği ikinci bir olumsuz durum ise, parasal birlik faiz oranlarındaki bir artışın AMB üzerinde yaratacağı baskıdır. Daha yüksek faiz oranlarıyla karşı karşıya kalan diğer ülkeler, politika faizini gevşetmesi için AMB'ye baskı yaparak para politikasının yürütülmesine müdahalede bulunabilecektir.

3. Ayrıca, döviz kuruna bağlı risklerin ortadan kalkması piyasa disiplinini zayıflatabilmektedir. Bir ülke, farz edelim APB dışındaki X ülkesi, yerel para birimi cinsinden bir borçlanma aracı ihraç ettiğinde, bu aracın faiz oranı iki ana etkenden kaynaklanan bir risk primi içerecektir (Buti, 2002). Birincisi ulusal risk, diğeri ise döviz kurunun değer kaybına bağlı kur riski olacaktır. Dolayısıyla, X ülkesinin borçluluk oranı arttığında, ulusal risk ve devalüasyon riski artacak ve X ülkesi daha yüksek bir faizden borçlanmak zorunda kalacaktır. Bir başka deyişle, piyasa aktörleri X ülkesini cezalandıracak ve X ülkesine daha fazla borç vermeyecektir.

Bu mekanizma parasal birlik içerisinde daha farklı çalışmaktadır. Üye ülke, ortak para birimi cinsinden borçlanma aracı ihraç edeceğinden, bu borçlanma aracını satın alanlar için bir kur riski olmayacaktır. Dolayısıyla üye ülkeler borçluluk oranlarını artırdıklarında hızla artan faiz oranlarıyla karşılaşmayacaklardır.

Tüm bu sayılan savlara yönelik ciddi eleştiriler de mevcuttur. Bunlardan ilki sermaye piyasalarının etkinliği, diğeri ise kamu maliyesi disiplinine yönelik kuralların uygulanabilirliğidir.

1) Sermaye Piyasalarının Etkinliği: Buna göre, bütçe açığına yönelik kuralların uygulanması, örtülü bir şekilde, sermaye piyasalarının doğru çalışmadığı savını öne çıkarmaktadır. Buna göre, eğer piyasalar düzgün çalışsaydı, bir ülke, farz edelim X ülkesi, sürdürülemez bir borç artışı içerisine girdiğinde, parasal birliğin faiz oranları üzerinde bir baskı oluşmayacak, piyasa aktörleri, artan borç yükünün X ülkesine özgü olduğunu düşünerek, bu ülkenin kamu kağıtlarına risk primi ekleyeceklerdir. Diğer ülkeler ise daha sağlıklı

politikalar uyguladıkları için daha düşük faiz oranları ile borçlanmaya devam edebileceklerdir. Dolayısıyla, sermaye piyasalarının etkin olduğu varsayımı altında, X ülkesinin artan borç yükünden dolayı parasal birlik genelinde diğer üyelere yönelik herhangi bir olumsuz durum oluşmayacaktır. Ayrıca, ülkelerin farklı makroekonomik yapıları olduğu varsayımı altında, ortada bir parasal birlik faiz oranı olmayacaktır. Eğer sermaye piyasaları etkin ise, birlik içerisinde üyelerin kamu maliyesi durumlarındaki farklılıklara bağlı olarak, birçok risk primini gösteren birçok faiz oranı olacaktır.

Bu güçlü sava karşı piyasa aktörlerinin borç yükümlülüğünü artıran X ülkesine yönelik risk primini doğru belirlemede zorluk çekebileceği ihtimali mevcuttur. parasal birlik üyesi X ülkesi borcun sürdürülebilirliği konusunda bir krizle karşılaştığında, o ülkeye borç verenler, diğer üye ülkelerin X ülkesini kurtaracağını düşünebilir. Sonuçta, diğer üye ülkeler böyle bir karar alarak X ülkesindeki sorunun sistemik bir krize dönüşerek kendi sermaye piyasalarına da sıçramasını önleyebilirler. Örneğin, X ülkesinin çıkardığı bir kamu kağıdını bilançosunda tutan diğer bir üye ülkenin, farz edelim Y ülkesi, finansal kuruluşu, X ülkesinin olası bir iflasından da aynı derecede etkilenecek ve kriz sistemik bir hale dönüşebilecektir. Bu durumu önlemek için diğer ülkeler X ülkesini kurtarmak isteyebilecektir. Sonuç olarak, kriz sonrası uygulanacak olası politika seçenekleri arasında bir kurtarma garantisinin “örtülü” biçimde olsa da bulunması piyasa aktörlerinin X ülkesinin kamu kağıtlarına yönelik daha düşük risk primi uygulamalarına neden olabilecektir.

Böyle bir sorunu çözebilmek için diğer ülkeler X ülkesini kurtarmayacaklarını ilan edebilirler. Nitekim önce de belirtildiği gibi Maastricht Anlaşması'nda böyle bir madde yer almaktadır. Her ne kadar böyle bir maddenin varlığı sorunu çözmüş gibi görünse de, bu maddenin inandırıcılığı sınırlıdır. Sonuçta olası bir krizde diğer ülkelerin X ülkesini kurtarmaması krizin Birlik geneline sıçramasına neden olabilecektir. Bu oldukça güçlü bir sav olarak APB'nin Kamu Maliyesi disiplinine yönelik uyguladığı kuralların güvenilirliğine yönelik kaygıları artırmaktadır.

2) Kamu Maliyesine Yönelik Kuralların Uygulanabilirliği: Sermaye piyasalarının etkin çalışmasına yönelik kaygıların yanı sıra, kamu maliyesi kurallarının uygulanabilirliği yönünde de kaygılar bulunmaktadır. Bu konudaki literatürde de görüldüğü üzere, değişik teknikler yardımıyla kuralların koşullarından kaçınılabilmektedir (De Grauwe, 2005, s.232). Bu koşullar cari yılın bütçesinde olumlu sonuçlar verse bile gelecek yılların bütçeleri için ciddi sorunlar oluşturmaktadır. Sonuç olarak, % 3 gibi rakamlara odaklanmak, orta vadede mali disiplinin sağlanmasından çok hedefi tutturmaya yönelik politikalara veya bir seferlik geçici düzenlemelere yol açabilir⁷.

2.2.2. İstikrar ve Büyüme Paktı

Piyasa disiplininin çalışması için gerekli olan tüm değişkenlerin Euro Bölgesi'nde mevcut olmasına rağmen, parasal bir birlik içerisinde üye ülkelerin ulusal bazda güttükleri maliye politikalarının çeşitli dışsallıklara yol açarak Birlik genelinde sorunlar yaratabileceği düşünüldüğü bir önceki kısımda anlatılmıştı.

Euro Bölgesi ülkelerinin özellikle de Almanya'nın savunduğu ve kur riskinin olmadığı bir ortamda finansal piyasaların kamu maliyesi üzerinde disipline edici etkisinin mevcut olamayacağı yönündeki kaygıyı ortadan kaldırmak için İstikrar ve Büyüme Paktı oluşturulmuştur. Maastricht Antlaşması'nda gündeme gelen yoğun tartışmalar sonucunda, 1997 yılında uygulamaya konulan İstikrar ve Büyüme Paktı ve bu paktın yaptırım mekanizması olan AAP, ülkeler üstü bir otoriteyle, ulusal maliye politikalarına mali kural uygulamasını zorunlu hale getirmeyi amaçlamıştır.

İstikrar ve Büyüme Paktı ile AB ülkelerinin orta vadede bütçelerini dengede ya da dengeye yakın seviyede tutmaları hedeflenmiştir. Böylelikle üye ülkelerin dönemsel dalgalanmalarda yeterli hareket alanı bulabilecekleri düşünülmüştür.

⁷ Bu konuda en büyük eleştiri APB üyelerinden Yunanistan'a gelmiştir. Bugünlerde kamu maliyesinin sürdürülebilirliği konusunda ciddi sorunları bulunan ülkenin, 2004 yılında bütçe hesaplarında mevzuat dışı bazı ayarlamalar yaparak bütçe açığını olduğundan daha düşük gösterdiği ispatlanmıştır.

2005 yılında yapılan revizyon öncesinde İstikrar ve Büyüme Paktı, ülkelerin bütçe açıklarının GSYH'nın % 3'ünü aşması halinde bu ülkelere yaptırım uygulanmasını öngörüyordu. Ancak, bütçe açıklarının, ülkelerin kontrolü dışında gerçekleşen olağan dışı ya da geçici nedenlerden kaynaklanması ya da ekonomik daralma (en az %2'lik bir GSYH azalması) olması halinde ülkeler yaptırıma tabii olmayacaklardır.

2005 yılı revizyonu öncesindeki genel uygulama şu şekildeydi. Aşırı açık oluşması halinde, Avrupa Komisyonu'nun teklifi ile Avrupa Bakanlar Konseyi, söz konusu açığı veren ülkenin 4 ay içerisinde etkili bir tedbir almasını tavsiye etmektedir. Eğer söz konusu ülke bu tavsiyeye uymaz ise, Konsey, aşırı açığın oluştuğunun tespit edildiği tarihten itibaren en fazla 10 ay sonrasında yaptırım uygulanmasına karar verebilmektedir. Yaptırım öncelikle, faiz getirisine sahip olmayan bir mevduatın Komisyon nezdinde tutulması şeklinde uygulanmaktadır. Mevduat, GSYH'nın en az % 0.02'si en fazla % 0.05'i kadar olacaktır. Eğer açık iki sene içerisinde düzeltilmezse, Konsey yaptırım miktarının kalıcı bir cezaya dönüştürülmesine karar verebilecektir.

Ne var ki, özellikle 1999 ve 2000 yıllarındaki ekonomik büyüme döneminin ardından gelen ekonomik daralmayla birlikte ulusal istikrar programlarının hedeflerinde ciddi sapmalar görüldüğü ve bir seferlik önlemlerin bütçede sıklıkla kullanıldığı görülmüştür (Avrupa Komisyonu, 2009). 2002 yılında Avrupa Komisyonu, İBP'nin daha iyi işlemesi için Maastricht Kriterleri'ne dayalı kurallar yerine dönemselikten arındırılmış dengeye yakın bir bütçenin hedeflendiği ve ilerleme sağlanabilmesi için, yıllık bazda GSYH'nın en az % 0.5'i kadar iyileşmenin gerektiği bir revizyon teklifi sunmuştur. Bu teklif, Euro Bölgesi Ekonomi ve Maliye Bakanları Konseyi (ECOFIN) tarafından kabul edilmediği gibi, Kasım 2003'te Komisyon'un Almanya ve Fransa'ya AAP'nin uygulanması gerektiği yönündeki tavsiyesine uymamış ve İBP resmen kadük kalmıştır. İBP'nin uygulanamaması sonrasında yapılan düzenlemeler ile 2005'te İBP değiştirilmiştir.

İBP'nin revizyonu Maastricht Kriterlerine dayalı orijinal çatıyı korurken, bu kuralların uygulamasına çeşitli esneklikler getirildiği

gözlenmektedir. Ülkeler orta vadeli bütçe hedefleri belirleyecekler ve bu hedeflerde bütçe dengesi koşulu genel amaç olsa da, altyapı yatırımları gibi büyük yatırım kalemlerinin bütçeye etkisiyle bu hedefler revize edilebilecektir. Getirilen en temel değişiklik ise yapısal bütçe açığı/fazlasının yıllık bazda GSYH'nin % 0.5'i kadar iyileşme göstermesi gerektiğidir.

AAP'nin uygulanmasında da belirli esneklikler getirilmiştir. Öncelikle, eğer üye ülke beklenmeyen ekonomik bir gelişme sonucu kamu maliyesinde bir bozulmayla karşılaşılırsa, AAP'nin uygulanması ertelenebilecektir. Daha önce, GSYH'nin % 0.75'i ya da üzeri bir ekonomik daralmayla karşı karşıya kalan üye ülke AAP'ye girmiyordu. Yeni düzenlemede ise, eksi büyüme kaydeden ya da potansiyel büyüme oranına göre oldukça düşük bir büyüme kaydeden üye ülke AAP ile karşılaşmayacaktır. Böylelikle, kuralları daha az belirgin hale gelen İBP'de temel yaklaşım, özellikle sosyal güvenlik ve emeklilik reformlarına esneklik tanınması şeklindedir. Ancak İBP'ye getirilen en temel eleştirilerden olan borç sürdürülebilirliğine ilişkin bir unsur yeni düzenlemede de yer almamıştır.

İstikrar ve Büyüme Pakti'nin piyasa disiplini sağlamak konusunda kendisine düşen görevi yapıp yapamadığı ve piyasaların onu bir gösterge olarak algılayıp algılamamaları üzerine değerlendirmeler ilerleyen bölümlerde yer alacaktır.

2.2.3. Bir Parasal Birlikte İflas ve Kurtarma Riskleri

Önceki bölümlere bakarak, piyasa disiplininin çalışması için gerekli düzenlemelerin APB'de yer aldığını, hatta disiplinin çalışmaması halinde üye ülkelerin kamu mali disiplini sağlaması için gerekli kurumsal düzenlemelerin de var olduğunu söyleyebiliriz. Ancak teorik çerçevede riskin doğru değerlendirmesiyle ilgili kaygılar mevcuttur.

Devletler, borçları yüzünden iki türlü şekilde iflas etmiş sayılırlar. Birincisi, borçlarını ve faizlerini ödemekten vazgeçmeleri, diğeri ise sürpriz enflasyon ve devalüasyon yaratarak borcun reel değerini azaltmaları durumudur (Eichengreen ve Von Hagen'in, 1995). Teorik olarak, bir ülke

parasal birliğe katılır katılmaz, para otoritesi üzerindeki gücünü kaybederek, ikinci seçeneğin gerçekleşmesini önleyecektir. Dolayısıyla ilk seçenek halen geçerlidir. Bazı AB ülkelerinde borç seviyesinin yüksekliği, sürpriz enflasyon ve devalüasyon imkanının mevcut olmaması ulusal riskin mevcut olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla, ulusal riskin parasal birlik içerisinde yükselmesi gerekmektedir.

Faiz oranları arasındaki farklar söz konusu edilen riskin varlığı hakkında bilgi verebilmektedir. Örneğin, 1996 yılının Mart ayında 10 yıllık Deutsche Mark cinsi Alman tahvili ile Liret cinsi 10 yıllık İtalyan tahvili arasındaki faiz farkının 444 bp olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu faiz farkı, kur riski ve ulusal risk için İtalyan hükümetinin ödemek zorunda olduğu bedel olarak yorumlanabilir. 2006 yılının son çeyreği için, aynı kur cinsinden ihraç edilen 10 yıllık tahvillere bakıldığında ise mevcut farkın 27 bp'ye düştüğü görülmektedir. Bu durumda, 27 bp, ulusal risk ve likidite riski primi olarak yorumlanabilir. İkisinin arasındaki 417 bp'lik fark da kur riski olarak yorumlanabilir.

Kredi riski primi APB başladıktan sonra düşük kalmaya devam etmiştir. Hatta İtalya gibi ülkelerde ciddi biçimde de azalmıştır. Krize kadar olan dönemde kredi riskinde ciddi bir artış gözlenmemiştir. Kur riskinden arındırılmış faiz farkı çoğu APB üyesi için APB'ye geçtikten sonra ciddi biçimde azalmaktadır.

APB sonrası verilerde ortaya çıkan diğer bir ilginç olgu ise APB sonrası ihraç edilen tahvillerin faiz farklarının, bir diğer parasal birlik olan ABD'nin eyaletlerince ihraç edilen tahvillerin faiz farklarına oranla oldukça düşük olmalarıdır. APB'ye üye olan ülkelerin geniş vergi tabanına ve vergilendirme gücüne sahip olmalarının, kamu maliyesi yükümlülükleri ve araçları bu ülkelere göre daha az olan ABD eyaletlerine göre daha düşük kredi riskine maruz kalmalarını sağladığı belirtilmektedir (Eichengreen ve Von Hagen,1995).

Sonuç olarak, Euro Bölgesi içerisinde uygulanan mali kurallar ve üye ülkelerin birbirinden farklı mali disiplin anlayışlarına rağmen, faiz farklarında

küresel krize kadar ciddi bir değişim görülmemektedir. Bu konuda literatürde yer alan görüşler bir sonraki bölümde değerlendirilecektir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

EURO BÖLGESİ TAHVİL FAİZ FARKLARININ BELİRLEYİCİLERİ

3.1. Literatür Taraması

Literatürdeki bütün çalışmaların ortak noktası, küresel kriz öncesi dönemde, uluslararası risk algılamasının faiz farklarındaki değişimin en önemli belirleyicisi olduğu, diğer göstergelerin ise, önemli olmakla birlikte faiz farklarındaki değişimde daha az etkili olduğu yönündedir.

Literatürde genel olarak dört ana değişkenin faiz farklarındaki hareketi açıkladığı savunulmaktadır. Bu değişkenlerden ilki, uluslararası risk algılamasındaki değişimdir. İkinci olarak, faiz farklarındaki hareket, ülkelerin kamu maliyesi ve makroekonomik göstergelerine bağlı olarak değişkenlik göstermektedir. Üçüncü olarak, kamu tahvil piyasasının derinliğine bağlı olarak oluşan likidite riski, faiz farklarının belirlenmesinde bir rol oynamaktadır. Son olarak ise, kredi riskine bağlı olarak, makroekonomik haberler, mali plan açıklamaları ve politika sürprizleri faiz farklarındaki değişimde etkili olmaktadır.

Bu bölümde faiz farklarını etkileyen etkenler konusundaki çalışmalar, iki ana başlık altında, gelişmiş ülkeler ve Euro Bölgesi ile gelişmekte olan ülkeler için değerlendirilmektedir.

3.1.1. Gelişmiş Ülkeler ve Euro Bölgesi

3.1.1.1 Kamu Maliyesi ve Makroekonomik Göstergelerin Faiz Farklarıyla İlişkisi

Gelişmiş ülkelerde özellikle kamu borcunun seviyesine bağlı olarak, kamu maliyesi değişkenlerinin risk primi üzerinde önemli bir etkisinin olduğu

gözlenmektedir. Goldstein ve diğerleri (1992), ABD üzerine yaptıkları çalışmada ABD eyaletlerinin borç seviyelerinin tahvil faizlerini yukarı yönlü etkilediğini gösteren kanıt bulurken, Bayoumi ve diğerleri (1995) ile Poterba ve Rueben (1999) bu bulguyu destekleyen çalışmalar sunmuşlardır. Laubach (2009), ABD’de 5 yıllık bütçe açığı tahminlerinin 5 yıllık hazine tahvilleri üzerindeki etkisini araştırdığı çalışmasında, borç ve bütçe açığı seviyesinin, iş çevrimleri ve para politikası kararlarından bağımsız olarak tahvil getirileri üzerinde ciddi bir etkisi olduğuna yönelik bulgular sunmuştur. Ancak daha önceki çalışmaların aksine (bkz. Alesina ve diğerleri, 1992), kamu maliyesi riski için önemli bir gösterge kabul edilen, şirket tahvilleri ile kamu tahvilleri arasındaki getiri farkının beklenen bütçe dengesiyle bir ilişkisi olduğuna yönelik bir kanıt bulamamıştır.

APB ülkelerine yönelik analizlerde ise, kamu borcu seviyesi ve bütçe açıklarının faiz farkları üzerinde, ABD’deki kadar olmasa da, önemli bir etkisi olduğu bulunmuştur. Faini’nin (2006) çalışması, bütçe açıklarının ve borç seviyelerinin hem APB genel faiz oranı üzerinde hem de üye ülke bazında kamu tahvil getirileri üzerinde önemli bir etkisi olduğunu göstermektedir. Bernoth ve diğerleri (2004), bütçe dengesi ve borç göstergelerinin araç değişken olarak kullanıldığı 13 AB ülkesini kapsayan çalışmalarında, mali göstergelerin faiz farkları üzerinde önemli etkileri olduğunu bulmuşlardır. Sabit-etkiler yöntemiyle hesaplanan panel veri analizinde Hallerberg ve Wolff (2006) benzer sonuçlara ulaşmış, maliye politikasının oluşturulmasında daha iyi kurumsal yapıya sahip ülkelerin daha düşük risk primi ile karşılaştıklarını savunmuşlardır. Aynı metodu kullanarak yapılan, üye ülkeler tarafından açıklanan bütçe verilerinin doğruluğuna odaklanan çalışmalarında Bernoth ve Wolff (2008), mali şeffaflığın, bütçe verisiyle birlikte faiz farklarını azaltıcı etki yaptığını ancak aynı etkinin mali şeffaflık ve borç seviyesi ikilisinde gözlenmediğini belirtmişlerdir.

Görünürde ilişkisiz zaman serisi denklemleri (SUR) yöntemi kullanılarak yapılan kamu tahvil getirileri analizinde Codogno ve diğerleri (2003) kamu borcunu bir ülkenin mali durumu konusunda vekil değişken olarak kullanmış ve ülkeye özgü mali değişkenlerin faiz farklarında sadece

İtalya ve İspanya için etkili olduğunu, örneklemdaki diğer APB ülkeleri için ise uluslararası risk algılamasının daha önemli bir açıklayıcı olarak öne çıktığına yönelik kanıt sunmuşlardır. Bu çalışmanın aksine Heppke- Falk ve Hufner (2004) aynı yöntemle yaptıkları ve Consensus Forecasts verilerini kullandıkları çalışmada, geçmiş verilerden çok beklenen bütçe gelişmelerinin faiz swap farkları üzerinde etkili olup olmadığını Fransa, Almanya ve İtalya için test etmişler ve 1997–2004 arasında bunu destekleyen bir kanıt bulamamışlardır. Ancak, İstikrar ve Büyüme Pakti'nin imzalandığı Temmuz 1997'den sonra, Almanya ve Fransa'da piyasa disiplininin arttığına yönelik kanıt bulurken İtalya için ise bir bulguya rastlamamışlardır. Manganeli ve Wolswijk (2009) Euro Bölgesi'nde faiz farklarının büyük ölçüde uluslararası risk algılaması ve kısa vadeli faiz oranlarınca belirlendiğini, kredi ve likidite risklerinin de halen önemli birer değişken olduğuna ilişkin kanıt sunmuşlardır.

3.1.1.2. Likidite Koşullarının Faiz Farklarıyla İlişkisi

Likidite riski konusunda ise literatürde kesin bir yargıya varılamamaktadır. Ancak, Gomez-Puig (2006) ile Beber ve diğerlerinin (2009) çalışmaları, özellikle APB'ye geçildikten sonra, risk algılamasının yüksek olduğu zamanlarda, likidite risk priminin faiz farklarının temel belirleyicisi olduğunu savunmaktadırlar.

3.1.1.3. Uluslararası Risk Algılamasının Faiz Farklarıyla İlişkisi

Yukarıda sayılan birçok çalışmada, uluslararası risk faktörünün, kamu tahvil faiz farklarının en temel açıklayıcısı olduğuna yönelik kanıtlar sunulmuştur. Özellikle, Codogno ve diğerleri (2003), Geyer ve diğerleri (2004), Barrios ve diğerleri (2009), Sgherri ve Zoli'nin (2009) çalışmalarında, yüksek borç stokuna sahip ülkelerde uluslararası risk faktörünün faiz farkları üzerindeki etkisinin daha fazla olduğu ve kriz zamanlarında ise kamu maliyesi değişkenlerinin faiz farkları üzerindeki etkisinin arttığı vurgulanmaktadır.

3.1.1.4. Ekonomi Haberlerinin Faiz Farklarıyla İlişkisi

Ekonomik haberlerin de faiz farkları üzerinde etkili olduğuna ilişkin çalışmalar literatürde önemli yer tutmaktadır. Euro Bölgesi tahvil piyasalarına yönelik çalışmalarda, ABD'ye yönelik ekonomi haberlerinin sadece ABD piyasalarında değil, Euro Bölgesi tahvil piyasalarında da gözle görülür biçimde etkili olduğuna ilişkin kanıtlar sunulmaktadır. Andersson ve diğerleri (2006) uzun vadeli Alman kamu tahvillerinin gün içi getirilerini kullandığı dinamik modelinde, ABD haberlerinin yanında, Alman, Fransız ve İtalyan ekonomi haberlerinin uzun vadeli tahvillerin fiyatları üzerinde etkili olduğunu bulmuştur. Codogno ve diğerleri (2003) ise, Almanya ve Portekiz'in AAP'ye girmelerine ilişkin haberlerden sadece Portekiz'in faiz farklarının etkilendiğini göstermiştir. Afonso ve Strauch (2004) ise İBP'ye ilişkin tartışmaların, kredi risk primi üzerinde bir etkisinin görülmediğine ilişkin kanıtlar sunmuştur.

Son olarak, Attinasi ve diğerleri (2009) kamu maliyesi göstergelerinin ve kurtarma paketleri açıklamalarının faiz farkları üzerine etkisini araştırmışlardır. Özellikle küresel finansal kriz sırasında Euro Bölgesi faiz farklarındaki günlük değişimde, önem sırasına göre, uluslararası riskten kaçınma güdüsü, bütçe dengesi beklentisi, likidite koşulları ve banka kurtarma planlarına ilişkin haberlerin etkili olduğunu belirtmişlerdir.

3.1.2. Gelişmekte Olan Ülkeler

Gelişmekte olan ülkelerde kamu tahvil getiri farklarının belirleyicileri üzerine yapılan çalışmalar genel olarak, küresel risk iştahının ve dışsal kırılganlığa işaret eden makroekonomik değişkenlerin kredi risk primini açıklayan temel değişkenler olduğunu savunmaktadırlar.

3.1.2.1. Uluslararası Risk Algılamasının Faiz Farklarıyla İlişkisi

Uluslararası risk algılaması gelişmekte olan ülkelerin faiz farklarını etkileyen önemli bir değişken olarak öne çıkmaktadır. Uribe ve Yue (2006), Kamin ve von Kleinst (1999), McGuire and Schrijvers (2003) küresel faktörlerin dışsal şokları, kredi notları aracılığıyla gelişmekte olan ülkelere aktardığını göstermişlerdir. Yüksek frekanslı veri kullanılarak yapılan

analizde, Hartelius ve diğeri (2008) küresel faktörlerin (dışsal faiz beklentileri ve oynaklık dahil) faiz farklarının yarısından fazlasını açıkladığını gösteren kanıtlar sunmuşlardır. Arora ve Cerisola (2001) hem ABD faiz oranlarının hem de ülkeye özgü değişkenlerin faiz farklarında etkili olduğunu bulurken, Hilscher ve Nosbusch (2004) hem ülkenin genel borç seviyesinin hem de yabancı yatırımcıların risk iştahının faiz farklarını belirleyen önemli değişkenler olduğunu göstermiştir. Favero ve Giavazzi (2004) ise Brezilya'nın EMBI faiz farklarının artmasında ABD şirket tahvili faiz farkları ve Brezilya'nın borç/GSYH oranının etkili olduğunu bulmuşlardır.

21 gelişmekte olan ülkeyi içeren çalışmalarında ise Çulha ve diğeri (2006), küresel risk iştahının faiz farklarını belirleyen en önemli değişken olduğunu vurgulamıştır. Ancak, aylık frekansa sahip panel veride bakıldığında, makro göstergeler önemli değişkenler olarak görünse de ülke bazlı regresyonlarda kanıt değişkenlik göstermektedir. Çulha ve diğeri (2006) AB ve IMF açıklamalarının özellikle Türkiye'nin faiz farklarında önemli bir değişken olduğunu, ABD Merkez Bankası'nın (FED) açıklamalarının ise Türkiye'nin tahvil getirilerini etkileyen bir değişken olmadığını göstermişlerdir.

3.1.2.2 Kamu Maliyesi ve Makroekonomik Göstergelerin Faiz Farklarıyla İlişkisi

Edwards (1984), dış borç ve servisinin gelişmekte olan ülkelerde kredi risk priminin temel belirleyicileri olduğunu, bununla birlikte, cari işlemler dengesi, uluslararası rezervler ve ülkenin yatırım oranlarının da risk primini etkileyen diğer değişkenler olduğunu göstermiştir. Min (1998) ise enflasyon oranını, net dış varlıkları, ticaret haddi endeksini ve reel döviz kurunu kredi risk priminde etkili değişkenler olarak sunmuştur. Rowland ve Torres (2004) kredi notlarının da tahvil faiz farkları üzerinde etkili olduğunu göstermiştir.

Daha çok ülkeyi kapsayan çalışmalarda ise, kamu sektörünün faiz farkları üzerindeki etkisinin gelişmiş ülke örneklerinde olduğundan daha zayıf ve genellikle küçük olduğu gözlenmektedir. Örneğin, Eichengreen ve Mody (1998) 37 gelişmekte olan ülkeyi kapsayan çalışmalarında, dış borç seviyesi ve borç servisinin kamu tahvil getirilerine önemli derecede katkıda

bulduğuna ilişkin kanıtlar bulurken, bütçe açıklarının anlamlı bir etkisi bulunamamıştır.

2004'te AB'ye katılan ülkeleri ele alan çalışmada Ebner (2009), AMB'nin politika faizi ve AB genelinde piyasa oynaklığının faiz farkları üzerinde etkili olduğunu bulurken ülke bazlı regresyon analizlerinde, ülkelere özgü değişkenlerin etkilerinin daha az belirgin olduğunu ve örnekler arasında önemli değişimlerin olduğuna ilişkin kanıt sunmuştur. Ciarlano ve diğerleri (2007) küresel finansal koşulların EMBI'deki değişimin % 80'ini açıkladığını gösterirken, krize girerken halihazırda kötüleşmiş temel göstergelerin ülkelerin karşı karşıya kaldığı oynaklıkların başlıca nedeni olduğunu vurgulamışlardır.

Yeni AB üyelerinde kamu tahvil getirileri üzerine yapılan en son iki çalışmada da farklı modeller ve sonuçlar göze çarpmaktadır. Alexopoulou ve diğerleri (2009) dinamik panel hata düzeltme modeli ile gerçekleştirdikleri çalışmada, temel göstergelerin halen tahvil faiz farklarının açıklanmasında etkili olduğunu, kamu maliyesi göstergelerinin ise yüksek cari işlemler açığı ve yüksek getiri farkı geçmişine sahip ülkelerde faiz farklarının açıklanmasında etkili olduğunu göstermiştir.

Nickel ve diğerleri (2009) ise Türkiye'yi de içine alan çalışmalarında, kamu maliyesi değişkenlerinin, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Rusya ve Türkiye'deki tahvil getirileri ile ABD hazine kağıdı arasındaki faiz farkları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Buldukları sonuçları Latin Amerika ülkeleri ile karşılaştıran yazarlar, panel veri analizi sonuçlarının kamu maliyesi değişkenlerinin özellikle bu değişkenlere yönelik beklentilerin faiz farkları üzerinde önemli bir etkisi olduğuna ilişkin kanıtlar sunmuşlardır. Özellikle beklenen bütçe açığının Macaristan ve Rusya'da faiz farklarını ciddi biçimde artırdığını belirten yazarlar, daha önceki çalışmaların aksine, kamu borç seviyesinin faiz farkları üzerinde önemli bir etkisini bulamamışlardır.

3.1.2.3. Siyasi Risk ve AB Etkisinin Faiz Farklarıyla İlişkisi

Siyasi risk ve siyasi değişkenler de yeni AB üyelerinin faiz farklarındaki değişimi açıklamak için kullanılan değişkenler olmuşlardır. Hauner ve diğerleri (2007), yeni AB üyelerinin AB'ye katıldıktan sonra siyasi kredibiliteden yararlanmış olabileceklerini savunmuş ve diğer gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırıldıklarında bazı yeni üyelerin mali ve dış göstergelerinin zayıf olmasına rağmen, düşük bir piyasa disiplini ile karşılaştıklarını göstermektedir.

Baldacci ve diğerlerinin (2007) 30 ülkeden oluşan panel verisiyle yaptıkları çalışma, düşük siyasi riskin düşük faiz farkları sağladığını, mali konsolidasyonun da faiz farklarının azalmasında etkili olduğunu göstermiştir.

3.2. APB'de Kamu Tahvil Faiz Farklarının Belirleyicileri: Küresel Kriz Öncesi ve Kriz Sonrası Dönem İçin Verilerin Değerlendirilmesi

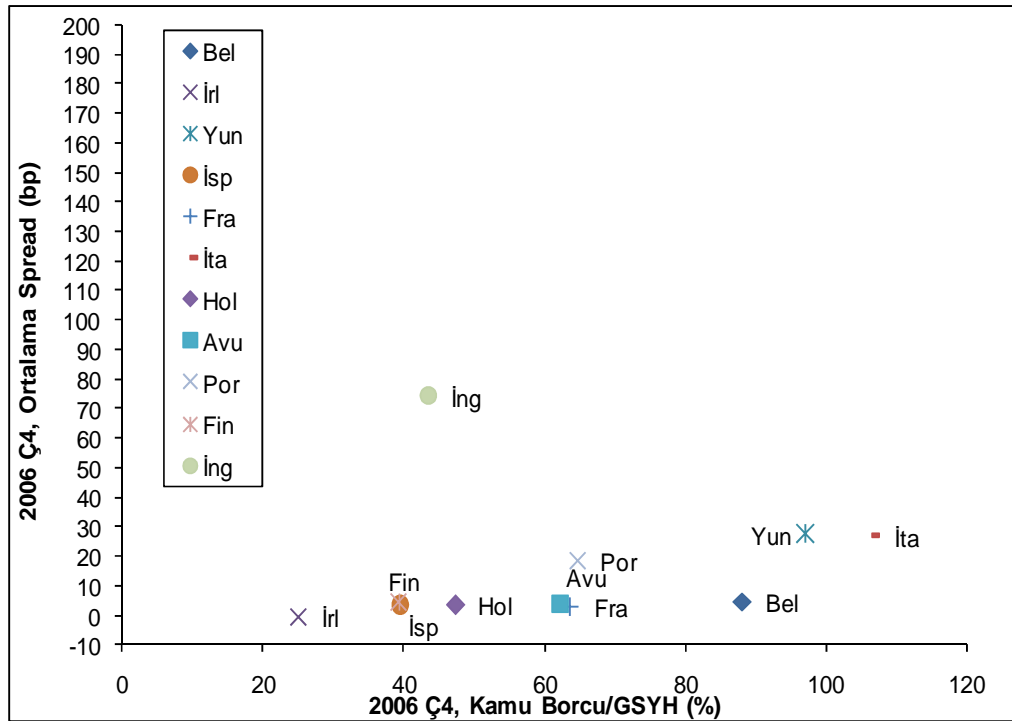
Kamu maliyesi göstergeleri, ödemeler dengesi verileri ve tahvil piyasasının likidite durumu Euro Bölgesi'nde ulusal riski etkileyen başlıca değişkenler olarak literatürde sunulmaktadır. Bu değişkenlerle, faiz farkları arasındaki ilişkiler incelendiğinde genel olarak ülkelerin faiz farklarındaki değişimin, sözkonusu göstergelerdeki farklılıkla, diğer bir deyişle, teoriyle uyumlu olduğu görülmektedir. Ancak bu durum, faiz farklarının seviyesinin makroekonomik temelleri yansıttığı anlamına gelmemektedir. Nitekim küresel finansal kriz sırasında ve sonrasında, faiz farklarındaki ciddi sıçrama ve krizin şiddetinin azaldığı ve toparlanmanın görüldüğü zamanlarda faiz farklarının yeni seviyelerini korumaları, piyasaların risk fiyatlamalarında sorunlar olabileceğini göstermektedir.

3.2.1. Kamu Borcu ve Faiz Farkları

Grafik 3.1'de Başlıca Euro Bölgesi ülkeleri ve AB üyesi olan ama parasal birliğe üye olmayan İngiltere'nin 2006 yılı 4. çeyreği itibarıyla, 10 yıllık tahvil faiz farkları ve kamu borcu/GSYH verileri görülmektedir. Grafikte, piyasa disiplininin teorisinin varsaydığı üzere, borç seviyesi en yüksek olan Yunanistan ve İtalya'nın faiz farklarının diğer APB üyelerine göre daha

yüksek olduğu görülmektedir. Ancak bu fark, ortalama 30 bp civarındadır. Ayrıca, borçluluk oranı % 100'ün üzerinde olan Belçika gibi ülkelerde ise faiz farkları İtalya ve Yunanistan'ın aksine oldukça düşük seyretmektedir.

APB üyesi olmayan İngiltere'nin ise, bu iki ülkeye göre çok daha düşük bir kamu borcu/GSYH oranına sahip olmasına rağmen, faiz farkının çok daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu durumun, kur riskinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Borçluluk oranı düşük seyreden diğer üye ülkelerin faiz farkları da, Yunanistan ve İtalya'ya göre düşük seyretmiştir.

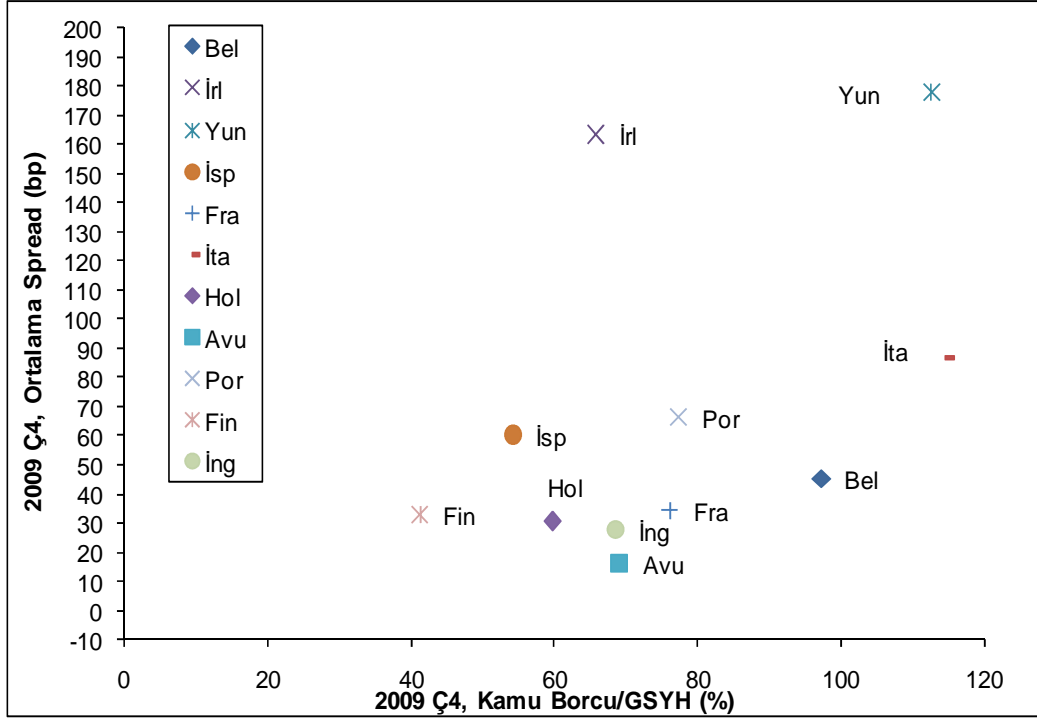


Grafik 3.1. Euro Bölgesi 10 yıllık Kamu Tahvil Faiz Farkları ve Kamu Borcu (2006 Ç4)

Kaynak: Avrupa Komisyonu, Avrupa Merkez Bankası, Bloomberg

2009 yılının 4. çeyreğinde ise durum kriz öncesine göre oldukça farklı görülmektedir. Finlandiya hariç diğer tüm APB üyelerinin borçluluk oranlarında ciddi artışlar görülmektedir. Bu artışla birlikte ülkelerin faiz farklarında da ciddi yükselişler görülmektedir. En yüksek faiz farkı seviyesi Yunanistan ve İrlanda'da görülmektedir. İrlanda'nın faiz farklarındaki artış, ülkenin finansal sektörünün krizden derin bir şekilde etkilenmesiyle, bankacılık sektörüne devlet müdahalesinin kamu maliyesini zorlamasıyla açıklanmaktadır. Yunanistan'daki artış özellikle kredi notunun düşürülmesi ve

AMB'nin kriz sırasında esnettiği karşılık politikasını, 2010 yılı itibariyle tekrar eski seviyesine çekeceğine yönelik açıklamasının ardından gelmiştir. Borçluluk oranı ciddi biçimde artan ve krizden en çok etkilenen ülkelerden olan İngiltere'nin faiz farklarının, kriz öncesi döneme göre en az 50 bp gerilediği görülmektedir (bkz. Grafik. 3.2)

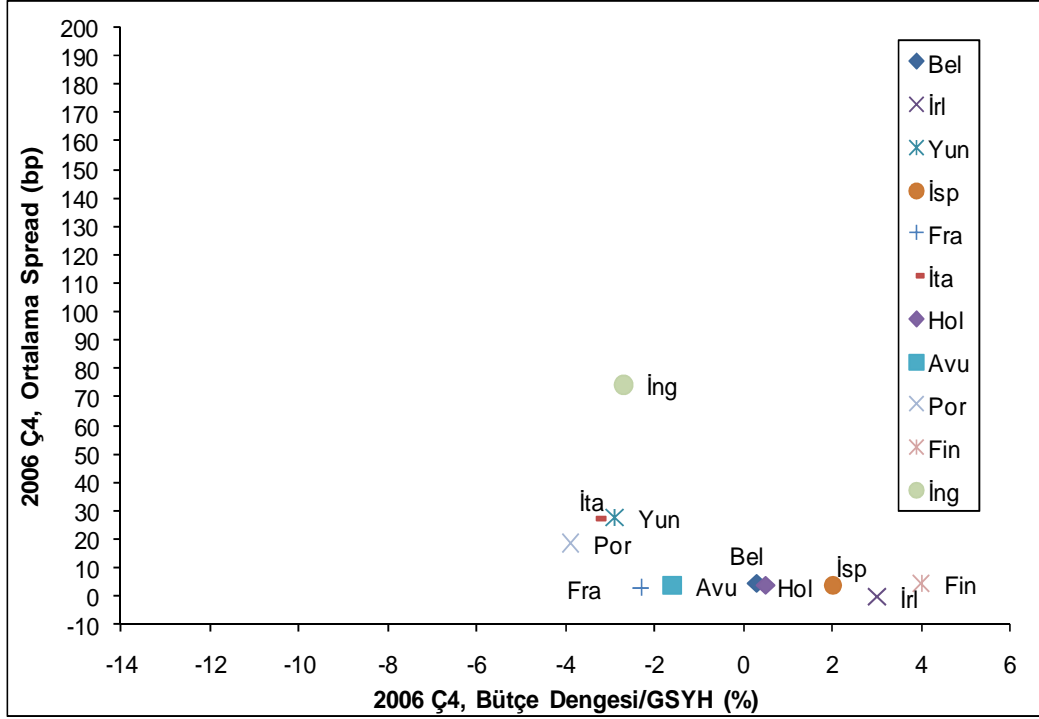


Grafik 3.2. Euro Bölgesi 10 yıllık Kamu Tahvil Faiz Farkları ve Kamu Borcu (2009 Ç4)

Kaynak: AK, AMB, Bloomberg

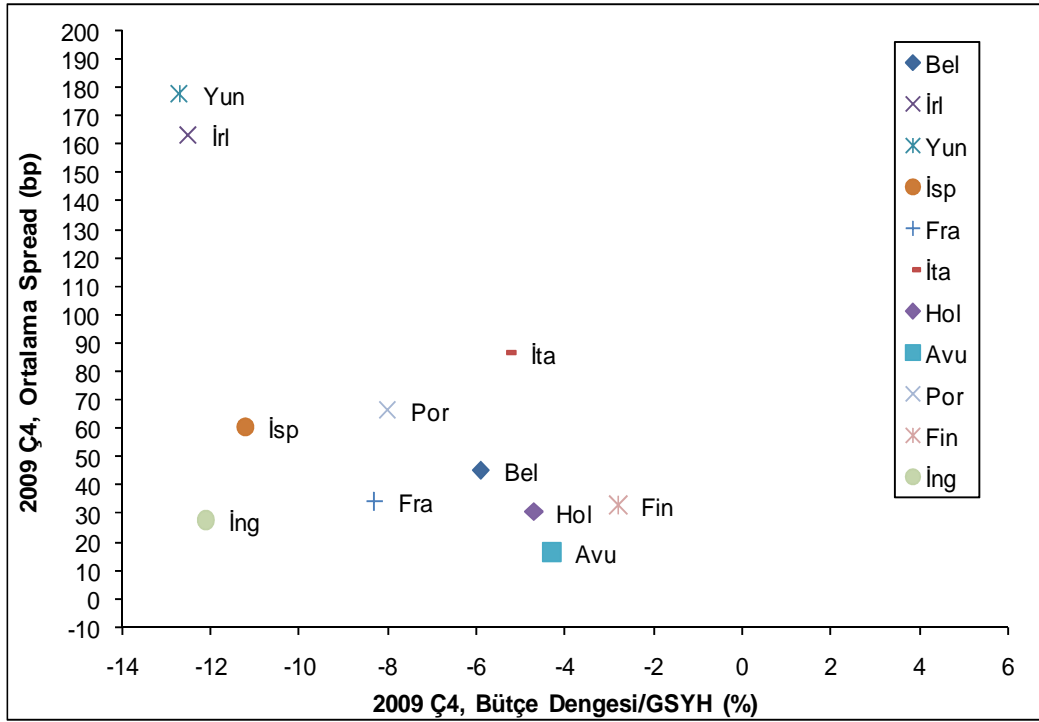
3.2.2. Bütçe Dengesi ve Faiz Farkları

Bütçe verilerinde de durum benzerdir. Yine Yunanistan'ın ve İtalya'nın bütçe açığı/GSYH oranları ile faiz farkları arasında doğrusal bir ilişki gözlenmekte, APB üyesi olmayan İngiltere, daha düşük bir bütçe açığı/GSYH oranına sahip olmasına rağmen daha yüksek faiz farkına sahip bulunmaktadır (bkz. Grafik 3.3). Kriz sonrası dönemde ise her ülkenin bütçe dengesinin daha da bozulduğu ve faiz farklarının özellikle en yüksek bütçe açığına sahip ülkelerde yüksek seyrettiği görülmektedir (bkz. Grafik 3.4).



Grafik 3.3. Euro Bölgesi 10 yıllık Kamu Tahvil Faiz Farkları ve Bütçe Dengesi (2006 Ç4)

Kaynak: Avrupa Komisyonu, Avrupa Merkez Bankası, Bloomberg

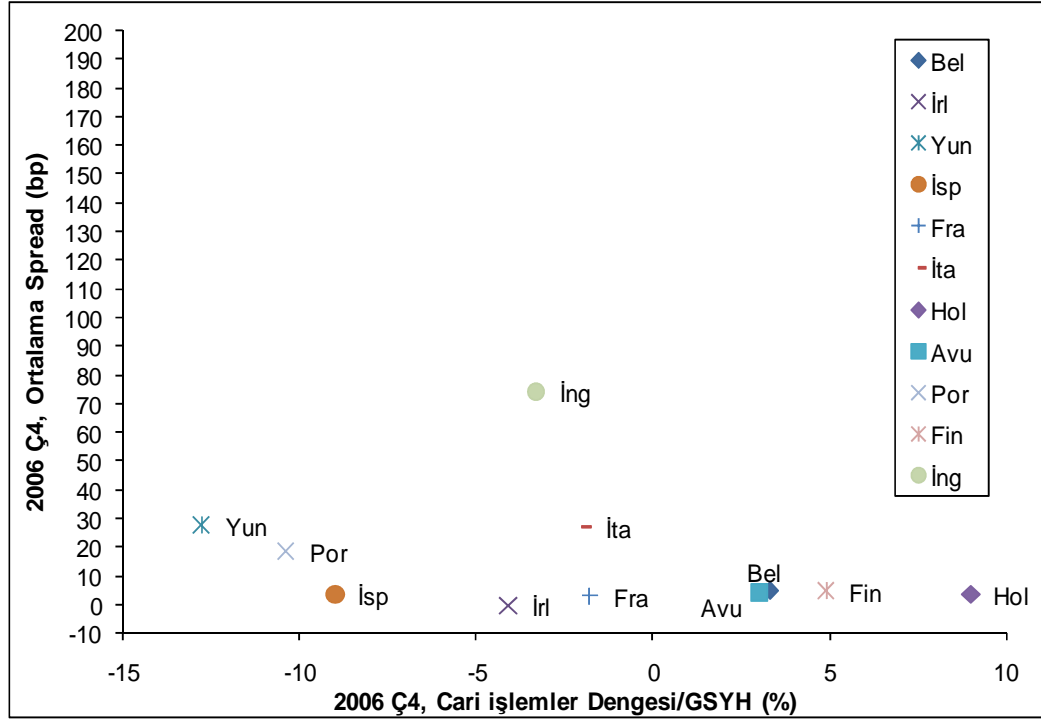


Grafik 3.4. Euro Bölgesi 10 yıllık Kamu Tahvil Faiz Farkları ve Bütçe Dengesi (2009 Ç4)

Kaynak: Avrupa Komisyonu, Avrupa Merkez Bankası, Bloomberg

3.2.3. Cari İşlemler Dengesi ve Faiz Farkları

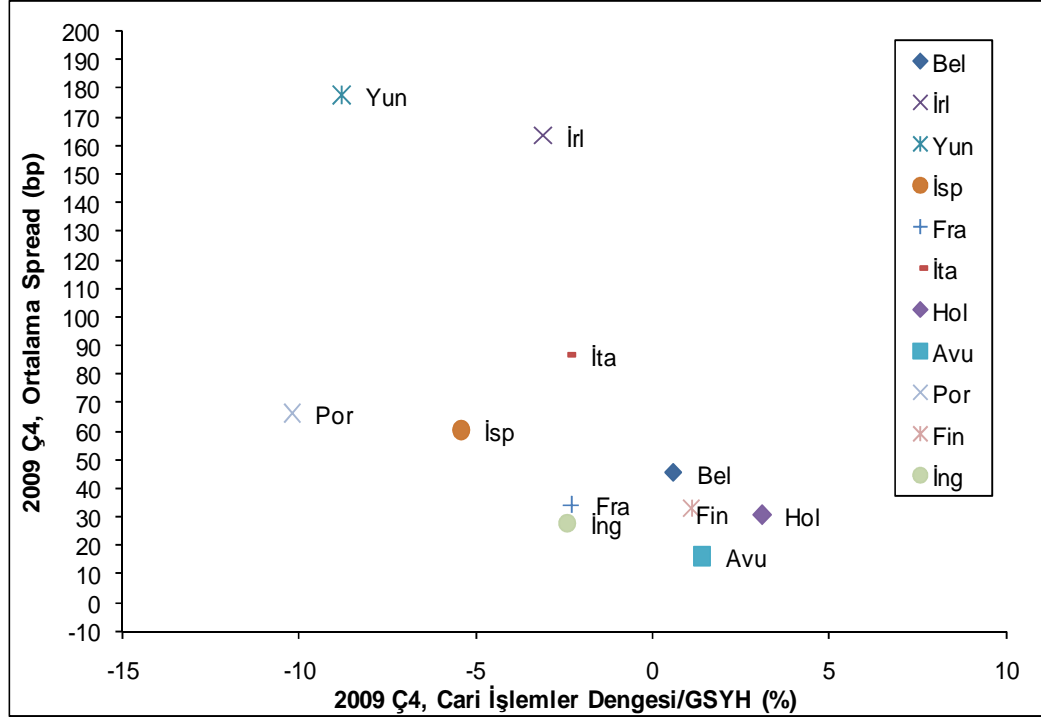
Cari işlemler dengesi verilerine bakıldığında da kriz öncesi dönemde (bkz. Grafik 3.5), kriz sırasında en yüksek faiz farkı artışına maruz kalan Yunanistan'ın, aynı zamanda en yüksek cari işlemler açığı/GSYH oranına sahip olduğu görülmektedir (bkz. Grafik 3.6).



Grafik 3.5. Euro Bölgesi 10 yıllık Kamu Tahvil Faiz Farkları ve Cari İşlemler Dengesi (2006 Ç4)

Kaynak: Avrupa Komisyonu, Avrupa Merkez Bankası, Bloomberg

Grafik 3.5'te görüleceği üzere, kriz öncesi dönemde bazı APB üyelerinin cari işlemler açığı/GSYH oranlarının oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Buna neden olarak, Euro'ya geçişten itibaren reel yakınsama sürecinde bulunan bu ülkelerin, düşük faiz oranları ve olumlu dış finansman koşullarının etkisiyle ithalatın aşırı yükselmesi gösterilebilir. Nitekim aynı dönemde Almanya'nın cari işlemler fazlasında da ciddi bir artış görülmektedir (Barrios ve diğerleri, 2009).



Grafik 3.6. Euro Bölgesi 10 yıllık Kamu Tahvil Faiz Farkları ve Cari İşlemler Dengesi (2009 Ç4)

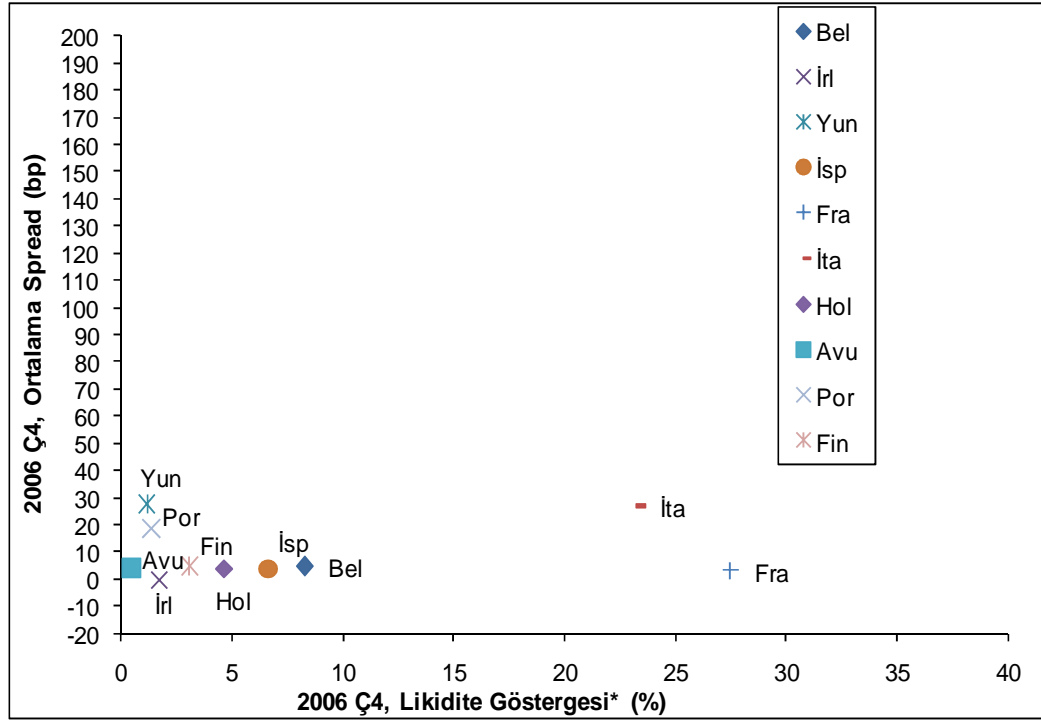
Kaynak: Avrupa Komisyonu, Avrupa Merkez Bankası, Bloomberg

Kriz sırasında, cari işlemler açığı yüksek olan ülkelerin ciddi bir faiz farkı artışı ile karşı karşıya kalmalarında bu ülkelerin dış finansman bulmalarının zorlaşmasının yanı sıra, cari açıkların artık döviz kuruna dayalı düzeltmelerle kapanmasının mümkün olmamasının fiyatlanması da etkili olabilir. Nitekim bu ülkelerin, kur ayarlamalarının olmadığı bir ortamda rekabet güçlerini tekrar kazanabilmek için daha düşük büyüme hızlarına ve fiyat artışlarına bağlı bir dezenflasyon sürecinden geçmeleri gerekmektedir. Bu durum da risk fiyatlandırmasına katkıda bulunuyor olabilir.

3.2.4. Likidite ve Faiz Farkları

Euro Bölgesi tahvil faiz farklarının belirleyicilerinden birisi olarak literatürde, üye ülkelerin ihraç ettikleri tahvillerin likiditesi yer almaktadır. Çoğu çalışmada, bir ülkenin belirli bir dönemde ihraç ettiği tahvillerin, Euro Bölgesi'nde ihraç edilen tahvillere oranı, söz konusu üye ülkenin ihraç ettiği tahvillerin likiditesi için gösterge olarak kullanılmaktadır. Buna göre, kriz öncesi dönemde, en likit tahvillere sahip ülkeler İtalya ve Fransa olarak

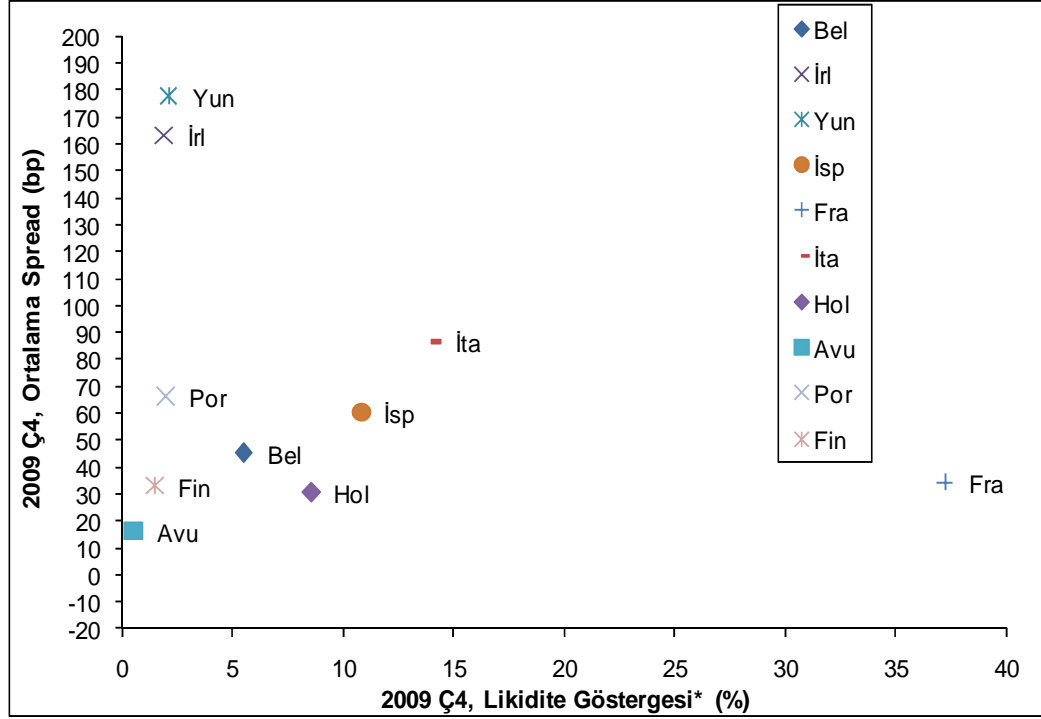
ortaya çıkmakta, diğer ülkelerin tahvillerinin ise oldukça düşük bir likidite oranına sahip oldukları görülmektedir (bkz. Grafik 3.7). Faiz farkları ile likidite koşullarına bakıldığında, açık bir ilişki göze çarpmamaktadır. Örneğin, kriz öncesi dönemde en yüksek faiz farkına sahip Yunanistan'ın likidite göstergesi, en düşüklerden birisi olurken, likidite göstergesi düşük seyreden Avusturya'nın faiz farkı da düşük seyretmiştir.



Grafik 3.7. Euro Bölgesi 10 yıllık Kamu Tahvil Faiz Farkları ve Likidite (2006 Ç4)

Kaynak: Avrupa Komisyonu, Avrupa Merkez Bankası, Bloomberg

Kriz sonrası dönemde ise, benzer bir durum geçerlidir. Yüksek likiditeye sahip olan ülkelerde faiz farklarının daha düşük seyretmesi mevcut verilerle destek bulmamaktadır (bkz. Grafik 3.8).



Grafik 3.8. Euro Bölgesi 10 yıllık Kamu Tahvil Faiz Farkları ve Likidite (2009 Ç4)

Kaynak: Avrupa Komisyonu, Avrupa Merkez Bankası, Bloomberg

3.2.5. Genel Değerlendirme

Sonuç olarak, küresel kriz öncesinde faiz farklarının genel seviyesinin ülkelerin bütçe dengesi/GSYH, kamu borcu/GSYH ve cari işlemler dengesi/GSYH oranlarıyla ilişkili olduğu gözlenmektedir. Ne var ki bu faiz farklarının seviyesi, parasal birliğe geçtikten sonra çok az bir değişim göstermiş, hatta İBP'ye yönelik tartışmaların yaşandığı dönemde İtalya ve Yunanistan'ın kredi notlarının düşürüldüğü dönemlerde bile değişmemiş, risk algılamasının makro değişkenlerden bağımsız hareket ettiği şüphesini doğurmuştur.

Kriz sırasında ise risk algılamasının değişmesi ile, sadece daha zayıf makro göstergelere sahip olan değil, hemen hemen tüm ülkelerde faiz farklarında artış yaşanmış, ancak faiz farkı artışı söz konusu kötü makro göstergelere sahip olan ülkelerde daha yüksek olmuştur.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

AB KOŞULLUĞU ve KÜRESEL KRİZ

Bir önceki bölümde ele alınan veriler, küresel krizden en çok etkilenen APB üyesi ülkelerinin küresel krize borç yükü, bütçe açıkları ve yüksek cari işlemler açığıyla giren ülkeler olduğunu göstermektedir. Bu bölümde, bir önceki bölümdeki verilere dayanarak, AB'ye ve APB'ye giriş aşamasında adaylara karşı uygulanan katı kuralların, üyelik gerçekleştikten sonra aynı katılımda uygulanamaması sonucu, APB'nin krizlere karşı koruyuculuğunu da zayıflatan bir unsur olup olmadığı tartışılacaktır.

4.1. Krize Karşı Koruyuculuk Açısından Siyasi Birlik

Küresel krizin Euro Bölgesi ülkelerine ve faiz farklarına olan etkisinin farklılaşmasında, para politikasının uluslararası bir düzeyde belirlenmesine rağmen, diğer ekonomi politikası mekanizmaların ulusal düzeyde olması ve ülkeler arasında farklılık arz etmesidir. Daha açık söylemek gerekirse, parasal birliğin siyasi birlikten ve ortak karar alma mekanizmasından yoksun olması, APB'nin krizlere karşı en büyük zaafı olarak ortaya çıkmaktadır. Nitekim kriz öncesi dönemde bütçe disiplini bozulan üyelere karşı bir yaptırım uygulanamaması hem ahlaki risk yaratmış, hem de bu ülkelerin krize daha zayıf yakalanmalarına neden olmuştur.

Euro Bölgesi içerisinde refah düzeyinde ve rekabet gücünde görülen farklılaşma da kamu maliyesindeki bozulmaya katkıda bulunmuştur (De Grauwe, 2010). Bölge içerisinde, hem kamu maliyesi hem de refah düzeyinde giderek artan farklılaşma krize karşı Bölge'yi daha zayıf hale getirmiştir. Ülkelerin ekonomik tercihlerindeki farklılıklar ve para politikasının yoksunluğu, maliye politikasındaki farklılıkların Bölge üzerindeki olumsuz etkisinin krizler sırasında daha yoğun şekilde hissedilebileceğini göstermiştir.

Gross ve Mayer (2010), siyasi birlikteliğin yakın gelecekte mümkün görünmediği bir ortamda, Ortak bir Avrupa Para Fonu'nun kurulmasının (EMF) siyasi birliğin sağlayacağı hızlı karar mekanizması ve krizlere karşı güvenilirliği artırıcı etki sağlayacağını düşünmektedir. Ortak karar alma mekanizmasının yokluğu, hem piyasa disiplinini sağlamaya yönelik mekanizmaların hem de krize karşı alınan önlemlerin güvenilirliğini şüpheli kılmaktadır. Nitekim Yunanistan'ın yarattığı sistemik riskin çözümünde AB içerisinde bir çözümden daha çok IMF bazlı bir çözümün düşünülmesi de bu görüşü desteklemektedir.

4.2. AB ve IMF Koşullulukları

Yunanistan örneği AB ve APB koşulluğunun gücüne ilişkin şüpheleri artırmıştır. APB tasarlanırken, finansal piyasaların tahvil piyasası aracılığıyla kamu maliyesi üzerinde disipline edici bir rol oynayacağı, piyasa oyuncularının kamu maliyesi kötüleşen ülkelerden daha fazla risk primi talep ederek bu disiplini sağlayacakları varsayılmıştı. Bunun gerçekleşmediği bir ortamda ise AB kurum ve kuralları gerekli önlemleri alarak piyasalara kuvvetli bir sinyal gönderecekti. Ancak bu mekanizmalar piyasa algılamasını beklendiği şekilde etkilememiş olabileceği düşünülmektedir.

APB, para politikasında ulusal bağımsızlığın uluslarüstü bir otoriteye, AMB'ye devredilmesi şeklinde düşünülebilir. Bu durumda, maliye politikalarında ülkeler bağımsızlıklarını korumaktadırlar. Dolayısıyla, mevcut durum bir Euro Bölgesi krizi yerine, ülkelere özgü bir kriz olarak yorumlanabilir. Ancak, finansal entegrasyonun arttığı bir ortamda Yunanistan'ın içinde bulunduğu durum, Euro Bölgesi için büyük bir risk oluşturmaktadır. Her ne kadar Euro Bölgesi ekonomisi içerisindeki payı düşük olsa da, yayılma riskinin varlığı ve Yunanistan'a yönelik politikaların zor durumda olan diğer ülkeler için de örnek teşkil edecek olması, daha önceki bölümlerde de vurgulandığı üzere, Yunanistan'a yönelik yardım olasılığını artırmaktadır⁸.

⁸ Bir önceki bölümde de bahsedildiği üzere, zor durumdaki bir üyenin kurtarılması Maastricht Antlaşması ile yasaklanmıştır. Ancak, bir üye ülkenin kendi kontrolü dışında bir ekonomik zorlukla karşı karşıya kalması durumunda Avrupa Konseyi nitelikli çoğunluk oylamasıyla bir ülkenin kurtarılmasına karara verebilir. Kamu mali

Küresel kriz 2007'de patlak verdiğinden beri, Euro Bölgesi ülkelerinin tahvilleri arasındaki faiz farkları giderek açılmış, 2009 yılının ikinci yarısından itibaren Yunanistan'ın kamu rakamlarının gerçekliği sorgulanmaya başlayınca bu farklar tepe noktasına ulaşmıştır. Tahvil piyasalarında risk algılamasının küresel krizle birlikte bozulmasının ardından Yunanistan faiz farklarının yükselmesi, finansal piyasaların kamu maliyesini disipline ettiği yönündeki APB'nin temel varsayımlarından birisinin çalışmadığının en temel göstergesidir. Nitekim, Yunanistan'ın yüksek kamu borcu ve bütçe açığı sorunları küresel krizin ortaya çıkmasından önce de var olmakla birlikte, kriz öncesi dönemde tahvil piyasalarından Yunan tahvillerine yönelik bir disipline edici hareket gözlenmemiş, faiz farklarındaki hareket oldukça durağan olmuştur.

Çoğu Euro Bölgesi üyesine göre Yunanistan, kendi kontrolünde olan nedenlerden dolayı krize girmiş ve Euro Bölgesi finansal piyasalarını olumsuz etkilemiştir (Issing, 2010). Ne var ki, bu çalışmada da savunulduğu üzere, Yunanistan'ın bu hale gelerek, Euro Bölgesi genelinde sistemik bir risk unsuru olmasında, AB üyesi ülkelerin, kamu maliyesi disiplininin sağlanması konusunda diğer ülkelere gerekli baskıyı yapmaktan kaçınmaları en önemli unsurdur.

AB ülkelerinin, kamu mali disiplininin sağlamak üzere Avrupa Komisyonu'na gerekli yetkiyi ve bağımsızlığı vermekten özenle kaçınmaları, doğru istatistiklerin üretilmesini sağlayacak yetkiyi vermemeleri, kamu mali disiplininin sağlanamamasında önemli bir etkidir (Padoa-Schioppa, 2010).

4.2.1. AB Koşulluluğu

Yunanistan ve diğer üye ülkelere yönelik risk algılamasının azaltılabilmesi için, kamu maliyesini disipline edici önlemler alınması ve mali disiplinin sürdürülmesinin koşullu olması gerekmektedir. Bu soruna çözüm önerisi olarak AB koşulluluğu sunulmaktadır. Siyasi ya da yasal düzenlemeler

disiplininin sağlanamamasının "üye ülkenin kendi kontrolü dışında maruz kalacağı ekonomik bir zorluk" olarak tanımlanması ise hem antlaşmanın ruhunu zedeleyebilecek, hem de ciddi bir ahlaki risk yaratacaktır. Dolayısıyla, Birçok AB'li lider ve AMB yetkilisi Yunanistan'ın kurtarılmasına sıcak bakmamaktadır (bkz. Stark, 2010).

konusundaki kriterlerin yanında makro ekonomik ve yapısal programlar, IMF ve Dünya Bankası destekli olmak üzere, AB'nin aday ülkelere birliğe girebilmeleri için uyguladığı koşulluluğunun temel aşamalarıdır.

Örneğin Yunanistan, APB'ye girmeye çalışırken, Almanya Yunanistan'ın makro ekonomik açıdan henüz hazır olmadığını ve Maastricht Kriterlerini yerine getiremediğini öne sürerek, Yunanistan'ın ilk dalgada APB üyesi olmasını engellemiştir. Daha yakın geçmişte de Litvanya'nın APB üyeliği, enflasyonla ilgili Maastricht Kriteri'ni oldukça küçük bir farkla gerçekleştirmediği için Mayıs 2006'da reddedilmiştir. Şimdilerde ise 2012 yılında gerçekleşecek olan APB'nin üçüncü dalga genişlemesinden de Polonya aynı sebepten dolayı hariç tutulmaktadır.

Euro'ya geçiş aşamasındaki katı ve disipline edici tutum, söz konusu aday ülkeler parasal birlik üyesi olduktan sonra sürdürülememektedir. Yunanistan, İspanya, Portekiz gibi ülkelerin yanı sıra İtalya gibi büyük ekonomilerin de APB üyeliğinin ardından, kötüleşen bütçe açıkları, artan cari işlemler açıkları ve borç stokları ile rekabet gücü kaybı gibi sorunları, AB kurumlarının bu ülkelere yönelik düzeltici ya da disipline edici önlemler almada başarısız olduğunu göstermektedir. Sonuç olarak, AB'nin Birlik içerisinde borç ve bütçe disiplinini sağlamaya yönelik araçlardan yoksun olduğu ya da sahip olduğu araçların uygulanamaz olduğu görülmektedir (Wyplozs, 2010).

Yunanistan'ın durumunun Euro Bölgesi için sistemik bir krize dönüşebileceği öne sürülerek, AB'nin Yunanistan'ı Maastricht Antlaşması'nın yasaklamasına rağmen kurtarması için yeterli bir sebep sayılabilir. Ancak, AB koşulluğunun zayıflığı, kurtarılan ülkenin geçmişte yaptığı hataları tekrarlayabileceğine ve AB'nin de disipline edici uygulamaları gerçekleştiremeyeceğine yönelik beklentileri kuvvetlendirmektedir.

4.2.2. IMF Koşulluluğu

Bu konuda, 1998 tarihli Rusya Krizi örnek verilebilir (Roubini ve Das, 2010). IMF, sürekli aynı hataları tekrarlamasına ve koşulluluğu yerine

getirmemesine rağmen Rusya'ya kredi vermeye devam etmiş ve en sonunda Rusya'ya kredi vermeyi kesmişti. Bunun sonucunda da Rusya borçlarını ödeyemez hale geldiğini ilan etmek zorunda kalmıştı. AB'nin koşulluluğu Yunanistan'a karşı aynı katılımda uygulanabilir olmasını beklemek geçmiş olaylara bakıldığında pek de gerçekçi değildir.

AB'nin aksine, IMF Koşulluluğu'nun güvenilirliğinin ve maliye politikaları üzerindeki yaptırım gücünün fazla olduğu özellikle son krizle birlikte birçok kesim tarafından vurgulanmaktadır. IMF, hükümetlere kredi veren uluslararası bir kuruluş olarak düşünülürken, ulusal baskılardan ya da keyfi uygulamalardan etkilenmeyerek, koşulluluğunu uygulama konusunda AB'ye göre daha disiplinli olacağı yaygın bir kanıdır.

Son dönemde, AB'nin bir kurtarma planına karşın IMF'nin devreye girmesi konusunda yoğunlaşan eleştirilerin ortak noktalarından bir tanesi de, daha önce de bahsedildiği üzere AB'nin Yunanistan'ı kurtarmasının yaratabileceği ahlâki riskin, IMF programlarında daha düşük olacağı yönündedir. Sonuçta, siyasi açıdan oldukça maliyetli olabileceğinden hükümetlerin reform paketlerini ertelemesi ya da uygulamaması muhtemel iken, IMF'nin mali desteğinin IMF koşulluluğunun yerine getirilmesine bağlı olduğu programların uygulanmasında ahlâki riskin çok daha düşük olduğu gözlenmektedir (Roubini, 2010)

Bütün bu gelişmeler ve değerlendirmeler, finansal piyasalarda oluşan aşırı risk algılamasının sınırlanması, piyasa disiplininin çalışmasının sağlanması ve ülkelerin kamu maliyesi disiplinlerini sürdürebilmeleri için AB'nin Koşulluluğu'nu güçlendirmesi ve uygulanabilir kılması gerektiği görülmektedir. Koşulluluğun güçlendirilmesine yönelik adımlar atılmadan ya da güvenilir mesajlar verilmeden Yunanistan'ın kurtarılması, Yunanistan ile aynı duruma düşebilecek ülkelerin de nasıl olsa kurtarılacaklarını düşünerek mali disiplinlerini bozmalarına neden olabilecektir.

4.2. AB Koşulluluğu'nun Genel Değerlendirmesi

AB Koşulluluğu'nun zayıflığı ya da diğer deyişle, AB'ye ve APB'ye giriş aşamasında adaylara karşı uygulanan katı kuralların, üyelik gerçekleşikten sonra aynı katılımda uygulanamaması, APB'nin krizlere karşı koruyuculuğunu da zayıflatan bir unsur olarak görülmektedir. Bu durum, küresel kriz döneminde de açıkça görülmüştür. Krize yüksek kamu borcu, bütçe açığı ve cari işlemler açığı ile giren üye ülkeler krizden diğerlerine göre daha olumsuz biçimde etkilenmişlerdir. Krizin ortaya çıkmasıyla birlikte, değişen uluslararası risk algılaması sonrasında, söz konusu bu ülkelerin faiz farkları ciddi biçimde artmış ve krizin etkilerinin hafiflediği 2009'un ikinci yarısına kadar yüksek seviyesini korumuştur.

Bu çerçevede, kriz öncesi dönemde, risk göstergelerinin faiz farklarındaki değişimi açıklayıp açıklamadığını anlamak, APB'de piyasa disiplininin çalışıp çalışmadığını anlamamızda yardımcı olacaktır.

BEŞİNCİ BÖLÜM

EKONOMETRİK ANALİZ

Bu bölümde, Euro Bölgesi'nde piyasa disiplini mekanizmasının düzgün çalışıp çalışmadığını daha iyi anlayabilmek için, başlıca kamu risk göstergeleri, uluslararası risk algılaması, likidite göstergeleri ve bazı diğer değişkenlerin ülke tahvil faiz farkları üzerindeki etkisi ekonometrik olarak değerlendirilmiştir. Bu çalışmada, incelenen ülke sayısının çokluğu ve gözlem sayısının azlığı gibi nedenlerden dolayı, panel veri analizi tercih edilmiştir.

5.1. Panel Veri Analizi

Panel veri analizi, N adet kesit veri (ülkeler, firmalar, hane halkları v.b.) ile T adet zaman dönemlerinin (yıllar, üç aylık, aylık, günlük v.b.) bir arada değerlendirilmesine olanak sağlamaktadır. Her kesit için eşit zaman serisine sahip panel veri setleri dengeli panel verisi olarak adlandırılırken, zaman serilerinin kesitler arasında farklılık gösterdiği veri setleri ise dengesiz panel verisi olarak adlandırılmaktadır.

Ampirik analizde panel veri kullanımının diğer veri türlerine göre bazı avantajları bulunmaktadır. İlk olarak, panel veri setleri, heterojenliğe karşı kontrol edilmektedir. Panel veri setlerinde sonuçlar, zamana ya da kesite göre değişmeyen etkiler için ya da veri seti içinde belli bir kesitin kendine özgü durumundan kaynaklanan etkilere karşı kontrol edilebilmekte, böylece elde edilen sonuçlara ilişkin olarak daha doğru bir değerlendirme yapılabilmektedir. İkincisi, panel veri analizi, zaman serisi ve kesit veri analizlerine göre daha çok değişkenlik arz ettiği için, bu verilerde çoklu bağlantı sorunu daha az olmaktadır. Ayrıca, gözlem sayısının görece daha fazla olması sayesinde, panel verilerle tahmin edilen modellerde serbestlik

derecesi daha yüksek olmaktadır. Panel veriler, bir dönem uygulanan ekonomi politikalarının etkilerinin değerlendirilmesi gibi analizlerde de değişim dinamiklerini daha iyi yansıtmaktadır (Baltagi, 2005, s. 5-9).

Buna göre, N adet kesit ve T adet zaman dönemini kapsayan dengeli bir panel veri setinde gözlem sayısı ($N \times T$)'ye eşittir. k tane açıklayıcı değişkenin olduğu standart doğrusal bir model;

$$y_{it} = X_{it}\beta + \varepsilon_{it} \quad (5.1)$$

olarak tanımlanmaktadır. Burada y , ($NT \times 1$) boyutunda bir vektör, X ($NT \times k$) boyutunda bir matris, β ve ε sırasıyla ($k \times 1$) ve ($NT \times 1$) boyutlarında birer vektördür. Hata teriminin veri setinde yer alan tüm kesitler ve zaman birimleri için $\varepsilon \sim iid(0, \sigma^2)$ olduğu varsayılmaktadır. Yani, her bir kesit için gözlemlerin ardışık bağımsız ve her bir kesit ve zaman için hata terimlerinin sabit varyanslı olduğu varsayılmaktadır (Johnston ve Dinardo, 1997, s.390).

Panel veri modelleri, hata teriminin yapısına ilişkin olarak yapılan varsayımlara göre farklı adlar almaktadır. Modelin hata teriminde, regresyonda yer alan bağımsız değişkenlerle açıklanmayan, zamana göre değişmeyen ancak kesitlere özgü özellikleri kapsayan ve bireysel etki adı verilen bir bileşenin yer aldığı varsayıldığı takdirde, model tek taraflı hata yapısı regresyon modeli adını almaktadır (Baltagi, 2005, s.11-28).

Buna göre, standart bir panel model,

$$y_{it} = X_{it}\beta + \varepsilon_{it} \quad (i = 1, \dots, N) \text{ ve } (t = 1, \dots, T) \quad (5.2)$$

olarak tanımlanmış iken, tek taraflı hata yapısı regresyon modelinde hata terimi için aşağıdaki şekilde bir varsayım yapılmaktadır:

$$\varepsilon_{it} = \mu_i + \eta_{it} \quad (5.3)$$

Burada, zamana göre sabit olan, ancak kesitten kesite farklılık gösteren μ_i bireysel etki olarak adlandırılmaktadır. Öte yandan, η_{it} 'nin zamana ve kesitlere bağlı olarak değiştiği varsayılmaktadır.

Regresyonun hata teriminde bireysel etkinin yanı sıra, regresyonda öngörülme, kesitten kesite sabit kalan ancak zaman içinde değişen bir bileşenin de (dönem etkisi) yer aldığı varsayılıyorsa, modele çift taraflı hata yapısı regresyon modeli adı verilmektedir (Baltagi, 2005, s.33-45).

Bu durumda (4.2) numaralı eşitlikte verilen modelin hata yapısının,

$$\varepsilon_{it} = \mu_i + v_t + \eta_{it} \quad (5.4)$$

olduğu varsayılmaktadır. Burada da v_t 'nin regresyondaki değişkenlerle kapsanmayan, tüm kesitleri etkileyen ve belli zamana özgü etkileri içerdiği varsayılmaktadır.

5.1.1 Görünürde İlişkisiz Regresyon ve Panel Analizi

En küçük kareler yönteminde (OLS), hata terimlerinin sabit varyanslı olduğu, hata terimleri ve bağımsız değişkenlerin birbirlerinden bağımsız oldukları varsayılmaktadır. Ayrıca, bir regresyona ilişkin hata teriminin başka bir regresyonun hata terimiyle ilişkili olmaması gerekmektedir.

Görünüşte ilişkisiz regresyon modelleri (SUR), tahmin edilen denklemler sisteminin birbiriyle ilgisinin sadece hata terimleri üzerinden olduğunu ve denklemlerin eşanlı denklemler sistemi oluşturmadığını varsaymaktadır. Hata terimlerinin hem kendi aralarında hem de diğer denklemlerdeki hata terimleri ile olan korelasyonu ve değişken varyans sorunu göz önünde bulundurularak katsayılar tahmin edilmektedir. Böyle bir durumda, OLS yerine Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Tekniği (GLS) kullanılmaktadır (Wooldridge, 2001, s.143).

Örneğin kitle modelinin denklemlerden oluştuğu varsayılarak, bu modelin denklemleri matris biçiminde ifade edildiğinde,

$$Y_g = X_g \beta_g + u_g \quad (g= 1, \dots, g) \quad (5.5)$$

Y_g , K sayıda bağımlı değişken içeren $[G \times 1]$ vektörünü, X_g , K sayıda bağımsız değişken içeren $[G \times K_g]$ matrisini, β_g katsayıları içeren $[K_g \times 1]$ vektörünü, u_g ise hata terimlerini barındıran $[G \times 1]$ vektörünü temsil

etmektedir. Bu model, X_g 'nin elementlerinin modeli oluşturan denklemler arasında değişmesine imkan tanımaktadır. Aynı zamanda, modelde yer alan her denklemin β_g vektörü o denkleme özgü olmakta ve görünürde diğer denklemlerle ilişkisiz olmaktadır. Bu sistem ilk defa Zellner (1962) tarafından SUR olarak tanımlanmıştır.

Buna göre, SUR modelinde $E u_{gi} (0) = 0$, ($i=1,2,\dots,n$) ve ($g=1,2,\dots,G$) ile u_g normal dağılmıştır. X_g stokastik değildir ve bu nedenle $X_g' X_g$ tekil değildir. Farklı denklemlerdeki hataların karşılıklı ilişkili olabileceği düşünüldüğünde;

$$E(u_g u_p') = \sigma_{gp} I_n \text{ 'dir, } (m,p=1,2,\dots,M) \text{ (5.6)}$$

geçerli olacaktır.

Panel veri ile çalışırken, SUR'un kullanılmasının çeşitli avantajları olabilmektedir. Öncelikle SUR, panel veri içerisinde yer alan farklı denklemlerin birbiriyle ilişkili olmasına izin vermektedir. Bir modelde, modeldeki değişkenlerce açıklanmayan her ilişkinin hata terimi tarafından temsil edildiği düşünüldüğünde, hata terimlerinin birbiriyle ilişkili olması, bir ülkeyi etkileyen dışsal şokun diğer ülkeleri de etkilediğini varsaymaktadır denilebilir. İkinci olarak SUR, GLS kullanılmaktadır. Bu yöntem, hem farklı yayılıma izin vermesi, hem de kendiyile ilgileşimi düzeltmeye imkan vermesi nedeniyle hata terimlerinin ilişkili olduğu durumlarda OLS'ye göre daha avantajlıdır. SUR, her kesit için farklı olan denklemlerdeki parametrelerin kovaryans matrisinin otomatik olarak tüm model için hesaplanmasına ve bütün hipotez testlerinin ortak olarak yapılmasını sağladığı gibi, standart hataların düzeltilmesine de imkân tanıyarak, farklı yayılma ve kendiyile ilgileşimi de düzeltmektedir (Beck ve Katz, 1995).

5.2 Başlıca Risk Göstergelerinin Euro Bölgesi Tahvil Faiz Farklarındaki Değişim Üzerindeki Etkisinin Test Edilmesi

Bu bölümde, kamu maliyesi risk göstergeleri ve başlıca bazı diğer göstergelerin Euro Bölgesi ülkeleri kamu tahvil faiz farkları üzerindeki etkisi araştırılmakta ve literatürde ulusal riski temsil ettiği düşünülen tahvil faiz

farklarının değişimi çerçevesinde, piyasa disiplininin çalışıp çalışmadığına karar verilmeye çalışılmaktadır. Bu konuda literatürde de sıkça kullanılan ve panel veri analizi yöntemlerinden sabit etkiler modeliyle benzer sonuçlar veren SUR modeli kullanılmaktadır.

5.2.1. Veriler

Literatürdeki başlıca çalışmalar, ya sadece krize kadar olan dönemi ele almakta, ya da krizden sonraki dönemi incelemektedir. Bu çalışmada ampirik analiz, Euro'ya resmi geçiş tarihi olan 1999 yılı başı ile 2009 yılı sonu dönemi kapsamaktadır. Analiz öncelikle ilk aşamada Euro'ya dahil olan ülkeleri ele almaktadır. Bunlar sırasıyla, Avusturya, Belçika, Finlandiya, Fransa, Hollanda, İspanya, İrlanda, İtalya, Portekiz ve Yunanistan'dır. Almanya, faiz farkları için baz ülke olduğundan bu analizde yer almamış ancak, veri analizinde bazı göstergeler Almanya'ya göre hesaplanmış ve kullanılmıştır. Bu durum bir sonraki bölümde daha detaylı şekilde ele alınmaktadır. Yunanistan, ilk aşamada Euro Bölgesi'nde yer almamış ancak 2001 yılında dahil olmuştur. Fakat, gerek krizden en çok etkilenen Euro Bölgesi ülkesi olması, gerekse kriz öncesi dönemde, ekonomik göstergelerindeki bozulmaya rağmen faiz farklarında önemli bir hareket görülmemesi, Yunanistan'ın incelenen ülkeler arasında bulunmasına yol açmıştır.

Euro Bölgesi ülkelerinin yanı sıra, analizde yer alan diğer ülkeler, Euro Bölgesi'ne 2004 yılında dahil olan Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya'dır. AB üyesi olan ancak Euro'ya üye olmayan İngiltere de analize dahil edilmiştir. Hem AB'ye aday ülke olması, hem de uluslararası finansal piyasalarda yeni AB üyeleri ile aynı risk grubunda yer alması nedeniyle, Türkiye de analize dahil edilmiştir. Hem ekonomilerinin hem finansal piyasalarının analizde yer alan diğer ülkelere göre daha küçük olmaları nedeniyle, diğer AB üye ülkeleri analize dahil edilmemiştir.

5.2.1.1. Ulusal Risk Göstergeleri

Literatürde yer alan çalışmalara paralel şekilde, ulusal risk içerisinde kamu maliyesi riskini yansıtan verilerin başında, söz konusu ülkenin brüt borç ve bütçe dengesi rasyoları gelmektedir. Bu çalışmada da söz konusu değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu veriler, çeyreklik bazda Avrupa Topluluğu İstatistik Ofisi'nden (EUROSTAT) alınmıştır.

Literatürdeki diğer çalışmalardan farklı olarak, yukarıda sayılan değişkenlerin yanı sıra, ülkelerin potansiyel büyüme oranlarına göre hesaplanan döngüsellikten arındırılmış bütçe dengelerinin (DABD) faiz farkları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Kriz öncesi dönemde gözlenen kamu maliyesi göstergelerindeki bozulmaya rağmen faiz farklarında ciddi bir değişim olmaması durumu, yatırımcıların cari bütçe ve borç verileri yerine kamu maliyesinin sürdürülebilirliğini daha iyi yansıtmaları açısından DABD'ı dikkate almasından kaynaklanıyor olabilir. DABD, Avrupa Komisyonu tanımlamalarına göre yazar tarafından hesaplanmıştır. Söz konusu hesaplamalara ilişkin bilgiler ekte yer almaktadır.

Bir ülkenin dış finansman ihtiyacının artması risk algılamasında olumsuzluk yaratabilmektedir. Bu durumun faiz farkları üzerindeki etkisinin araştırılması amacıyla, cari işlemler açığı verisi de analize dahil edilmiştir. Bu veri de Eurostat'tan alınmıştır.

Literatürde bulunan birçok çalışma, bağımlı değişken olan faiz farklarının Alman kamu tahvilleri baz alınarak hesaplanmasından dolayı, bağımsız değişkenlerin verilerini de bu şekilde hesaplamayı tercih etmişlerdir. Diğer bir deyişle, yukarıda saydığımız kamu maliyesi ve diğer risk göstergelerinin Almanya'nın söz konusu göstergelerinden farkını alarak bir veri tabanı oluşturmuşlar ve buna göre analiz yapmışlardır. Dolayısıyla söz konusu çalışmaların temel amacı, risk göstergelerindeki değişimin faiz farkları üzerindeki etkisinden daha çok, risk göstergelerinin Almanya'nın risk göstergelerinden gösterdiği farklılığın faiz farkları üzerindeki etkisini incelemek olmuştur.

Bu çalışma, ülkelerin risk göstergelerinin Almanya'nın risk göstergelerinden ne kadar farklılaştığıyla değil, risk göstergelerinin kendilerindeki mutlak değişimin faiz farkları üzerindeki etkisiyle ilgilenmektedir.

5.2.1.2. Diğer Başlıca Risk Göstergeleri

Ülkelerin ihraç ettikleri tahvillerin piyasada yeterli likiditeye sahip olmaması, faiz farklarındaki değişimi açıklayan bir diğer neden olabilmektedir. Ne var ki, likidite göstergesinin hesaplanması literatürde farklılıklar arz etmektedir. Tüm Euro Bölgesi ülkeleri açısından ulaşılabilir ve karşılaştırılabilir olması nedeniyle, tahvil piyasasının hacmi geçerli bir gösterge olarak kabul edilmiştir (Attinasi ve diğerleri, 2009). Likidite göstergesi, ülkelerin sözkonusu dönemde arz ettikleri kamu tahvillerinin, o dönemde Euro Bölgesi'nde arzedilen toplam tahvillere oranı şeklinde hesaplanmıştır. Fakat, bu gösterge, Euro Bölgesi ülkeleri için kullanılırken, yeterli ve karşılaştırılabilir veri olmaması nedeniyle, yeni AB üyeleri ve Türkiye'nin dahil edildiği kısımda analizden çıkarılmıştır.

Uluslararası risk göstergesi olarak, literatürde daha çok, AAA kredi notuna sahip ABD şirket tahvilleri ile 10 yıllık ABD kamu tahvilleri arasındaki faiz farkı kullanılmakta, çeşitli çalışmalarda VIX ve CDS gibi diğer göstergeler de yer almaktadır. Ancak, gerek kredi derecelendirme kuruluşlarının küresel kriz konusunda yaşadıkları güvenilirlik kaybı, gerekse diğer göstergelerin model için içsellik sorunu yaratması nedeniyle bu çalışmada farklı bir gösterge, TED faiz farkı kullanılmıştır. TED faiz farkı ABD bankalararası para piyasası faiz oranı (LIBOR) ile kısa vadeli ABD hazine bonusu faizi arasındaki fark olarak hesaplanmaktadır. TED faiz farkı, ekonomide kredi riskinin bir göstergesi olarak literatürde kabul görmektedir. Risksiz olduğu varsayılan hazine bonusu ile LIBOR arasındaki fark, bankaların borçlanabilme durumunu yansıtmaktadır. Buna göre, TED faiz farkı yükseldiğinde, banka iflaslarının gerçekleşme riski de artmaktadır. TED faiz farkının küresel kriz sırasındaki seyri de bu görüşü desteklemektedir. TED faiz farkı tüm ülkeler için hesaplanabilmektedir. Ancak, dışsal bir gösterge olarak ekonometrik modelde yer alabilmesi için, ABD TED faiz farkı tercih

edilmiştir. Faiz farkı göstergesinin endeks olarak kullanılabilmesi için, 1999 Ç1=100 olarak kabul edilmiştir.

Küresel krizin etkilerini yansıtabilmek için ekonometrik modele, bir de kriz kukla değişken eklenmiştir. Kriz başlangıcı olarak 2008 Ç3 kabul edilmiştir. Krizin bitiş tarihi olarak da 2009 Ç2 kabul edilmiştir. Kriz dönemleri 1 diğer dönemler 0 olarak kabul edilmiştir.

Euro Bölgesi ülkeleri için Euro/USD döviz kuru, döviz kurlarının da faiz farkları üzerindeki etkisinin olup olmadığının anlaşılabilmesi için değişken olarak modele eklenmiştir. Bu veri, diğer verilerle tutarlılık sağlanması açısından Eurostat ve Bloomberg'ten alınmıştır.

Modelde değişkenlerin açıklama gücünü test etmek için kullanılan tüm veriler ve modelde yer aldıkları şekilleriyle kısaltmaları, literatüre ve teoriye göre almaları beklenen işaretleri aşağıdaki Tablo 5.1'de yer almaktadır. Modelde günlük frekansa sahip değişkenler, üç aylık ortalamaları alınarak kullanılmıştır.

TABLO 5.1. VERİLER VE TANIMLAMALARI

Değişken	Tanım	Orjinal Frekans	Beklenen İşaret	Kaynak
10 yıllık Tahvil Faiz farkları (SPR)	Ülkelerin 10 yıllık kamu tahvil faizi ile Almanya'nın 10 yıllık kamu tahvil faizi arasındaki fark	Günlük		Eurostat verisine göre yazarın kendi hesaplaması
EMBI-TUR endeksi	Türkiye'nin Eurobond tahvilleri faizi ve ABD 10 yıllık kamu tahvil faizi arasındaki fark	Günlük		JP Morgan
Uluslararası Risk Göstergesi, TED Faiz farkı (ULU)	Bankalararası para piyasası faiz oranı ile kısa vadeli hazine bonusu faizi arasındaki fark	Günlük	+, Uluslararası risk arttıkça faiz farkı artmalı	Bloomberg
Likidite Göstergesi (LIK)	Ülkelerin ihraç ettiği kamu tahvillerinin, Euro Bölgesi'nde ihraç edilen toplam kamu tahvillerine oranı	Üç Aylık	-, likidite arttıkça, faiz farkı artmalı	ECB
Bütçe Dengesi (BD)	Maastricht Kriterleri çerçevesinde Bütçe Dengesi	Üç Aylık	-, bütçe fazlası arttıkça, faiz farkı azalmalı	Eurostat
Brüt Kamu Borcu (BO)	Maastricht Kriterleri Çerçevesinde Brüt Kamu Borcu	Üç Aylık	+, borçluluk arttıkça, faiz farkı artmalı	Eurostat
Döngüsellikten Arındırılmış Bütçe Dengesi (DABD)	Vergi ve harcama esneklikleri ile çıktı açığı kullanılarak hesaplanan bütçe dengesi	Üç Aylık	-, bütçe dengesi arttıkça faiz farkı azalmalı	Eurostat
Cari İşlemler Dengesi (CD)	Söz konusu dönemdeki cari işlemler dengesi	Üç Aylık	-, cari işlemler fazlası arttıkça, faiz farkı azalmalı	Eurostat
Döviz Kuru (FX)	Döviz Kuru	Günlük	+/-, İki taraflı da çalışabilir	Bloomberg
Kriz Kukla Değişken (KK)	Kriz dönemleri için =1, Kriz dışı için = 0	Üç Aylık	+, Kriz döneminde faiz farkının artması bekleniyor.	

5.3. Ekonometrik Model ve Sonuçlar

Bu b3l3mde, Euro B3lgesi kamu tahvil faiz farklarını açıklayan temel fakt3rleri belirlemeyi amaçlayan basit bir ekonometrik analiz yer almaktadır. Buna g3re model⁹ aşağıdaki gibi tanımlanmıştır.

$$\text{Faiz farkı}_{it} = \alpha + \beta_1(\text{kamu maliyesi g3stergesi})_{it} + \beta_2(\text{cari işlemler dengesi})_{it} + \beta_3(\text{uluslararası risk g3stergesi})_{it} + \beta_4(\text{likidite g3stergesi})_{it} + \beta_5 X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Bu modelde, bağımlı değişken, 10 yıllık kamu tahvil faiz farklarıdır. Açıklayıcı değişkenler sırasıyla, kamu maliyesi g3stergeleri, cari işlemler dengesi, uluslararası risk g3stergesi ve likidite g3stergesi ile faiz farkları etkileyebilecek diğer değişkenlerin yer aldığı X vekt3r3d3r. T3m kamu maliyesi g3stergeleri ve cari işlemler dengesi verisi GSYH'ye oran olarak yer almaktadır. Uluslararası risk g3stergesi olarak, TED faiz farkları kullanılmıştır.

Analizde kullanılan t3m veriler 3 aylık frekansa sahip hale getirilmiştir. Mevcut veriler 3 ana d3nemde incelenmiştir. Bunlar sırasıyla, Euro'ya geçiş aşamasından 2009 yılı sonuna kadar olan d3nemi kapsayan 1999-2009 d3nemi, k3resel kriz 3ncesi d3nemi kapsayan 1999-2006 d3nemi ve kriz d3nemini kapsayan 2006-2009 d3nemleridir.

Mevcut değişkenlere ait veriler SUR y3ntemi kullanılarak incelenmiştir. SUR, farklı yayılım ve kendiyile iliŐliŐim sorunlarının olduğu ortamda GLS ile analiz yapmasından dolayı OLS'ye g3re daha kullanıŐlıdır. Bu çerçevede, panel veride d3zeltilmiŐ standart sapmalar y3ntemi kullanılmıştır. Bu modelde, hata terimlerinin hem zaman hem de kesitler arasında kendisiyle etkileŐimli olacağı varsayılmıŐtır.

Literat3rde, genel olarak faiz farklarındaki değişimi etkileyen fakt3rler incelenmiştir. Sonuçta, piyasa oyuncularının risk primini belirlerken hangi değişkenlerdeki değişimleri dikkate aldığı ve bu değişimlerin faiz farklarındaki değişimi ne kadar etkilediği, politika yapıcılar için, piyasa disiplininin çalışıp

⁹ Literat3rde yer alan birçok çalışmada, kendiyile iliŐliŐim sorununu ortadan kaldırmak ya da faiz farklarındaki değişimde faiz farklarının geçmiş değerlerinin de etkili olduğunu savunduklarında dolayı, faiz farklarının gecikmeli değişkeni kullanılmıştır. Her ne kadar kullanılan gecikmeli değişkenler anlamlı bulunsa da, bu durum dinamik panel verisi modelini (Arellano ve Bond, 1991) gerektirmekte, ancak zaman aralığı arttıkça, değişken yanlı olmaktadır. Standart hataların d3zeltildiği SUR modelinde ise halihazırda, yanlı değişim ortadan kaldırılmakta ve gecikmeli deđiŐkene ihtiyaç duyulmamaktadır.

çalışmadığını değerlendirebilmek için önem taşımaktadır. Bu çalışmanın ana hedefi olan bu soru bir sonraki bölümde ele alınmaktadır. Ancak, faiz farklarının genel seviyesinin makroekonomik değişkenlere bağlı olarak değişip değişmediğini incelemekte fayda görülmektedir.

Nitekim, 3. Bölüm'de de incelendiği üzere, Euro Bölgesi ülkelerini faiz farkları birbirlerine oldukça yakın seyretmekte, ancak farklılıklar makro ekonomik göstergelerindeki farklılıklarla ilişkili görünmektedir. Bu durum faiz farkları genel seviyesini inceleyen ekonometrik analizin sonuçlarında da gözlenmektedir.

5.3.1. Faiz Farklarındaki Değişimi Etkileyen Faktörler

Değişkenlerin seviye verilerini içeren modelin bağımlı ve bağımsız değişkenleri için yapılan Dickey-Fuller (DF) birim kök testlerinde tüm değişkenlerin durağan olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla, bu sorunu ortadan kaldırmak ve bu çalışmanın içeriğiyle bir bütünlük sağlamak amacıyla tüm değişkenler, birinci farkları alınarak modele dahil edilmiştir. Bu durum, değişkenlerdeki değişimin faiz farklarındaki değişimi açıklaması açısından analize fayda sağlamaktadır.

Örnekleme kullanılan Euro Bölgesi ülkelerine, İngiltere, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya'nın yanı sıra Türkiye de dahil edilmiştir. Faiz farklarının genel seviyesini açıklaması bakımından önemli bir gösterge olan likidite göstergesi, Euro Bölgesi ülkeleri haricinde yeterli veri sağlanamamasından dolayı analize dahil edilmemiştir. Bu bölümde öncelikle 1999-2009 dönemi ele alınacak, daha sonra 1999-2006 ve 2006-2009 dönemleri incelenecektir.

APB'ye geçişten 2009 sonuna kadar olan dönemi kapsayan tahmin sonuçlarını içeren, kamu maliyesi risk göstergeleri ve diğer değişkenlerin yer aldığı modellerin, R^2 değerlerinden de anlaşılacağı üzere, faiz farklarındaki değişimi açıklamakta yetersiz kaldığı görülmektedir (Tablo 5.2). İlk modelde yer alan değişkenlerin hemen hepsi anlamlı olmasına rağmen, cari işlemler dengesi (cd) değişkeni beklenen işaretin tersini almış,

uluslararası risk göstergesi ise anlamlı bulunmamıştır. Borçluluk oranı yerine, bütçe dengesi ile DABD'nin kullanıldığı II. ve III. modellerde de benzer bir durum gözlenmektedir. Özellikle, DABD'nin dahil edildiği modelde hiçbir değişken anlamlı bulunmamıştır.

TABLO 5.2. AB ÜLKELERİ VE TÜRKİYE, 1999-2009 DÖNEMİ SUR ANALİZİ TAHMİN SONUÇLARI

Değişkenlerin birinci farkları kullanılarak tahmin üretilmiştir.			
Bağımlı Değişken: SPR			
Bağımsız Değişkenler	I	II	III
Sabit	-0.354225 -0.485533	-0.344629 -0.463207	-0.355984 -0.480007
ULU	0.033378 1.609487	0.043325 2.074132**	0.041974 2.006116
BO	0.160974 3.040587***		
BD		-0.079199 -3.79856**	
DABD			-0.069528 -3.482868
KK	21.10152 7.589455***	21.99722 7.820205***	21.75057 7.738594
CD	0.203298 4.159442***	0.205844 3.863349***	0.198927 3.846836
FX	1.166047 2.022212**	1.073845 1.827357*	1.127096 1.920043
Gözlem Sayısı	613	609	611
Düzeltilmiş R ²	0.10148	0.118525	0.113593
F-İstatistiği	14.82402***	17.35063***	16.63426
Not: Parantez içindeki veriler t istatistikleridir; *** %1 anlamlılık düzeyini, ** %5 anlamlılık düzeyini ve * %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.			

1996-2006 dönemini içeren tahmin sonuçları da benzer bir durum sergilemekte, küresel kriz öncesi dönemi ele alan ekonometrik modeldeki değişkenler faiz farklarındaki değişimi açıklamakta yetersiz kalmaktadır (bkz: Tablo 5.3). I. modelde, borçluluk oranının ve cari dengenin en açıklayıcı değişkenler olduğu görülmektedir. Ancak, cari işlemler dengesi değişkeninin işareti yine beklenenin tersidir. Diğer değişkenler de anlamlı bulunmamıştır. Borçluluk oranı yerine bütçe dengesinin dahil edildiği diğer modelde de tek anlamlı değişken cari denge olurken, yine işareti beklenenin tersi olmuştur.

Bütçe dengesi yerine DABD'ın eklendiği diğer modelde benzer bir durum gözlenmiştir.

TABLO 5.3. AB ÜLKELERİ VE TÜRKİYE, 1999-2006 DÖNEMİ SUR ANALİZİ TAHMİN SONUÇLARI

Değişkenlerin birinci farkları kullanılarak tahmin üretilmiştir.			
Bağımlı Değişken: SPR			
Bağımsız Değişkenler	I	II	III
Sabit	-0.760548 -1.804434	-0.502571 -1.404607	-0.494426 -1.393811
ULU	-0.023049 -0.871965	0.015109 0.624316	0.016184 0.674152
BO	0.288548 3.573602***		
BD		-0.023755 -1.167726	
DABD			-0.001031 -0.050754
KK			
CD	0.429312 7.566273***	0.502549 7.100305***	0.478184 6.705669***
FX	-0.649378 -0.847644	-0.778743 -0.962184	-0.806178 -1.000878
Gözlem Sayısı	433	436	436
Düzeltilmiş R ²	0.114796	0.082243	0.072704
F-İstatistiği	15.00578***	10.74546***	9.526516***
Not: Parantez içindeki veriler t istatistikleridir; *** % 1 anlamlılık düzeyini, ** %5 anlamlılık düzeyini ve * %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.			

Ekonometrik analiz, 2006-2009 dönemini ele alacak şekilde düzenlendiğinde ise, sonuçların oldukça güçlü oldukları gözlenmektedir (bkz. Tablo 5.4). Kriz dönemi için kukla değişkenin kullanıldığı bu analizde, borçluluk oranındaki değişimin faiz farklarındaki değişimi açıklamada oldukça etkili olduğu görülmektedir. Ancak birinci modelde borçluluk oranı değişkeninin işareti beklenenin tersi şeklinde olmuştur. Borçluluk oranı yerine diğer değişkenlerin kullanıldığı modellerde ise tüm değişkenlerin işaretleri beklediği şekilde olmuştur. Buna göre, bütçe fazlası ya da döngüsellikten arındırılmış bütçe fazlası ile cari işlemler fazlası arttığında faiz farkları azalırken, tersi hallerde faiz farklarında artış gözlenmektedir. Ancak, literatüre

paralel şekilde, faiz farklarındaki değişimde etkili olan en önemli değişkenler, kriz döneminde artan risk algılaması olmuştur. Kurdaki değişimin de faiz farklarını artıran bir değişken olduğu görülmektedir. 1999-2009 ve 1999-2006 dönemlerini içeren analizlerin aksine, 2006-2009 dönemini içeren analizde F istatistiklerinin oldukça yüksek ve anlamlı olması da modelin bir bütün olarak anlamlı olduğuna işaret etmektedir.

TABLO 5.4. AB ÜLKELERİ VE TÜRKİYE, 2006-2009 DÖNEMİ SUR ANALİZİ TAHMİN SONUÇLARI

Değişkenlerin birinci farkları kullanılarak tahmin üretilmiştir.			
Bağımlı Değişken: SPR			
Bağımsız Değişkenler	I	II	III
Sabit	-2.42016 -6.612507	-0.775099 -0.677699	-0.836528 -0.793993
ULU	0.051873 8.629636***	0.058597 3.047021***	0.058289 3.375092***
BO	-0.288628 -24.39061***		
BD		-0.229139 -5.504534***	
DABD			-0.220675 -6.526411***
KK	33.1159 33.33856***	26.37482 10.03111***	26.192 10.14274***
CD	-0.053215 -3.278806***	-0.208509 -3.290695***	-0.185425 -3.782112***
FX	3.982436 30.38674***	3.26035 6.224981***	3.328409 6.71292***
Gözlem Sayısı	240	233	235
Düzeltilmiş R ²	0.82755	0.387509	0.37086
F-İstatistiği	230.3818***	30.35616***	28.58731***
Not: Parantez içindeki veriler t istatistikleridir; *** % 1 anlamlılık düzeyini, ** %5 anlamlılık düzeyini ve * %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.			

5.4 Ampirik Sonuçların Genel Değerlendirmesi

Panel veri yöntemiyle yapılan analizde, faiz farklarındaki değişim ele alındığında, kriz öncesi dönemde borç yükü ya da bütçe dengesi verileri ve diğer değişkenlerin faiz farklarındaki değişime katkısı istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Küresel kriz öncesi dönemde, kamu maliyesi risk

göstergelerindeki farklılıklara rağmen, faiz farklarında bir değişim görülmemesi bu sonucu desteklemektedir.

Küresel kriz sırasında ve sonrası dönemde bu değişkenlerin açıklama gücünün oldukça yükseldiği görülmektedir. Küresel krizle birlikte risk algılaması değişmiş, daha önce göz ardı edilen riskler artık fiyatlandırılmaya başlamıştır. Kriz, ciddi bir kırılma yaratmış ve en azından ülkelere yönelik piyasa disiplini mekanizmasının tekrar çalışmasını sağlamıştır.

ALTINCI BÖLÜM

EURO BÖLGESİ DÜZENLEMELERİNİN PİYASA DİSİPLİNİNE ETKİSİ ÜZERİNE BİR DEĞERLENDİRME

Bir önceki bölümde ortaya çıkan sonuçlara ve literatüre göre, piyasa disiplini literatüründe yer alan göstergelerin Euro Bölgesi'nde küresel kriz öncesi dönemde faiz farklarındaki değişimi sınırlı bir ölçüde açıkladığı ya da anlamlı bir açıklama sunmadığı, kriz sırasında ve sonrası dönemde ise risk algılamasındaki değişimle birlikte söz konusu göstergelerin ampirik analizlerde daha anlamlı oldukları gözlenmiştir.

Piyasa oyuncularının kriz öncesi dönemde kamu maliyesi ve diğer risk göstergelerini dikkate almamaları, ekonomik göstergeler dışında etkenlerden, kurumsal ve yasal bazı düzenlemelerden kaynaklanmış olabilir. Kriz sırasında ve kriz sonrası dönemde faiz farklarında görülen aşırı yükselişin de, AB'nin ve Euro Bölgesi'nin krizlere karşı ortak hareket etmekte zorlanması ve bir hareket planının olmaması piyasaların risk algılamasını olumsuz etkilemesinden kaynaklandığı düşünülebilir.

Bu bölümde, ampirik çalışmada bulunan sonuçlara neden olan etkenler, Euro Bölgesi kurumları ve düzenlemeleri çerçevesinde değerlendirilecektir. Bu değerlendirme, söz konusu etkenlerin, piyasa disiplini üzerindeki etkisini göstermekten çok, gelecekte yapılacak daha kapsamlı ve ampirik çalışmalara yol gösterici nitelikte olmayı hedeflemektedir. Buna göre ilk değerlendirme, İBP üzerine yapılacak, daha sonra, küresel likidite fazlası ve AMB'nin karşılık politikasının olası etkisine değinilecektir.

6.1 Kurallara karşı İhtiyari Yaklaşım: İBP'nin Etkisizliği

APB oluşturulurken, kamu maliyesinde disiplini sağlayamamış ülkelerin, aşırı bütçe açığı vererek, Euro Bölgesi genelinde enflasyonu

tetikleyecekleri ve bunun sonucunda da AMB'nin faiz artırımına giderek, Bölge'de ekonomik aktiviteyi zayıflatacağı kaygısı mevcuttu. AB literatüründe “*dışsallık sorunu*” (bkz. Heipertz ve Verdun, 2004) olarak adlandırılan bu olası soruna çözüm olarak, İstikrar ve Büyüme Paktı'nın oluşturulması kararlaştırılmıştır. İstikrar ve Büyüme Paktı, önceki bölümlerde de bahsedildiği üzere, üye ülkelerin kamu maliyesi göstergelerine yönelik kurallar uygulanması, bu ülkelerin mali performanslarının Avrupa Komisyonu ya da AMB gibi uluslararası kurumlarca denetlenmesi ve kurallara uyulmaması halinde de mali cezalar uygulanmasını içeriyordu. Bu cezalandırmanın AAP yoluyla yapılması planlanıyordu.

İBP'nin Almanya'nın APB konusundaki kaygılarını azaltmak için oluşturulduğu kabul edilen bir gerçektir. Buna göre, 1990'lı yıllarda Bundesbank ve Alman kamuoyu, mali disiplini sağlayamamış ülkelerle birlikte bir para birliğine girmenin ülkeye ve ekonomik istikrara zarar vereceğini düşünmekteydi. AAP'nin, Maastricht Kriterlerine dayalı kuralları uygulaması konusunda katı bir yaptırım mekanizması içermesi ve bu mekanizmanın İstikrar ve Büyüme Paktı içinde yer almasıyla, Euro'nun da Mark kadar güçlü olacağı konusunda Alman kamuoyu ve Bundesbank ikna edilmiş ve APB konusundaki yaklaşımları daha ılımlı olmuştur.

Fakat, Almanya'yı APB'ye dahil etmek için kurulan bu pakt, Almanya birliğe girer girmez politik güvenilirliğini yitirmiştir. Sonuçta, APB'den çıkış olmadığı varsayıldığında, halihazıra APB'ye giren ve bütçe disiplinini sağlamayan ülkelere karşı yaptırımın nasıl uygulanacağı konusundaki şüpheler mekanizmasının kredibilitesi zayıflamaktadır (Heiperzt ve Verdun, 2004, ile Leblond, 2006). İBP'nin kredibilitesine ve kamu mali disiplinini sağlama konusunda yaptırım gücüne yönelik kaygılar, piyasa oyuncularının İBP kararlarını ciddiye almamasına neden olmuş olabilir.

6.1.1 Kurallara Karşı İhtiyari Yaklaşım

Kydland ve Prescot'un (1977) zaman tutarsızlığı sorunu konusundaki çalışmalarını takip eden akademik literatür, ihtiyari politika uygulamalarının ekonomi ve toplum açısından her zaman optimal olmayabileceğini ve

hükümetlerin uygulama konusunda söz verdikleri kurallar konusunda “hile” yapabileceğini vurgulamaktadır. Buna göre, politika yapımcılar uygulanması konusunda daha önce anlaştıkları bir yaptırımı gelecekte uygulamayabileceklerdir. Çünkü anlaşmanın diğer tarafı üzerine düşeni yaptıktan sonra politika yapımcıların hile yapıp yaptırımlarını ya da yükümlülüklerini yerine getirmeyebileceklerdir. Piyasa oyuncuları da her şekilde politika yapımcıların hile yapacağı beklentisi ile hareket edecek ve ekonomi planlanandan daha farklı bir denge noktasına doğru gidebilecektir. Enflasyonla mücadele anlamında, hükümetlerin para politikası konusunda ihtiyarı uygulamalarına son verilerek, merkez bankalarının bağımsız olması fikri bu teoriye dayanmaktadır.

AB’de ise, her ne kadar üye ülkeler, kamu mali disiplinini sağlamak için bir yaptırım mekanizması oluşturmuş olsalar da, bu yaptırım mekanizmasının uygulanması, ihtiyarı bir nitelik taşımaktadır. Sonuçta, denetimi yapan ve AAP’nin uygulanmasını teklif eden Avrupa Komisyonu olsa bile, AAP’nin uygulanması AB Bakanlar Konseyi kararına bağlıdır. Bu durum, AB üyesi ülkelerin para politikası yanında, maliye politikası konusunda da otoritelerini kaybetmek istememeleri ile de açıklanabilir (Leblond, 2006).

Yaptırım mekanizmasının uygulanmasının bir kural olarak değil de, siyasi bir karar olarak AB müktesebatında yer alması, kamu maliyesi disiplini için en büyük çelişkiyi barındırmaktadır. AAP’nin uygulanıp uygulanmaması kararı, kararın uygulanacağı söz konusu üye ülkenin hem jüri hem de yargıç olduğu bir süreç sonucunda belirlenmektedir (Buitter, 2006). AB literatüründe de sıkça yer alan bir deyişle, *“hindi Noel yemeğinde ne yeneceğine karar vermektedir”*.

2003-2005 yılları arasında yaşanan İstikrar ve Büyüme Paketi krizi, bu durumun en büyük örneğidir. İstikrar ve Büyüme Paketi’nin yaptırım aracı olan AAP ile, APB’ye üye ülkelerinin aşırı bütçe açığı vermekten caydırma amacını gütmeye hedeflenmekteydi. Ne var ki, İstikrar ve Büyüme Paketi’nin uygulanmasına ilişkin Komisyon’un teklifi ile alınması gereken AAP

kararlarının nitelikli çoğunluk yöntemiyle alınması, kuralı maliye politikaları konusundaki ihtiyari bir uygulamaya imkanı doğurmaktadır.

Daha detaylı incelemek gerekirse, 25 Kasım 2003'te, Komisyon'un Fransa ve Almanya'ya yönelik AAP başlatılması yönündeki tavsiyesine, Almanya ve Fransa'nın Portekiz ve İtalya'nın da desteğiyle red oyu vermeleri ile Bakanlar Konseyinde reddedildiği görülmektedir. Her ne kadar AB'nin yürütme organı olarak düşünülse de Avrupa Komisyonu'nun bu konuda bir yaptırım gücü yoktu. AMB, her ne kadar o dönemdeki açıklamalarıyla sözkonusu ülkeleri sert biçimde uyarsa da belirli bir yaptırım, örneğin faiz artırımını gibi, uygulamamıştır. Bu durumda, kamu maliyesi disiplini sağlayacak temel mekanizmanın piyasa algılaması olduğu görülmektedir.

6.1.2. İstikrar ve Büyüme Pakti, Kurtarma Olasılığı ve Piyasa Oyuncuları

Küresel kriz öncesi dönemde piyasa oyuncularının, Euro Bölgesi üyelerinin bir kısmında görülen kamu maliyesindeki bozulmaya ve İBP'nin uygulanmasında yaşanan sorunlara tepki vermediği, bütçe açığı büyüyen ülkelerin tahvillerini elden çıkarma ya da bu ülkelerin arz ettikleri tahvilleri için daha yüksek faiz talep etmedikleri görülmektedir. Diğer bir deyişle, disiplini sağlayacağı düşünülen piyasa oyuncularının İBP'nin uygulanamayışını ulusal riski artırıcı bir unsur olarak görmedikleri anlaşılmaktadır. 2003 yılında kredi derecelendirme kuruluşlarının da, Komisyon tarafından AAP uygulanması teklif edilen ülkelerin kredi notlarında bir değişikliğe gitmedikleri görülmektedir. Bu çalışmada daha önce bahsedilen ve piyasa disiplininin çalışmasını sağlayan koşulların hepsinin AB içerisinde bulunduğu varsayıldığında, piyasa oyuncularının AB kamu maliyesindeki bozulmaya tepki vermemesinde birkaç değişik etken rol oynamış olabilir.

Bunlardan ilki, zaman tutarsızlığı teorisinin açıkladığı gibi, İBP'nin uygulamasının ihtiyari ve siyasi bir süreç olması, piyasa oyuncularının AAP'yi APB'de mali disiplini sağlayacak güvenilir bir araç olarak görmemeleri olabilir. Bu durumda, ulusal risk değerlendirirken, yaptırımını mümkün olmayan bir kuraldan çok, ülkelerin gerçek mali durumlarının değerlendirildiği, Maastricht

Kriterleri'ni baz alan niceliksel göstergelerden çok, uzun vadede borcun sürdürülebilirliği ya da yapısal bütçe açığı gibi daha kesin göstergeleri dikkate aldıkları düşünülebilir. Bu durum, 2003 yılında Fransa ve Almanya'nın ekonomik durgunluğa bağlı geçici bütçe sorunları yaşadığı göz önüne alındığında mantıklı sayılabilir. Ayrıca, aynı dönemde söz konusu ülkelerin borçluluk oranlarında önemli artış görülmemesi de bu görüşü desteklemektedir. Ancak, ampirik analizin sonuçları bu görüşü desteklememektedir. DABD göstergesinin faiz farkları üzerindeki etkisi, bütçe dengesi/GSYH göstergesinin faiz farkları üzerindeki etkisi Euro Bölgesi ülkeleri için anlamlı bulunmamıştır (bkz. 5. Bölüm).

Öte yandan, küresel finansal kriz öncesi tahvil getiri farklarının düşüklüğü, piyasa disiplini sağlayacak en temel koşullardan birisi olan zor durumda olan bir ülkeyi kurtarma olasılığının olmaması şartının yerine getirilmediğine de işaret edebilir. Kurtarma olasılığının varlığı ulusal riski azaltarak, parasal birliğin üyelerine borçluluk oranlarını arttırmaları için kolaylık sağlayan bir unsur olarak görülmektedir. Bu durum ahlaki bir risk doğurmaktadır. Kurtarma olamayacağı yönündeki Maastricht Kriteri'nin bu soruna çözüm olduğu şüphelidir. Nitekim şu sıralar AB'de başta Yunanistan, Portekiz ve İspanya'nın mali disiplinlerindeki ciddi bozulmanın yarattığı durum kurtarma olasılığını tekrar gündeme taşımış, Yunanistan'ın kamu maliyesindeki bozulmanın Euro Bölgesi için sistemik bir risk yaratmasından dolayı Yunanistan'ın kurtarılması kaçınılmaz olmuştur (bkz, IMF, 2010).

Zor durumdaki ülkelere yönelik kurtarma olasılığının AB içerisinde şu sıralar kuvvetli olmasını De Grauwe (2009) en basit haliyle şu şekilde açıklamaktadır. Parasal birlik sonucunda finansal entegrasyonun artmasıyla farklı devletler tarafından ihraç edilen tahviller diğer ülkelerdeki sermaye piyasalarında da işlem görme imkanı bulmaktadır. Yani, eğer bir ülkenin tahviline yönelik kredi riski gerçekleşirse, bu durum, diğer üye ülkeleri de yakından ilgilendirmektedir. Sonuç olarak APB üyeleri, iflas etme riskiyle karşılaşan bir üyeyi kurtarmakta daha fazla yarar görecektir. Piyasalar kriz öncesi dönemde ulusal riski fiyatlandırırken, zor duruma düşen ülkelerin kurtarılacağı beklentisini halihazırda risk algılamasına dahil etmiş, dolayısıyla

da kamu maliyesindeki bozulmanın yarattığı riski olduğundan daha düşük fiyatlandırmış olması muhtemeldir.

6.2. Küresel Tasarruf Fazlası

Kurtarma riski dışında getiri farklarının kriz öncesi dönemde birbirine çok yakın seyretmesini açıklayan daha başka nedenler de olabilir. Öncelikle, 2001'den bu yana küresel bazda gözlemlenen ve gelişmiş ekonomilerin aşırı gevşek para politikaları sonucu görülen küresel likidite artışı ve risk iştahındaki yükseliş, tüm finansal araçlar gibi tahvillere olan talebi de arttırmış ve uzun vadeli faizlerin uzun bir müddet düşük kalmasına yol açmıştı. Ampirik analizin getiri farklarının küresel faktörlerden etkilendiğini gösteren sonuçları da bu görüşü desteklemektedir. Aşırı kazanç güdüsü ve ucuz finansman kaynağının etkisiyle risk iştahının aşırı arttığı zamanlarda, piyasaların riski doğru fiyatlandıramadığı da literatürde sıkça vurgulanan bir bulgudur (Rajan, 2005). Dolayısıyla, bu durum, Euro Bölgesi'nde de faiz farklarının düşük seyretmesine katkıda bulunmuş olabilir.

6.3. AMB'nin Karşılık Politikası ve Getiri Farkları

İstikrar ve Büyüme Pakti'nin uygulanabilirliğinin şüpheli olması ve kurtarma riskinin varlığının yanında, AMB'nin karşılık politikasının da piyasa disiplinini zayıflattığı yönünde tartışmalar mevcuttur. Küresel finansal kriz patlak vermeden önce Buitter ve Sibert (2005) Avrupa Merkez Bankaları Sistemi'nin repo işlemleri sırasında izlediği operasyonel prosedürün, faizleri azaltıcı bir etki yaptığını belirtmişlerdir¹⁰. Karşılık politikası olarak adlandırılan bu prosedür, Avrupa Merkez Bankaları Sistemi'nde (AMBS) açık piyasa işlemlerinde karşılık olarak kabul edilen üye ülkelerin çıkardığı hazine tahvilleri ve bonolarını kapsamaktadır. AMBS'nin, söz konusu tahvilleri karşılık olarak kabul ederken yeterince seçici davranmadığı ve bu durumun yüksek riske sahip ülkeler için kolaylık sağlayarak, ülkeler arasındaki getiri farklarının düşük seyretmesine katkıda bulunduğunu vurgulanmaktadır.

¹⁰AMB'nin Repo işlemlerinde karşılık olarak kullanılacak olan tahvil ve benzeri menkul kıymetlerin en az A+ kredi notuna sahip tahvil olması gerektiği şartını, kriz sırasında gevşetmişti. Küresel finansal kriz başladığından beri risk primi yükselen Yunanistan tahvilleri faiz farklarındaki en büyük sıçrama ise AMB'nin bu uygulamasını 2010 yılında tekrar eski haline getireceğini açıklaması sonrasında gerçekleşmiştir.

AMBS'nin karşılık politikası şu şekilde çalışmaktadır¹¹. Bir menkul kıymetin AMBS tarafından karşılık olarak kabul edilebilmesi için öncelikle, belirli koşulları sağlaması gerekmektedir. Bunlardan en önemlisi, söz konusu menkul kıymetlerin, başlıca kredi derecelendirme kuruluşlarınca yüksek kredi notuyla derecelendirilmesidir. Bu menkul kıymetlerden¹² kamu menkul kıymetleri ise karşılık olarak kabul edilebilmeleri için sahip olmaları gereken kredi notu Standard and Poor's ve Fitch değerlendirmesine göre en az A-, Moody's değerlendirmesine göre ise en az A3 olarak belirlenmiştir.

Euro Bölgesi üyesi ülkelerin kamu borç sürdürülebilirliği göstergeleri birbirinden oldukça farklı olmasına rağmen, AMBS karşılık politikasında hiçbir ayırım gözetmeksizin her üyenin menkul kıymetlerinin karşılık olarak kabul edilmesi, bu ülkelere yönelik risk değerlendirmesinin de düzgün yapılmamasına neden olabileceği düşünülmektedir. Karşılık politikası belirlenirken, risk unsuru değerlendirmesinin kredi notundan daha çok söz konusu ülkelerin yapısal göstergelerine, ya da AB'nin İBP veya AAP'ne göre sınıflandırılmaları ya da fiyatlandırılmaları daha sağlıklı olabilecektir. Nitekim, her ne kadar yüksek kredi notuna sahip olsalar da, bu çalışma hazırlandığı dönemde, Yunanistan, Portekiz, İspanya, İtalya ve İrlanda gibi A sınıfı kredi notuna sahip ülkelerde borç sürdürülebilirliğine yönelik kaygılar artmıştır. Kredi derecelendirme kuruluşları Yunanistan'ın kredi notunu düşürerek bu durumu tescillemiştir.

Ulusal riski yüksek olan bir ülkenin tahvillerinin, ulusal riski daha düşük bir ülke tahvilleri ile aynı kategoride yer alması ve bu ülkenin tahvillerinin karşılık olarak kullanılması finansal kuruluşlar açısından bu iki menkul kıymetin aynı riske sahip olarak algılanmasını sağlayabilecektir. Yunanistan gibi yüksek riskli bir ülke menkul kıymeti ile Hollanda gibi düşük ulusal riske sahip bir menkul kıymeti karşılık olarak kullanmak için elinde tutan finansal kuruluşlar, iki menkul kıymet arasında risk ayrımı yapmayacak, ya da bu iki menkul kıymetin riskini aynı kabul edebilecektir. Dolayısıyla,

¹¹ Bakınız, *Statute of ESCB, Article 18.1.*

¹² AMBS, kamu kağıtları dışında özel sektör tarafından çıkarılmış birçok menkul kıymeti de karşılık olarak kabul etmektedir. Bu kağıtlara ilişkin düzenlemeler AMB internet sitesinden öğrenilebilir.

Yunanistan tahvilleri fiyatlandırılırken, piyasa oyuncuları daha düşük bir risk primi talep edebileceklerdir.

2007'de patlak veren küresel finansal kriz çerçevesinde, AMB likidite sorununu çözmek için aldığı birçok önlemin yanısıra, karşılıklar politikasında da esnemeye gitmiş ve karşılık olarak kullanılacak kamu menkul kıymetlerinin sahip olması gereken kredi notu alt sınırını, A-'den, 2010 sonuna kadar BBB-'ye çekmiştir. Bu çerçevede, Yunanistan'ın kamu kağıtları da karşılık olarak kullanılmaya devam etmiştir. S&P Kredi Derecelendirme Kuruluşu, 14 Şubat 2010 itibariyle, Euro Bölgesi'nde yer alan ülkelerden, Avusturya, Fransa, Finlandiya, Almanya ve Hollanda'nın ülke notlarını, AAA kredi notuyla, Belçika ve İspanya'nın ülke notlarını, AA+ kredi notuyla, İrlanda'nın ülke notunu AA- kredi notuyla, İtalya ve Portekiz'in ülke notunu A+ kredi notuyla, Yunanistan'ın kredi notunu ise BBB+ kredi notuyla derecelendirmiştir.

Küresel krize kadar oldukça düşük bir getiri farkına sahip olan Yunanistan tahvilleri, krizle beraber yükselen risk algılamasından olumsuz etkilenmiştir. Özellikle büyüme performansındaki bozulma ile yıllardır gözardı edilen bütçe açığı ve yüksek kamu borcu, piyasalarca ulusal risk olarak yansıtılmaya başlamıştır. Krizler sırasında risk algılamasının yükselmesi sık rastlanan bir durum olsa da, Yunanistan'ın ulusal risk primi, CDS primleri ve faiz oranları sert bir yükselişe, özellikle AMB'den gelen açıklamaların ardından geçmiştir. AMB yetkilileri, kriz sırasında uygulamaya konulan karşılık politikasındaki esnekliği, piyasaların normalleşmesiyle birlikte 2010 yılı sonunda bitirmeyi planladıklarını açıklamaları, Yunanistan'ın CDS'lerinde önemli artışlar görülmesine neden olmuştur. AMB'nin karşılık politikasında kabul ettiği kamu kağıtlarının sahip olması gereken kredi notu alt sınırını tekrar A-'ye çıkarması, şu anda BBB+ kredi notuna sahip olan ve bu notun daha da düşürülmesi gündemde olan Yunanistan için olumsuz bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Söz konusu durumda, Yunanistan kamu menkul kıymetlerinin, AMBS'de karşılık olarak kullanılması mümkün olmamaktadır.

AMB'nin karşılık politikasında kullandığı kağıtların riskliliğini değerlendirirken, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının verdiği

notları dikkate alması piyasaların risk algılamasını değiştiren bir unsur olabileceği düşünölmektedir. Nitekim, kredi derecelendirme kuruluşları, kriz öncesi dönemde yapısal faktörleri dikkate almamış ve bunu da kredi notlarına yansıtmamışlardır. Daha da kötüsü, kriz zamanlarında daha önceden dikkate almadıkları riskleri daha aşırı bir şekilde değerlendirerek, kredi notlarında yaptıkları değişikliklerle krizin derinleşmesine katkıda bulunmuşlardır.

6.4. Euro Bölgesi Düzenlemelerine İlişkin Genel Değerlendirme

İBP kurallarına karşı ihtiyari yaklaşımların tercih edilmesi, küresel risk iştahındaki artış, AMB'nin risk algılamasını değiştiren karşılık politikası ve daha önceki bölümlerde bahsedilen AB Koşulluluğu'nun zayıflığı, kriz öncesi dönemde piyasaların kamu maliyesi göstergeleri bozulan ölkelerden daha çok risk primi talep etmesini, yani piyasa disiplininin çalışmasını önleyen etkenler olduğu düşünölmektedir.

Euro Bölgesi'nin küresel kriz sonrasında içinde bulunduğu durum, parasal birliğin henüz tamamlanmadığı, maliye politikalarının uyumlaştırılıp, Birlik genelinde kontrol edilmediği sürece iç ve dış şoklara karşı savunmasız olunacağını göstermektedir. Her ne kadar, ortak maliye politikaları ekonomik olarak arzu edilen bir unsur olsa da, bu durum siyasi açıdan mümkün görünmemektedir. Para politikasının ardından kamu maliyesi otoritesini de kısmen de olsa uluslarüstü bir otoriteye devredilmesinin kamuoyu desteği bulup bulamayacağı tartışmalıdır. Bu durumda, tek seçenek olarak, İBP'yi güçlendirmek olduğu düşünölmektedir. Bu seğenekte de, İBP kurallarının uluslarüstü bir otorite ile yasaklayıcı bir güce sahip olması, yine AB'nin daha önceki sorunlarına işaret etmektedir. Disipline edici faktörler konusunda, ulusal meclislerin elindeki oylama gücünün bir kısmının Avrupa Parlamentosu'na aktarılmasıyla bu durum çözülebilecektir. Ne var ki bu çözüm de yeni bir AB antlaşmasını gerektirmesi ve uzlaşmanın zorluğu, çözüm önündeki en temel engeller olarak düşünölebilir.

Diğer taraftan, kriz durumlarında karar almayı kolaylaştıracak ya da kriz öncesinde yaptırımları daha uygulanabilir kılacak bir kurumun varlığı da Euro Bölgesi'nin kredibilitesini artıracaktır. Bu kurumun yaptırım gücünün

kredibilitesi piyasa oyuncularının risk fiyatlandırmasında belirleyici olacak en önemli gösterge olacağı düşünülmektedir. Nitekim, kriz öncesi dönemde mevcut riskleri göz ardı eden piyasa oyuncuları, kriz sırasında ve sonraki dönemde söz konusu riskleri aşırı fiyatlandırma yoluna gitmişlerdir. Sistemik risk yaratan ya da kamu maliyesi kötüleşen ülkelere yönelik ciddi bir yaptırım mekanizmasının varlığı, piyasaların da risk fiyatlandırmasını daha adil yapmasına olanak sağlayacaktır.

YEDİNCİ BÖLÜM

APB’de PİYASA DİSİPLİNİ: ÜYELER, ADAYLAR VE TÜRKİYE AÇISINDAN DEĞERLENDİRME

Küresel krizle birlikte mevcut AB kurallarının krizleri önlemekte yetersiz olduğu ve krizle mücadele etmek için gerekli olan fikir birliğinin sağlanamadığı görülmüştür. Bu nedenle, AB ülkeleri mevcut kurumlarını ve APB'nin geleceğini tekrar tartışmaya başlamışlardır. Bu bölümde, APB üyeleri, APB adayları ve Türkiye açısından piyasa disiplini ve AB mekanizmalarının etkileri tartışılmaktadır.

7.1 APB Üyeleri

Kriz, üye ülkeleri asimetrik bir biçimde etkilemiş, kamu maliyesi disiplini sağlayamayan, cari işlemler açığı yüksek seyreden ve APB'ye girdiğinden beri rekabet gücü gerileyen ülkeler krizden en çok etkilenen ülkeler olmuşlardır. Bu çalışmaya konu olan faiz farklarının ülkelerin risk durumunu en azından teorik olarak yansıttığı düşünüldüğünde, kriz sırasında APB'ye girişten beri ertelenmiş olan risk fiyatlandırmasının, özellikle finansal piyasalar tarafından getiri farklarına yansıtıldığı gözlenmektedir. Getiri farklarının yüksek seyretmesi, bu çalışmanın ampirik bölümünde de gösterildiği üzere, kriz döneminde makroekonomik göstergelere bağlı olarak gözüксе de, asıl olarak ülkeler arasında süregelen yapısal farklılıkları yansıtmaktadır.

Ampirik çalışmada da görüldüğü üzere, getiri farklarındaki artışın önemli nedenlerinden birisi olarak görülen cari işlemler açığı yüksek olan ülkelere bakıldığında, bu ülkelerinde 1999'dan beri birim işgücü maliyetlerindeki artış dikkat çekmektedir. Sonuç olarak, parasal bir birlikte rekabet gücünü artırmanın en önemli aracı birim işgücü maliyetini rekabetçi

bir seviyede tutmaktır. Bunu gerçekleştirebilmek için ise, başta kamu kesiminde olmak üzere ekonominin her kesiminde yapısal reformları gerekliliği Lizbon Antlaşması¹³'nin da temel unsurlarından birisini oluşturmuştur. Ne var ki, krizden en çok etkilenen ülkeler, yapısal reformları ertelemiş ve kamu mali disiplini sağlayamamış ülkelerdir. Üyeler arasındaki refah düzeyi farklılıklarının artması ve yaşlanan nüfusun kamu maliyesi üzerinde yaratacağı baskıyla birleşince, para otoritesi tek elden yürütülürken, maliye politikalarının uyumlaştırılmadığı bir ortamda parasal birliğin geleceği için ciddi bir tehdit oluşturmuştur.

Sonuç olarak, mali disiplini sağlayamamış olan bir ülkenin, APB'ye girmesiyle kazandığı kredibilitenin krizlere karşı dayanıklılık için yeterli olduğu düşünülmemektedir. Her ne kadar APB, istikrar sağlayıcı bir unsur olarak görülse bile, istikrarı kalıcı hale getirip, yanlış politikaların diğer üyeler üzerinde sıkıntı oluşturmaması için gerekli olan mekanizmaların zayıflığı, APB'ye girmek isteyen diğer ülkelerin de değerlendirmesi gereken bir konudur.

7.2 APB Adayları

Mevcut krizin APB üyeleri üzerindeki etkisi ve bu ülkelerin risklerinin parasal birliğin başından beri piyasa oyuncuları tarafından göz ardı edilmesi, APB'ye girerek istikrar ve kredibilite kazanmayı amaçlayan adayların üyelik konusunda aceleci olmamaları gerektiğini göstermektedir. Sonuç olarak APB içerisinde yer almalarına rağmen bazı üyeler ciddi sorunlarla karşı karşıyadır. Ancak, makroekonomik temelleri görece daha sağlam olan Polonya ve Çek Cumhuriyeti gibi adaylar bile, kriz sırasında çok ciddi oynaklığa maruz kalmıştır. Hem sermaye piyasalarına daha kolay erişim, hem de istikrarlı bir para politikası arayışı nedeniyle APB içerisinde yaşanan sorunlara rağmen adaylar üyelik çabalarını artırmaktadır.

Her ne kadar Maastricht Kriterleri, makroekonomik istikrarı sağlamayı amaçlasa da, mevcut APB üyelerinin rekabet gücü, refah düzeyi ve gelir

¹³ http://europa.eu/lisbon_treaty/index_en.htm

dağılımı göstergelerindeki ciddi farklılıklar dikkate alındığında, aday ülkeler arasındaki yapısal farklılıklar, en azından APB ortalamasına reel yakınsamanın gerekliliğini ortaya koymaktadır. Maastricht Kriterlerinin yerine getirilmesi ve Euro'ya geçiş aşamasında yerel para birimlerinin dönüşüm oranının ekonomiler için en doğru biçimde belirlenmesi tüm sorunları çözmemektedir.

Hem dış finansman ihtiyacı hem de uluslararası rekabet gücü açısından değerlendirildiğinde, Polonya ve Çek Cumhuriyeti gibi ülkelerin diğer orta ve doğu Avrupa ülkelerine göre daha iyi durumda oldukları gözlenmektedir. Bu ülkeler, mali disiplin ve istikrarlı para politikası konularında da bir sorun yaşamamaktadır. Birim işgücü maliyet artışları da diğer ülkelere göre daha yavaş seyretmektedir (Avrupa Komisyonu, 2009).

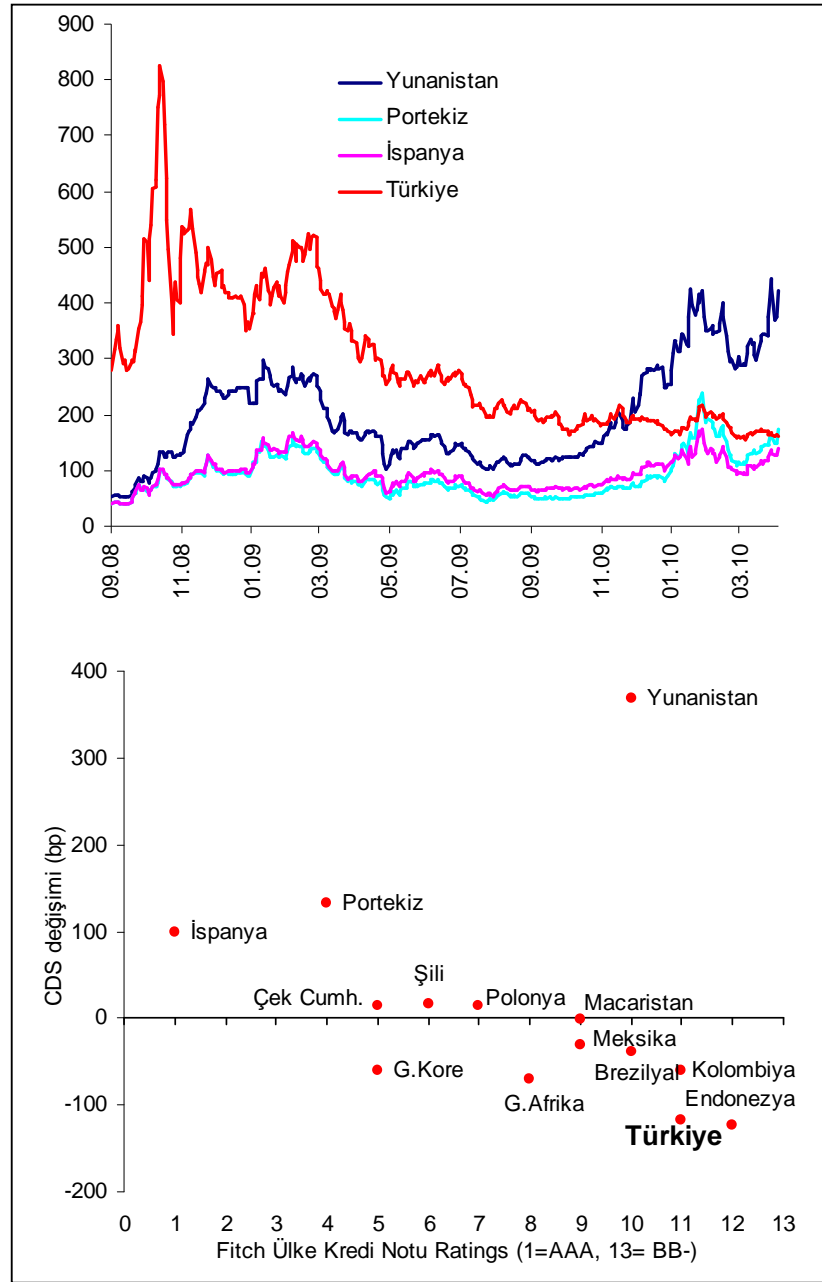
Öte yandan, Baltık ülkeleri, Bulgaristan, Macaristan ve Romanya'nın ise yüksek cari işlemler açığı, verimlilik artışının çok üzerinde ücret artışı sonucu sürdürülemez bir büyüme eğilimi içerisindedirler. Bu ülkelerde enflasyon da, diğer ülkelere göre daha yüksek seyretmekte, özellikle Macaristan'da ise bütçe açığının yüksek seyrettiği gözlenmektedir.

Söz konusu sorunların çözülememesi, bu ülkelerin APB öncesi ERM-II içerisinde ciddi döviz kuru oynaklıklarına maruz kalmalarına yol açabilecektir. APB üyesi olduklarında ise, mevcut sorunlarını düzeltmelerini sağlayacak bir mekanizmanın şu anda bulunmadığı bu çalışmanın savunduğu noktalardan birisidir. Dolayısıyla, piyasa disiplinini sağlayamamış ülkeler, APB'ye üye olduklarında Yunanistan, Portekiz ya da İspanya gibi, olası bir dışsal şokla karşılaştıklarında, Euro Bölgesi içerisinde yeni bir kriz riski yaratacağı düşünülmektedir.

7.3. Türkiye Açısından Piyasa Disiplini

Bu çalışmada yeralan ülkeler arasında, son 10 yıl içerisinde uluslararası piyasalar tarafından yüksek borçlanma maliyeti ile en çok cezalandırılan ülkenin Türkiye olduğu görülmektedir. Daha önceki yaşadığı

ekonomik sorunlar ve krizler sonucunda, Türkiye uluslararası piyasalar tarafından risk düzeyi yüksek olarak değerlendirilmiştir.



Grafik 7.1. Başlıca Ülkelerin CDS Oranları, değişimleri ve Kredi Notları

Kaynak: Bloomberg, Reuters.

Ancak, geçmiş krizlerin aksine, en son küresel krizin Türkiye'ye etkisi finansal piyasalar ve bankacılık sistem üzerindeki etkisi sınırlı olmuştur. Bu durum, para ve maliye politikalarının hareket alanını genişletmiş ve krizin

ekonomide yarattığı zararın en aza indirilmesini sağlamıştır. Grafik 7.1'den de görülebileceği üzere, kriz öncesinde aşırı risk fiyatlamasına maruz kalan Türkiye'nin kriz öncesi dönemde gerçekleştirdiği reformlar, kriz sırasında ve sonrasında, risk priminin azalmasına katkıda bulunmuştur.

Türkiye'nin 2001 krizinden sonra gerçekleştirdiği reform süreci ve istikrar odaklı ekonomi yönetimi, Türkiye'nin dış şoklara karşı hassasiyetini azaltmış ve krizlerle mücadelede elini güçlendirmiştir. 2001 krizi sonrası, bankacılık ve finans sektörünün yeniden yapılandırılması ve düzenleme ve denetleme kurumlarının risk birikimine izin vermeyecek şekilde geliştirilmesi, küresel kriz sırasında birçok AB ülkesinin maruz kaldığı ve kamu maliyesine büyük yükler getiren finans sektörüne yönelik devlet müdahalesinin Türkiye'de gerçekleşmesine engel olmuştur.

Finans sektörüne yönelik reform çalışmaları, yüksek faiz dışı fazlaya dayalı maliye politikaları ile desteklenerek, yüksek büyüme ve dezenflasyon süreci desteklenmiştir. Türkiye'nin kamu borç stokunun Maastricht Kriteri'nin altına çekilmesiyle kamunun finansal piyasalardaki ağırlığı ve dışlama etkisi azalmış ve piyasalar riskleri daha iyi değerlendirebilir hale gelmiştir. Merkez Bankası'nın bağımsızlığının güçlendirilmesi ve fiyat istikrarının ana hedef haline gelmesiyle birlikte; enflasyondaki düşüş, biraz önce sayılan reformlarla birleşince, Türkiye'nin risk algılamasında ciddi bir iyileşmeyi sağlamış ve faizler uzun bir süreden sonra ilk defa tek haneli seviyelere gerilemiştir. Tüm bu süreçte, AB'ye uyum süreci ve yapısal reformları sürdürmedeki kararlılık, ekonomik yönetişimde gösterilen gelişme Türkiye'ye yönelik uluslararası risk algılamasını olumlu yönde etkilemiştir. Kriz sırasında diğer ülkelerden ayrılarak, para politikasının aktif biçimde kullanılması ve mali disiplinin orta vadede sürdürüleceğine yönelik açıklamalar ve göstergelerle, finansal göstergelerde önemli iyileşme gözlenmiştir.

Türkiye'nin ekonomi yönetimi ve makroekonomik istikrarda gösterdiği ilerlemeye rağmen, AB ülkeleri örneği ülkemiz için ciddi bir uyarı niteliği taşımaktadır. Birçok AB adayı ülke, AB'ye üye olduktan sonra gerekli istikrarı ve disiplini gösterememiş, makroekonomik göstergeleri bozulmuştur. Avrupa Komisyonu'nun çabalarına rağmen, AB içerisinde bu durumu engelleyecek

mekanizmaların azlığı ya da yokluğuna, rağmen finansal piyasalar bu ülkelerin AB içerisinde yer almalarından bu çalışmada sayılan diğer bazı nedenlerden dolayı mevcut risklerini yok saymışlardır. APB içerisinde bu sorun daha ciddi bir boyuta ulaşmış, kur riskinin olmadığı bir ortamda, faiz farklarında kamu maliyesi riski neredeyse göz ardı edilmiştir. Söz konusu riskleri taşıyan ülkeler, krize maruz kaldıklarında, döviz kuru mekanizmaları ya da bağımsız para politikasına sahip olmamalarından dolayı krizin yarattığı tahribat daha yüksek olmuştur. Dolayısıyla, orta ve uzun vadede AB'ye üyelik öngörüsüyle düşünüldüğünde, Türkiye'nin AB yeliği sonrası elde edeceği olası bir kredibilite artışının yaratacağı rehabet içerisinde makroekonomik istikrar ve kamu mali disiplininin vazgeememesi, olası bir küresel kriz sırasında, taşınılan risklerin aşırı derecede fiyatlanacağını göz ardı etmemesi gerekmektedir.

Sonuç olarak, bağımsız bir para politikasının olmadığı bir ortamda, piyasa mekanizması, kamu maliyesi üzerinde disipline edici bir etki yaparak ülkelerin daha sorumlu politikalar gütmesini sağlamaktadır. Kriz sırasında kamu maliyesi göstergelerinin daha yüksek bir risk unsuru olarak algılanması kamu maliyesinin, krize karşı ülkelerin APB'den bağımsız olarak tepki verebilecekleri tek araç olması ve burada oluşacak risklerin gelecek kuşaklara aktarılmasıdır. Piyasa disiplininin düzgün çalışması ülkelerin basiretli maliye politikaları gütmesini sağlayarak krizlere karşı daha dayanaklı olmalarını sağlayacaktır. Türkiye, piyasalar tarafından uzun süre yüksek borçlanma maliyeti ile cezalandırılan bir ülke olarak gerekli dersi almış ve krize düşük borç yükü ve bte açığı ve sağlam bir finans sektörü ile girmiştir. Bu nedenle, kriz sonrası risk primi birçok AB ülkesine göre daha düşük seviyede gerçekleşmiştir. Türkiye'nin bu performansını, AB'ye üyelik yolunda olduğu kadar, AB içerisinde de göstermesi, gelecek krizlerde ülkenin duruşunu sağlamlaştıracaktır.

SEKİZİNCİ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu çalışmada, APB'de piyasa disiplininin çalışıp çalışmadığını anlamak için, başta kamu maliyesi değişkenleri olmak üzere, genel kabul görmüş risk göstergelerinin faiz farkları üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bulunan ampirik sonuçlar üzerinde Euro Bölgesi kurumsal düzenlemelerinin olası etkisi tartışılırken, APB üyeleri, APB adayları ve AB adaylarının durumu da değerlendirilmiştir. Bu değerlendirmeler, gelecekte yapılacak daha kapsamlı ve ampirik çalışmalara yol gösterici nitelikte olmayı hedeflemektedir.

APB'ye geçişten önce, Euro Bölgesi ülkelerinin tahvil getirilerinin birbirlerinden oldukça farklı ve yüksek oldukları gözlenmiştir. Maastricht Kriterleri'nin uygulanmasının ardından Euro'ya geçişle birlikte, 10 yıllık kamu tahvili getirileri büyük bir hızla birbirlerine yakınsamış ve faiz farkları ciddi biçimde daralmıştır. Kur riskinin olmadığı bir ortamda ülke faiz farklarını etkileyen faktörler şu şekilde sıralanabilir: Öncelikle, faiz farkları, ülkelerin kamu mali göstergelerindeki farklılıktan kaynaklanabilir. İkinci olarak, faiz farkları tahvil piyasalarının likidite farklılıklarını yansıtır olabilir. Üçüncü olarak, faiz farkları yatırımcıların dışsal etkenlerden kaynaklanan risk algılamalarındaki değişiklikten kaynaklanıyor olabilir. Son olarak, kurumsal düzenlemeler de faiz farkları üzerinde belirleyici olmuş olabilir.

Euro'ya geçiş aşamasından sonra kamu tahvil faiz farklarındaki değişim küresel krizin başlangıcına kadar oldukça sınırlı olmuştur. APB'ye girerken Maastricht Kriterleri'ne uyum sağlayan ya da sağlayamadıkları halde taahhütte bulunan ülkelerin, APB'ye geçtikten sonra bu disiplini sağlayamadıkları, ancak piyasaların buna karşılık daha yüksek bir faiz talep

etmedikleri görülmektedir. Ülkelerin ulusal risklerinin önemli göstergelerinden olan kamu maliyesi verilerindeki farklılıklara rağmen, bu göstergelerin faiz farkları üzerindeki etkisinin beklenenden düşük olması hatta bazı durumlarda olmaması, piyasaların ekonomileri daha sağduyulu politikalar izlemeleri konusunda disipline edip etmediği yönündeki kuşkuları arttırmıştır.

Piyasa disiplini, bütçe açığının ya da borçluluğun artmasından dolayı piyasaların, tahvili ihraç eden ülke ya da kurumlardan daha yüksek risk primi talep etmeleri olarak tanımlanabilir. Piyasa disiplininin çalışmadığı durumlarda, ülkelerin kamu maliyelerinin giderek bozulması muhtemeldir. Özellikle üye ülkelerin bağımsız para politikasının bulunmadığı Euro Bölgesi'nde, kamu maliyesindeki bozulmadan kaynaklanan faiz oranları artışı ciddi maliyetler doğurabileceği gibi, bozulan kamu maliyesi şoklara karşı söz konusu üye ülkelerin manevra kabiliyetini de kısıtlamaktadır.

Bu durum, küresel kriz döneminde de açıkça gözlemlenmiştir. Krize yüksek kamu borcu, bütçe açığı ve cari işlemler açığı ile giren üye ülkeler krizden diğerlerine göre daha olumsuz biçimde etkilenmişlerdir. Krizin ortaya çıkmasıyla birlikte, değişen uluslararası risk algılaması sonrasında, söz konusu bu ülkelerin faiz farkları ciddi biçimde artmış ve krizin etkilerinin hafiflediği 2009'un ikinci yarısına kadar yüksek seviyesini korumuştur. Bu dönemden sonra da, özellikle Yunanistan ve İrlanda gibi bazı üye ülkelerin ulusal riskleri, kriz sonrası döneme özgü risk algılamasındaki değişimle birlikte yüksek fiyatlandırılmaya devam etmiştir. Bu çerçevede, AB Koşulluğu'nun zayıflığı ya da diğer deyişle, AB'ye ve APB'ye giriş aşamasında adaylara karşı uygulanan katı kuralların, üyelik gerçekleştikten sonra aynı katılımda uygulanamaması, APB'nin krizlere karşı koruyuculuğunu da zayıflatan bir unsur olarak görülmektedir.

Bu çerçevede, faiz farklarını etkileyen faktörleri araştırmak için panel veri yöntemiyle yapılan analizde, kriz öncesi dönemde, borç yükü ya da bütçe dengesi verileri ve diğer ilgili değişkenlerin faiz farklarındaki değişime katkısının olmadığı bulunmuştur. Küresel kriz öncesi dönemde, kamu maliyesi risk göstergelerindeki farklılıklara rağmen, faiz farklarında bir değişim görülmemesi bu sonucu desteklemektedir. Küresel kriz sonrası

dönemde ise, kamu maliyesi risk değişkenlerinin açıklama gücünün oldukça arttığı ve anlamlı hale geldiği görülmektedir. Sonuç olarak, küresel krizle birlikte risk algılaması değişmiş, daha önce gözardı edilen riskler artık fiyatlandırılmaya başlanmıştır.

Ampirik olarak test edilmemekle birlikte, kriz öncesi dönemde finansal piyasaların kamu maliyesi ve diğer risk göstergelerine tepkisinin sınırlı olmasında Euro Bölgesi'ndeki kurumsal düzenlemelerin ve uygulanan kuralların güvenilirliklerinin zayıflığının etkili olduğu düşünülmektedir.

Kamu maliyesi sürdürülebilirliği için AB tarafından kurulan mekanizmaların başında gelen İBP'nin kararlarının faiz farkları üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı gözlemlenmiştir. Bu durumun, İBP'nin yaptırım mekanizmasının ihtiyari olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Üye ülkelerin, bir mali kural olarak düşünülebilecek olan İBP'nin yaptırım mekanizması olan AAP'nin uygulanması için, nitelikli çoğunluk oylaması yöntemine göre karar alması, İBP'nin uygulanmasını zorlaştırmaktadır. Bu durumun İBP'nin kredibilitesini zayıflattığı düşünülmektedir. Ayrıca, Euro Bölgesi'nde zor duruma düşmüş bir ülkenin kurtarılacağı varsayımının, Maastricht Antlaşması'nca yasaklanmasına rağmen piyasa beklentilerine dahil edilmiş olması da risk algılamasını olumsuz etkileyebilecektir. 2001'den sonra görülen aşırı gevşek para politikalarının yarattığı küresel tasarruf fazlası, risk iştahının artması ve likidite artışı da faiz farklarının düşük kalmasında etkili olmuştur. AMB'nin karşılık politikasını, kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarına göre düzenlemesi de piyasaların risk algılamasına olumsuz yansımış olabilir. AMB'nin, farklı riskleri taşımalarına rağmen, kredi notlarına göre ülkeleri aynı risk kategorisi içerisinde değerlendirmesi, piyasa oyuncularının bu ülkeler arasında risk ayrıştırmasına gitmesine engel olmuş olabilir.

Yukarıda saydığımız nedenler ve AB'ye giriş aşamasında adaylara karşı uygulanan katı kuralların AB ve APB üyeliği sırasında uygulanamaması, ülkelerin kamu maliyelerindeki bozulmayı artıran etkenler olduğu düşünülmektedir. Özellikle kriz yönetimine ilişkin ortak karar alma mekanizmalarının olmayışı, piyasa disiplininin sağlanamaması sonucu

biriken risklerin kriz sırasında daha yüksek fiyatlandırılmasına neden olmuştur.

APB üyeleri söz konusu risklerle tekrar karşılaşmamak için ortak karar alma mekanizmalarını güçlendirmeli, daha güvenilir yaptırım mekanizmaları oluşturmalıdırlar. Piyasa disiplininin düzgün çalışmadığı bir para birliğine girecek aday ülkeler ise öncelikle yapısal sorunlarını düzelterip makroekonomik istikrarı kalıcı hale getirmelidirler. Orta ve uzun vadede AB üyesi olma yolunda ilerleyen Türkiye ise, özellikle 2001 krizi sonrasında sağladığı sürdürülebilir makroekonomik istikrar ve mali disiplini, krizlere karşı daha dayanıklı olmak ve kriz sırasında gerçekleşen aşırı risk fiyatlandırması sonucu yüksek borçlanma maliyetine maruz kalmamak için AB içerisinde de sürdürmelidir.

KAYNAKÇA

- Afonso, A. and Strauch, R. (2004). "Fiscal Policy Events and Interest Rate Swap Spreads: Evidence from the EU". ECB Çalışma Tebliği, 303
- Alesina, A., De Broeck, M., Prati, A. ve Tabellini, G. (1992). Default Risk on Government Debt in OECD Countries. *Economic Policy*, 15, 427 – 451
- Alexopoulou, I., Bunda, I. ve Ferrando A. (2009), "Determinants of government bond spreads in new EU countries". ECB Çalışma Tebliği, 1093.
- Andersson, M., Overby, L.J.ve Sebestyen, S.(2006). "Which News Moves the Euro Area Bond Market?" ECB Çalışma tebliği, 631.
- Arora, V. ve Cerisola, M. (2001). "How Does U.S. Monetary Policy Influence Sovereign Spreads in Emerging Markets?" IMF Staff Papers, 48.
- Arrelano, M. ve Bond, S. (1991). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *The Review of Economic Studies*. 58/2, 277-297.
<http://www.jstor.org/stable/2297968>
- Artis M. ve Winkler. B. (1998) The Stability Pact: Safeguarding the Credibility of the European Central Bank, *National Institute Economic Review*, 163: 87-98.
- Attinasi, M. Checherita, C, ve Nickel, C. (2009). "What explains the surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007-09?" Erişim: 2009. ECB Çalışma Tebliği, 1131.
<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1131.pdf>
- Avrupa Merkez Bankası. (2006). "Fiscal Policies and Financial Markets". AMB Aylık Raporu. Şubat. 71-84.
- Baldacci, E., Gupta, S. ve Mati, A. (2008). "Is it (still) mostly fiscal? Determinants of sovereign spreads in emerging markets". IMF Çalışma Tebliği, 259.
- Baltagi, B. H. (2005). Econometric Analysis of Panel Data. Third Edition, England: John Wiley & Sons Ltd.

- Barrios S., Iversen, P., Lewandowska, M. ve Setzer, R. (2009). "Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis". Erişim: 2009.Avrupa Komisyonu, Economic Papers 388.
http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_summary16253_en.htm
- Bayoumi, T., Goldstein, M. ve Woglom G. (1995). "Do credit markets discipline sovereign borrowers?". CEPR alışma Tebliği. 1081.
- Beber, A., Brandt, M. ve Kavajecz, K. (2009). Flight-to-Quality or Flight-to-Liquidity? Evidence from the Euro-Area Bond Market, *Review of Financial Studies*, 22(3), 925- 957.
- Beck, N. ve Katz, J. (1995). What to do (and not to do) with Time-Series Cross-Section Data. Erişim: 2008. *The American Political Science Review*, 89/3, 634-647. <http://www.jstor.org/pss/2082979>
- Bernoth, K., and Wolff G. (2008). Fool the Markets? Creative Accounting, Fiscal Transparency and Sovereign Risk Premia. *Scottish Journal of Political Economy*.
- Bernoth, K., von Hagen, J. ve Schuknecht, L. (2004). "Sovereign risk premia in the European government bond market". ECB alışma Tebliğleri Serisi, 369
- Buiter, W. H. ve Kletzer, K. M. (1992). Fiscal policy coordination as fiscal federalism, *European Economic Review*, 36, 647-653
- Buiter, W. H. ve Sibert, A. (2005). "How the Eurosystem's Treatment of Collateral in its Open Market Operations Weakens Fiscal Discipline in the Eurozone". CEPR Tartışma Tebliğleri. 5387.
- Buti, M. ve Franco. D. (2005). Fiscal Policy in Economic and Monetary Union: Theory, Evidence and Institutions, Edward Elgar Press,.
- Ciarlone, P., Piselli, P., ve Trebeschi, G. (2007). "Emerging Market Spreads and Global Financial Conditions". İtalya Merkez Bankası, Tartışma Tebliği, 637.
- Codogno, L., Favero C. ve Misalse, A. (2003). Yield spreads on EMU government bonds, *Economic Policy*, 503–532
- ulha, O., zatay, F. Ve şahinbeyoğlu, G. (2006). "The Determinants of Sovereign Spreads in Emerging Markets". TCMB alışma Tebliği, 4.
- De Grauwe, P. (2005). The Economics of Monetary Union, (5. Basım), Oxford University Press.
- De Grauwe, P. (2009). The Fragility of the Eurozone's Institutions, *Open Economies Review*, 21, 167-174.

- De Grauwe, P. (2010). "Crisis in the eurozone and how to deal with it". Erişim: 2010. CEPS Policy Brief, 202.
<http://www.ceps.eu/ceps/download/2928>
- Ebner, A. (2009). An Empirical Analysis on the Determinants of CEE Government Bond Spreads. *Emerging Markets Review*, 10 (2), 97–121.
- Edwards, S. (1984). LDC Foreign Borrowing and Default Risk: An Empirical Investigation, 1976-80. *American Economic Review*, 74.
- Eichengreen, B. ve Von Hagen, J. (1995). "Fiscal Policy and Monetary Union: Federalism, Fiscal Restrictions and the No-Bailout Rule". CEPR Tartışma Tebliğleri, 1247
- Eichengreen, B., ve Mody, A. (1998). "What Explains Changing Spreads on Emerging Market Debt: Fundamentals or Market Sentiment", NBER. alışma Tebliği, 6408.
- European Commission, (2010). European Economic Forecast, Autumn 2009. Erişim: 2009.
http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication16055_en.pdf
- Faini, R. (2006). Fiscal Policy and Interest Rates in Europe, *Economic Policy*, 21, 47, 443-489.
- Favero, C., Giavazzi, F. (2004). "Inflation targeting and debt: lessons from Brazil". NBER alışma Tebliği, 10390.
- Geyer, A., Kossmeier, S. ve Pichler, S. (2004). Measuring systematic risk in EMU government yield spreads. *Review of Finance*, 8, 171–197
- Goldstein, M.ve Woglom G. (1992). Market Based Fiscal Discipline in Monetary Unions: Evidence from the US Municipal Bond Market, Establishing a Central Bank, Cambridge University Press, 1992.
- Gomez-Puig, M. (2006). "The Impact of Monetary Union on EU-15 Sovereign Debt Yield Spreads". University of Barcelona, Ekonomi alışma tebliğleri, 147.
- Gros, D. ve Mayer, T. (2010). "Towards a Euro(pean) Monetary Fund". Erişim: 2010. CEPS Policy Brief, 202.
<http://www.ceps.eu/ceps/download/2912>
- Hallerberg, M. ve Wolff, G. (2006)."Fiscal institutions, fiscal policy and sovereign risk premia". Deutsche Bundesbank Tartışma Tebliğileri Serisi, 1, Economic Studies, 35,
- Hartelius, K., Kashiwase, K. ve Kodres, L. (2008). "Emerging Market Spread Compression: Is It Real or is it Liquidity?", IMF alışma Tebliği, 10.

- Hauner, D., Jonas, J. ve Kumar, M.S. (2007). "Policy Credibility and Sovereign Credit: The Case of the New EU Member States". IMF Çalışma Tebliği.
- Heipertz, M. ve Verdun, A. (2004). The dog that would never bite? What we can learn from the origins of the Stability and Growth Pact? *Journal of European Public Policy*, 11/5, 765-780.
<http://www.informaworld.com/smpp/content~content=a714024010&db=all>
- Heppke-Falk, K.ve Hufner, F. (2004). "Expected Budget Deficits and Interest Rate Swap Spreads - Evidence for France, Germany and Italy". Deutsche Bundesbank Tartışma Tebliğleri, 40.
- Hilscher, J. ve Nosbusch, Y. (2004). "Determinants of sovereign risk", Harvard University, November.
- IMF Survey Magazine, (2010). Europe and IMF Agree €110 Billion Financing Plan With Greece.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2010/CAR050210A.htm>
- IMF. (2009). "The State of Public Finances Cross-Country Fiscal Monitor". Erişim: 2009. IMF, Staff Position Note, SPN/09/25
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0925.pdf>
- Issing, O. (15 Şubat 2010). Europe cannot afford to rescue Greece. The Financial Times. Erişim: 15 Şubat 2010.
www.ft.com/cms/s/0/9b8e66a6-1a3c-11df-b4ee-00144feab49a.html
- Johnston J. ve Dinardo, J.(1997). Econometric Methods. 4th ed. Mc Graw-Hill International Edition.
- Kamin, S.B., ve von Kleinst, K. (1999). "The Evolution and Determinants of Emerging Market Credit Spreads in the 1990s". BIS Çalışma Tebliği, 68.
- Kydland, F. ve Prescott, E. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. Erişim: 2007. *The Journal of Political Economy*, 85/3.
<http://www.journals.uchicago.edu/doi/abs/10.1086/260580>
- Lane, T. D. (1992), "Market Discipline", IMF Çalışma Tebliği, 92/42
- Laubach, T. (2009).New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt. *Journal of the European Economic Association*, Vol. 7(4).
- Leblond, P (2006). The Political Stability and Growth Pact is Dead: Long Live the Economic Stability and Growth Pact, *Journal of Common Market Studies*, 44/5, 969–90.

- Manganelli, S. ve Wolswijk, G. (2009). What drives spreads in the euro area government bond market? *Economic Policy*, 24, 191-240
- McGuire, P. ve Schrijvers, M.A. (2003). "Common Factors in Emerging Market Spreads". BIS Quarterly Review, December.
- Min, H.G. (1998). "Determinants of Emerging Market Bond Spreads. Do Economic Fundamentals Matter?". World Bank Policy Research Çalışma Tebliği, 1899.
- Nickel, C, Rother P.C. ve Rülke, J.C. (2009). "Fiscal variables and bond spreads: evidence from eastern European countries and Turkey". ECB Çalışma tebliği, 1101
- Padoa-Schioppa, T. (18 Şubat 2010). Europe cannot leave Athens on its own. The Financial Times. Erişim: 18 Şubat 2010. <http://www.ft.com/cms/s/0/f1eef94a-1cc9-11df-8d8e-00144feab49a.html>
- Poterba, J. ve Rueben K. (1999). State Fiscal Institutions and the U.S. Municipal Bond Market, *Fiscal Institutions and Fiscal Performance*, University of Chicago Press, 1999
- Rajan, R.G. (2005). Has Financial Development Made the World Riskier? *European Financial Management*.12/4, 499-533
- Roubini, N. ve Das. A. (3 Şubat 2010). How to Avoid a Greek Tragedy in Europe. RGE Monitor. Erişim: 3 Şubat 2010. <http://www.roubini.com/analysis/100181.php>
- Rowland, P., ve Torres, J.L. (2004). "Determinants of Spread and Creditworthiness for Emerging Market Sovereign Debt: A Panel Data Study". Kolombiya Merkez Bankası Çalışma Tebliği.
- Sgherri, S. ve Zoli, E. (2009). "Euro Area Sovereign Risk During the Crisis". IMF Çalışma Tebliği, 222.
- Stark, J. (6 Ocak 2010). Stark on Greece. The Financial Times. Erişim: 6 Ocak 2010. <http://blogs.ft.com/money-supply/2010/01/06/stark-words-on-greece/>
- Uhlig, H. (2002). "One Money, but Many Fiscal Policies in Europe: What Are the Consequences?", CEPR Tartışma Tebliği, 3296.
- Uribe, M., Yue, V. (2006). Country spreads and emerging countries: Who drives whom? Erişim: 2009. *Journal of International Economics*, 69/1, 6-36 http://www.sciencedirect.com/science?_ob=MIimg&_imagekey=B6V6D-4H10BSG-3-
- Wooldridge, W. (2001). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. MIT Press.

Wyplosz, C. (2010). "The Eurozone in the Current Crisis". ADBI Çalışma Tebliği, 207.

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1589990

Zellner, A. (1962). An Efficient Method of Estimating Seemingly Unrelated Regressions and Tests for Aggregation Bias. Erişim: 2008. *Journal of the American Statistical Association*, 57/298, 348-368. <http://www.jstor.org/pss/2281644>

EKLER

DÖNGÜSELLİKTEN ARINDIRILMIŞ BÜTÇE DENGESİ'NİN HESAPLANMASI

DABD, Avrupa Komisyonu tarafından uygulanan metodoloji paralelinde nominal bütçe dengesinden döngüsel etmenlerden etkilenen kısmın çıkarılmasıyla elde edilmektedir. Buna göre, yapısal bütçe dengesi;

$$CAB_t = b_t \cdot \varepsilon \cdot OG_t$$

şeklinde hesaplanmaktadır.

Denklemden CAB_t DABD'ı, b_t bütçe dengesi/GSYH oranını, ε bütçe esneklik katsayısını, OG_t ise çıktı açığı temsil etmekte ve reel ile potansiyel GSYH arasındaki farkın potansiyel GSYH'ye bölünmesi ile elde edilmektedir.

Bütçe esneklik katsayısı ε , bütçe gelir ve gider kalemlerinin esnekliklerinin ağırlıklı ortalamaları kullanılarak elde edilmektedir. Öncelikle bütçe gelir kalemlerine ait esneklikler vergi yükündeki paylarına göre ağırlıklandırılarak toplulaştırılmakta, söz konusu değer kamu gelirleri/GSYH oranı ile çarpılarak kamu gelirleri esneklik katsayısı ε_r elde edilmektedir. Harcama esnekliği katsayısı ε_g ise işsizlikle ilgili harcamalara ait esnekliğin söz konusu harcamaların toplam harcamalar içerisindeki payı ile ağırlıklandırılması sonucu elde edilen değer kamusal harcamaları/GSYH oranı ile çarpılması yoluyla elde edilmektedir. Bütçe esneklik katsayısı ise $\varepsilon = \varepsilon_r - \varepsilon_g$ formülü aracılığıyla elde edilmektedir.

Bu çalışmada, AB ülkeleri için çıktı açığı verileri ve bütçe esneklikleri¹⁴ verileri Avrupa Komisyonu'nundan temin edilmiştir (bkz. Tablo.1). Türkiye için bütçe esnekliklerine ilişkin literatürde kabul edilmiş bir veri¹⁵ olmadığı için, Türkiye'de otomatik düzenleyicilerin var olmadığı ve harcamaların çıktıdaki değişime anında tepki vermediği kabul edilmiştir. Bu

¹⁴ ec.europa.eu/economy_finance/.../budg_sensitivities_092005_v02_en.pdf

¹⁵ Bu çalışma hazırlandığı sırada, Mali Kural ve Kural'da kullanılan esneklikler henüz açıklanmamıştı.

yüzden Türkiye için harcama esnekliği sıfır olarak alınmıştır. Gelir esnekliği ise, daha önceki çalışmalar¹⁶ dikkate alınarak 0.336 olarak hesaplanmıştır.

BAŞLICA AVRUPA ÜLKELERİ BÜTÇE ESNEKLİK KATSAYILARI

Ülke	Gelir Esnekliği	Harcama Esnekliği	Genel Esneklik Katsayısı
Avusturya	0.43	-0.04	0.47
Belçika	0.47	-0.07	0.54
Çek Cumh.	0.36	-0.01	0.37
Almanya	0.4	-0.11	0.51
İspanya	0.38	-0.05	0.43
Finlandiya	0.41	-0.09	0.5
Fransa	0.44	-0.06	0.5
İngiltere	0.4	-0.02	0.42
Yunanistan	0.42	-0.01	0.43
İrlanda	0.36	-0.05	0.41
Macaristan	0.45	-0.01	0.46
İtalya	0.49	-0.02	0.51
Hollanda	0.39	-0.17	0.56
Polonya	0.33	-0.06	0.39
Portekiz	0.41	-0.04	0.45
Türkiye*	0.336	0	0.336

Kaynak: Avrupa Komisyonu. *Yazarın kendi hesaplamaları.

¹⁶ Kuştepe, Y. ve Şapçı, O. (2006). "Personal Income Tax Elasticity in Turkey: 1975-2005". Dokuz Eylül Üniversitesi, Tartışma Tebliği, 06/01.