

**YUNANİSTAN HÜKÜMETİ VE AB YÖNETİMİ ARASINDA
YUNANİSTAN BORÇ KRİZİNE İLİŞKİN SÜRDÜRÜLEN MÜZAKARELERİN
EURO BÖLGESİ, AB VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE EKONOMİLERİNE -
FİNANSAL PİYASALARINA OLASI ETKİLERİ**

Yrd.Doç.Dr. Metin SARAÇOĞLU

Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F.

İktisat Bölümü

Arş.Gör.Mehmet KUZU

Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F.

İşletme Bölümü

ÖZET

Bu çalışmanın amacı; Yunanistan'ın Euro'dan çıkışı ve diğer çözüm alternatiflerinin, Euro bölgesi ve AB ekonomilerine olası etkilerini tartışmaktır. Avrupa borç krizinin ortaya çıkışı ve gelişimi sürecinde Yunanistan kritik öneme sahiptir. Çünkü Euro Bölgesinde krizin başladığı nokta Yunanistan'dır. Teorik tartışma sonucunda Yunanistan, Euro Bölgesi ve AB ekonomileri için en optimal çözümün, Yunanistan ve AB arasında Yunanistan'da mali disiplin uygulanmasını sağlayacak reformların yürürlüğe girmesi anlaşmasının imzalanması olduğu yargısına varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Yunanistan Krizi, Euro Bölgesi Grexit,

THE POSSIBLE AFFECTS ON EUROZONE, EU AND EMERGING ECONOMIES FINANCIAL MARKETS OF THE NEGOTITATIONS HAS BEEN PROGRESSED BETWEEN GREECE GOVERNMENT AND EU ADMINISTIRATION

Metin SARAÇOĞLU

Assistant Professor, Gazi University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of Economics

Mehmet KUZU

Research Assistant, Gazi University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of Business Administration

ABSTRACT

The aim of this work is to discuss the possible affects on eurozone and EU economies of the negotiations has been progressed between Greek Syriza Government and Administration of EU. Greece has a crucial importance in the proces of coming out and its progress of European Debt Crisis. Because, starting point of the crisis is Greece. Consequence of theoretical discussion, we have a judgment that the most optimal solution for Greece, Eurozone EU and emerging economies that the treaty which provide implemeting fiscal discipline in Greece should be signed between Greece and EU.

Keywords: Greece Crisis, Eurozone, Grexit,

Giriş

Avrupa Birliği (AB); 2002 yılında tam siyasi birliği sağlamada bir adım olarak mali ve ekonomik birliğin oluşturulabilmesi için tek para uygulamasına geçiş yapmıştır (Poutineau ve Vermandel, 2015:378).

Siyasi birliğe giden süreçte ekonomik birliğin sağlanmasının sağlam bir makroekonomik çerçevede yapılandırılabilmesi için mali ve ekonomik birliğe dahil olan ülke ekonomilerinin benzer makroekonomik göstergelere sahip olması gerekmektedir(Mundell, 1961).

Tek para uygulaması ekonomik birliğin sağlanmasına katkıda bulunmanın yanı sıra fonksiyonel yapısıyla birliğe dahil olan ülkeler arasındaki makroekonomik yakınsamayı daha fazla artırmaktadır.

Bu fonksiyonel özellikler; işlem maliyetlerinin minimize edilmesi ile parasal birlik içerisinde dış ticaret hacminin artması ve parasal birliğe dahil olan ülkelerin borçlanma maliyetlerinin parasal birlik içerisinde borçlanma maliyetlerinin düşük olduğu ülke ekonomilerinin seviyesine yakınsaması başlıkları altında sınıflanabilir. Fonksiyonel özellikler makroekonomik yakınsamayı gerçekleştirmektedir. Bu yakınsamalar büyüme modelleri çerçevesinde gerçekleşmektedir. İşlem maliyetlerinin minimize edilmesi ile parasal birlik içerisinde dış ticaret, reel sektörün güçlü olduğu ekonomilerden, hizmetler sektörünün güçlü olduğu ekonomiler yönünde gelişmiştir. Büyüme dinamikleri bağlamında hizmetler sektörünün ağırlıkta olduğu görece zayıf ve kırılğan ekonomilerin; cari işlemler açığı ve düşük borçlanma maliyetleri ile kamu borçlanmasına dayalı büyüme performansı sergilemeleri sağlanmaktadır.

Burada önemli olan husus ise parasal birliğin teorik çerçevesinin yapılandırma derecesinin optimal para alanı teorisi ile bağlılığıdır. Optimal para alanı teorisinin en temel hususlarından birtanesi, para alanı içerisinde yer alacak ülkelerin makroekonomik göstergelerinin benzer olmasıdır(Mundell, 1961). Ancak Euro uygulamasında bu husus, tek para uygulamasının ulaşmaya çalıştığı nihai sonuçlardan bir tanesidir.

Euro Bölgesi güney ülkeleri, verimlilik derecesi açısından kuzey ülkelerinin oldukça gerisindedir. Bu ayrışma ekonomilerin genel makro-ekonomik yapılarına sirayet ederek bu iki ülke grubunu makroekonomik anlamda birbirinden farklılaştırmıştır. Bu farklılaşma küresel kriz sonrası daha fazla artmıştır (Zeunger ve Hobza, 2014:291). Bu makroekonomik farklılaşmaya yol açan bir diğer husus; iki ülke grubunun tarihsel anlamda endüstriyel geleneklerinin farklı ekollerden gelmesidir. Güney ülkelerinin deniz ticaretinin en yaygın olduğu dönemlerde ticaret merkezi olmaları bu

ülkelerde kıta Avrupası kadar endüstriyel yapılanma, örgütlenme ve geleneklerin gelişmesini kısmen olumsuz etkilemiştir. Çünkü ticaret merkezlerinin güney Avrupa'da yaygın olması bu bölgelerde zenginlik artışı sağlamıştır. Sanayileşmenin temel çıkış noktalarından olan atölye tipi üretiminin bu bölgede gelişmemesine yol açmıştır. Tarihsel süreçte güney ülkelerinin ekonomik geleneği ticari ekonomiye dayanırken, kuzey ülkelerinin ekonomik geleneği endüstriyel ekonomiye dayanmıştır. Bu sebeplerden ötürü Euro Bölgesinin iki kısmı makroekonomik anlamda ayrılmıştır.

Euro Bölgesinin bir kısım özelliklerinin optimal para alanı teorisinin özelliklerini karşılamakla birlikte, optimal para alanı olarak değerlendirilmeyeceği ifade edilebilir (Vrňáková ve Bartušková,2013:123). Bu yaygın görüşün temel dayanağı; Euro Bölgesi ülkelerinin makroekonomik yakınsama düzeylerinin düşük olması hususudur. Bu husus Euro Bölgesindeki krizin ortaya çıkışını hızlandıran ve krizin bulaşıcılığı ve yayılma derecesini artırmaktadır. Çünkü tek para uygulaması dış ticaret, döviz kuru, bankacılık kanalları ve en önemlisi beklentiler kanalının etkili çalışmasına neden olarak para alanı içerisinde makroekonomik dengeleri iyi olmayan ülkelerin görece kırılganlıklarının, diğer ülkelerin makroekonomik görünümüne göre etki yaparak yayılmasına neden olmaktadır.

Örneğin krize giden süreçte parasal birliğin makroekonomik anlamda en zayıf ülkesi Yunanistan'ın makroekonomik kırılganlıkları, kendisi ile benzer makroekonomik kırılganlıklara sahip Portekiz, İtalya ve İspanya gibi ülkelere daha hızlı ve etkili yayılmış, parasal birliğin ekonomik lokomotif ülkeleri olan Almanya ve Fransa ekonomilerine yayılması ve etki derecesi daha sınırlı düzeyde kalmıştır.

Buraya kadar irdelenen hususlar, Yunanistan'ın Euro'dan çıkışının teorik analizinde temel referans noktasıdır. Çünkü krizin ortaya çıkışı, yayılması, şiddetinin artması, derinleşmesi ve kronikleşmesinde aktarım mekanizmalarının etkin çalışması etkili olmuştur. Bu aktarım kanallarından en çok öne çıkanı, beklentiler kanalıdır.

İlk olarak küresel finansal kriz sonrası krize giden süreçte Yunanistan artan kamu borçları ve bütçe açığı sorunları ile karşı karşıya kalmıştır (Christodoulakis, 2013:74). Bu durum beklentiler kanalının finansal piyasası-

lar üzerindeki etkilerinin bozulmasına neden olmuştur. Beklentiler kanalının etkisi, krizin gelişim süreci açısından temel kilometre taşı niteliğinde hadiseler üzerinden ele alınabilir. Yunanistan'da 2009 yılı sonunda göreve gelen Papandreu hükümetinin Yunanistan'ın makroekonomik verilerini revize etmesi ile 2010 yılının ilk aylarında Yunanistan'ın borçlanma dinamiği bozulmaya başlamıştır (Kosmidou vd., 2015:441). Ancak, yapılan ampirik çalışmalarda Euro Bölgesi tahvil yatırımcısının, krizle ilgili verilerden daha çok, krizin Yunan hükümeti ve bilhassa AB ekonomi yönetimi tarafından nasıl yönetileceğine ilişkin durum açıklamalarını fiyatladığı açıkça görülmektedir (Mink ve Haan, 2010). Çünkü yatırımcılar bir veya birkaç ülkenin temerrüde düşmesinden ziyade AB ve Euro Bölgesinin geleceği üzerinden yatırım kararlarını vermeye başlamışlardır. Daha açık bir ifade ile bir Euro Bölgesi ülkesi olarak Yunanistan'ın borçlanma dinamiğinin bozulması tahvil piyasasında bir şoka neden olmuştur. Bunun yanı sıra krizin ortaya çıkması ile itibaren üye ülkeler arasında "suçlama yarışı" kriz yönetim stratejisi olmuştur (Öniş ve Kutluay, 2012:6).

Krizin ilk safhalarında AB yönetiminin Yunanistan'ın borçlanma dinamiğindeki bozulmalara ilişkin reaktif politikalar yapılandırılmaması ve isteksiz davranması yatırımcılar nezdinde AB ve Euro Bölgesinin geleceğine ilişkin kuşku artmasından dolayı ikinci bir şok dalgasına ortaya çıkmıştır (Kuzu, 2014).

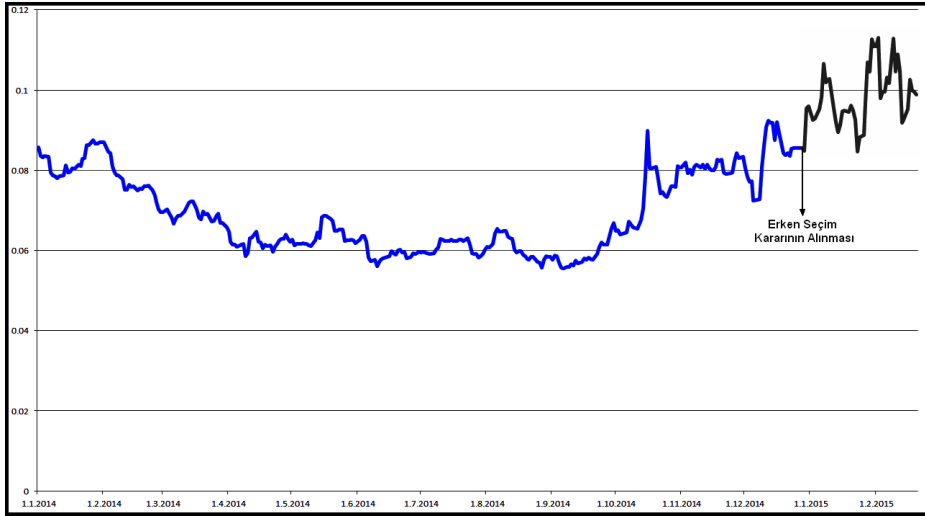
Bu şok dalgası sonrası Yunanistan'ın borçlanma dinamiğinin daha çok bozulmasının ardından, Euro Bölgesi ülkeleri ve IMF'nin Yunanistan'a ilişkin 110 milyar Euro gibi devasa tutarda kurtarma paketini panik havasında onaylaması, tersine etki yaparak AB ve Euro Bölgesinin geleceğine ilişkin kuşku daha fazla artırmıştır (Usak, 2011:24).

Şok dalgalarının ardından, 2011 yılı yaz aylarına "Yunanistan'da olan için burada olmasın" mantığından hareketle makroekonomik görünümleri Yunanistan'la benzer diğer Euro Bölgesi güney ülkeleri tahvil faizleri Yunan tahvil faizleri ile birlikte tırmanışa geçmiştir. Bu noktada Yunanistan'ın borçlanma dinamiği sonbahar ayları ile sürdürülemez noktaya gelmiştir (Usak, 2011:25).

Konunun AB yönetimi açısından en önemli noktası; AB yönetimi Yunanistan üzerinden krize ilişkin geç kaldığı her hamlesinin krizi daha da kronikleştirmesidir. Krizin kroniklik derecesinin artmasının ardından bu durumu telafi etmeye yönelik geliştirilen yüksek reaktif politika hamlesi, krizi beklentiler kanalı yolu ile daha fazla kronikleştirmiştir.

Yunanistan'da Syriza partisinin iktidara gelmesi AB'nin Yunanistan üzerinden borç krizi yönetim strateji ve politikaları açısından çok önemlidir. Çünkü Yunanistan'da bundan önceki hükümetlerin krizden çıkış politika ve stratejilerine ilişkin söylemleri yatırımcılar açısından daha kolayca algılanabilir düzeyde süregelmiştir.

Ancak Syriza'nın iktidara geliş sürecindeki krizin çözümüne ilişkin söylemleri yatırımcılar tarafından yüksek riskli olarak değerlendirilmiştir. Nitekim seçim kampanyasının yürütüldüğü aylarda açıklanan seçim anketleri ile birlikte Syriza'nın iktidara gelme ihtimalinin gün gün kuvvetlenmesi Yunan tahvil faizlerinin de yükselmesine neden olmuştur.



Şekil 1: Yunanistan 10 Yıllık Devlet Tahvil Faizleri (% ,2014-2015,Günlük Frekans)

Kaynak: <http://tr.investing.com/rates-bonds/greece-10-year-bond-yield-historical-data>, Erişim Tarihi,19.02.2015

Erken seçim kararının alınması ile birlikte yükselen riskle beraber seçim anketlerinde sandıktan AlexisTsipras liderliğindeki Syriza partisinin tek başına iktidar olmasa bile güçlü bir şekilde çıkacağı ihtimalinin kuvvetlenmesi, Yunan 10 yıllık tahvil faizleri tırmanışa geçmiştir. Burada kritik olan bir diğer nokta hem Syriza partisi ve lideri AlexisTsipras'ın Yunan siyasetinin yeni aktörleri olmasıdır. Çünkü tahvil yatırımcıları nezdinde Yunanistan'ın diğer iki partisi olan Pasok ve yeni demokrasi partisinin genel olarak ekonomiye ve krizin çözümüne ilişkin yaklaşımlarının piyasalar tarafından bilinirlik derecesi yüksektir. Ancak Syriza'nın krizin çözümüne ilişkin seçim sürecinde krize ilişkin değerlendirilmelerinin yanı sıra piyasalar tarafından yeterince tanınmaması Yunanistan ve AB'ninkrizin çözümüne ilişkin yürüteceği müzakerelerde beklentiler kanalının önemini bir kat daha artırmıştır.

1. Krizin Gelişim Süreci

Euro Bölgesi birlik içerisinde makroekonomik yakınsamanın artırılması amacıyla 1999 yılında kurulmuştur. 2002 yılı ile birlikte tek para uygulamasına geçilmiştir. Tek para uygulaması ile birliğin tasarruf açığı olan ülkelerinin tasarruf fazlası ülkeler ile aynı seviyede fon maliyetine sahip olması amaçlanmıştır. Bir diğer yönden tek para ile birlik içerisinde işlem maliyetlerinin minimize edilmesi yolu ile dış ticaretin gelişmesi hedeflenmiştir.

ABD'de eşik altı kredileri piyasalarında ortaya çıkan olumsuz koşulların küresel sistemin riskini artırana dek tek para uygulaması amaçlanan sonuçları vermiştir. Bu dönemde çevre ülkelerin fon maliyetleri merkez ülkeleri seviyesine yakınsamış, ve dış ticaret gelişmiştir. Sonuçta çevre ülkelerde bu dönemde yüksek büyüme oranları yakalanmıştır.

Bu dönemde çevre ülkelerde enflasyonun para alanı ortalamasının üzerinde olması nedeniyle reel kur değerlenmiştir (Kuzu,2014). Değerlenmiş reel kur bu ülkelerde cari dengenin bozulmasına yol açarak finansal kırılma artırmıştır. Artan finansal kırılma üzerine küresel krizle gelen şok çevre ülkelerin borçlanma dinamiğinin bozulmasına neden olmuştur. Bozulan borçlanma dinamiği sonrası 2009 yılında Yunanistan'da göreve gelen yeni hükümetin makroekonomik verileri revize etmesi sonucu, Yunan

tahvilleri tırmanışa geçmeye başlamıştır. Bunun sonucunda Yunanistan'ın borç dinamiği bozulmuştur. AB yönetiminin bu durum karşısında çözüme ilişkin isteksiz yaklaşımı tahvil faizlerini yükseltmeye başlamıştır. Öte yandan diğer çevre ülkelerin makroekonomik görünümünün Yunanistan'a benzemesi nedeniyle tahvil yatırımcısı bu ülkeleri de riskli olarak algılamaya başlamış, birlik ve para alanı içerisinde çevre ülkeler nezdinde tahvil faizleri artarak devam etmiştir. Sonuçta diğer çevre ülkelerin borç dinamiği bozulmaya başlamıştır. 2011 yılı ile birlikte bu ülkeler borçlarını çeviremeye başlamış ve Avrupa Borç Krizi ortaya çıkmıştır.

2. Borçların Silinmesi Senaryosu

Yunanistan'ın Euro Bölgesinden ayrılması ve diğer olası senaryolar durumu başta Almanya ve Fransa olmak üzere merkez ülkeler açısından finans kesimi ve reel sektör üzerindeki etkileri bağlamında incelenmelidir. Çünkü tek para uygulamasının bu ülkelere büyük bir kısmı olumlu olmak üzere etkileri bu iki sektör üzerinden gerçekleşmiştir.

2.1. Merkez Ülkeleri Finans Kesimi Üzerindeki Olası Etkiler

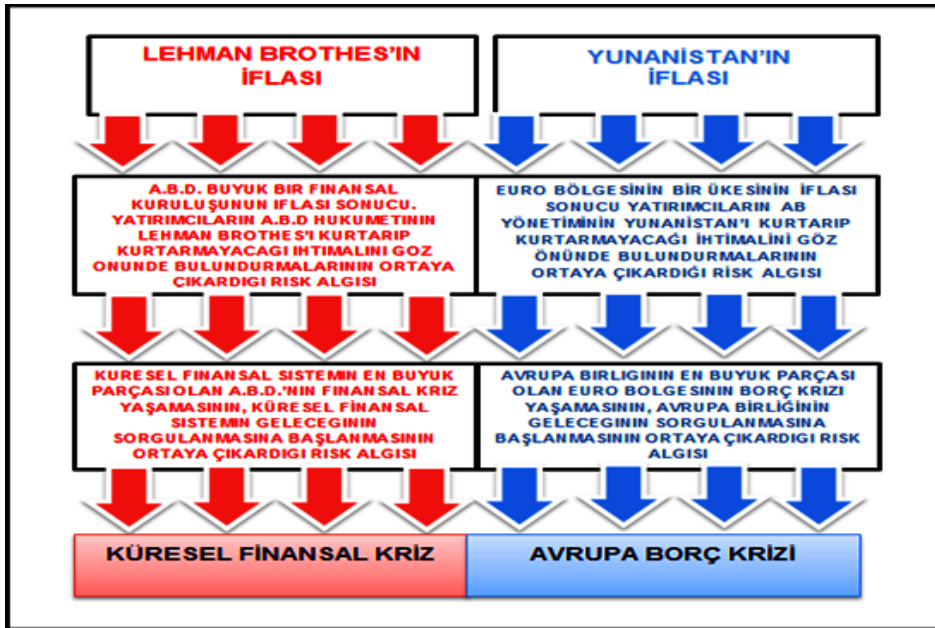
Küresel finansal krize giden süreçte ABD'de ihraç edilen sentetik türev araçların vade dönüşümlerinin AB finans sektöründe gerçekleştirilmesi, iki ekonomik grup arasında finans kesimleri arasındaki yüksek entegrasyon derecesi AB bankacılık sektörü üzerinde ciddi bir finansal baskı oluşturmuştur (Akçay,2013).

Bu süreçte merkez ülkelerde kimi finans kuruluşları devletleştirilerek batmaktan kurtarılmaya çalışılmıştır. Küresel finansal krizle gelen süreçte AB'nin genelinde olduğu gibi merkez ülkeleri bankalarının sermaye yeterlilik rasyosu düşmüş, kaldıraç oranları yükselmiştir(Ergin,2013).

Finans sektörü anlamında en kritik husus başta Yunanistan olmak üzere borçlanma dinamiği zayıf güney ülkeleri devlet tahvillerinin yaklaşık 2/3'sinin Almanya ve Fransa finans kesiminde ağırlığı güçlü olan finans kuruluşlarının bilançolarında yer almasıdır (IMF,2012: 208; Ergin 2013:150).

Kriz'e giden süreçte merkez ülkeleri finans kuruluşları bu tahvilleri; likiditelerinin yüksek, risklerinin düşük olması sebebiyle atıl fonlarını-değerlendirme de yatırım aracı olarak kullanmışlardır.

Borç silme durumunda hali hazırda riskli olan merkez ülkeleri bankacılık sektörünün bilançolarında yer alan Yunan tahvillerinin çöp konumuna gelmesi, bankaların likidite sıkıntısının artmasına hatta bazılarının iflasına yol açabilir. İflasların yol açacağı tahribat ise Euro Bölgesinde LehmanBrothers' ın batmasının ortaya çıkardığı benzer şok etkisinin ortaya çıkmasına neden olabilir. Çünkü LehmanBrothers ve Yunanistan'ın iflası buldukları finansal sistemlerin krize sürüklenmesinde benzer etkilere yol açmıştır (Bkz.Şekil 2).



Şekil 2: Lehman Brothers ve Yunanistan'ın İflasının Ortaya Çıkardığı Risk Algılarının Nedenleri ve Sonuçları

Kaynak: Kuzu, 2014:96

başlangıç safhasında Yine krizin başlangıç safhasında küresel krizle beraber AB ve Euro bölgesinde batan bankalar aynı zamanda bankacılık krizini de

ortaya çıkarmıştır (Gibson vd., 2014: 237). Bu durumda hali hazırda resesyonla mücadele eden Avrupa Merkez Bankasının mevcut parametreler ile resesyon, borç krizi ve bankacılık krizi ile mücadele edemez noktaya sürükleyerek Euro Bölgesinin dağılmasına kadar neden olabilecek finansal şokları ortaya çıkarabilecektir.

2.2. Merkez Ülkeleri Reel Kesim Üzerinde Olası Etkiler

Yunanistan'ın borçlarının silinmesinin merkez ülkeleri reel kesim üzerindeki etkileri finans kesimi ve reel kesim arasındaki bağıllık üzerinden incelenebilir. Bu bağıllıkta önem arz eden husus finans kesimi üzerinde yaşanacak muhtemel likidite sorunları sonrası kredi kanalının reel sektör üzerindeki etkisidir.

Merkez ülkeleri bilançolarında biriken Yunan Tahvilleri borç silme durumunda çöp konumuna gelmesi ile merkez ülkeleri finans kesimi üzerinde artacak finansal baskı sonrası kredi hacminde daralma yaşanması muhtemeldir. Mevcut konjunktürde durgunlukla mücadele eden Euro Bölgesi kredi hacminin ve mevduatların kredilere dönüşme oranının düşmesi büyüme performansını daha da olumsuz etkileyecektir.

Bir başka yönden kredi hacmindeki daralmaya paralel olarak reel sektörün kaynak maliyetinin artması girdi maliyetleri üzerinde baskı oluşturabilir. Tüm bu olası etkilerin sonunda ortaya çıkması muhtemel negatif enflasyon orta ve uzun vadede merkez ülkelerinin Japonya ekonomisinin karşılaştığına benzer bir kalıcı resesyon yaşaması sonucunu doğurabilir. Ancak ortaya çıkacak bu kalıcı resesyon Japon ekonomisinde olduğu gibi düşük talep temelli değil finans kesiminde var olan problemler ve bu problemlerin beklentiler kanalı üzerinde yaratacağı olumsuz baskı etkisi temelli olacaktır.

2.3. Çevre Ülkeleri Finans Kesimi Üzerindeki Olası Etkileri

Yunanistan'ın borçlarının silinmesinin çevre ülkeleri finans kesiminde ortaya çıkaracağı en muhtemel etki borçlanma dinamiklerinin bozulmasıdır. Kriz sürecinde çevre ülkeleri tahvil yatırımcısının Yunanistan'ı beklentiler kanalında referans noktası olarak algıladıklarını ifade etmiştik.

Bu bağlamda yatırımcılar Yunanistan'ın borçlarının silinmesini aynı uygulamanın diğer çevre ülkeler içinde söz konusu olabileceğini değerlendirmelerine neden olabilir. Bu durum çevre ülkelerin borçlanma dinamiklerinin olumsuz etkilenmesine neden olur.

Bir diğer olumsuz etki ise borçların silinmesinin merkez ülkeleri finans kesiminde ortaya çıkaracağı finansal istikrarsızlığın faiz kanalı ile çevre ülkeleri finans kesimine yayılması ihtimalidir.

3. Borçların Yeniden Yapılandırılması

Borçların yeniden yapılandırılması daha çok çevre ülkeler üzerinde olumsuz etkiler ortaya çıkaracaktır. Borçların yeniden yapılandırılması direkt olarak beklentiler kanalı ile ilişkilidir. Burada en önem arz eden husus yatırımcıların Yunanistan borçları ile ilgili yapısal fiyatlamaların söz konusu olmasıdır.

Yunan tahvil yatırımcısı kurtarma paketi, yeniden yapılandırma vb. çözüm planlarından ziyade Yunanistan'ın bu borçların anapara ve faiz ödemelerini ödeyebileceği orta ve uzun vadede borçlanma dinamiğinin iyileşeceğine dair makroekonomik görünüm anlamında somut göstergeleri olumlu veri olarak değerlendirmektedirler.

Konunun en kritik noktalarından bir tanesi bu noktadır. Çünkü krizin gerçek anlamda çözüm anahtarı bu koşulun gerçekleşmesidir. Tahvil piyasalarında başlayan bu krizin davranışsal finans anlamında başladığı, yayıldığı ve ileriye yönelik olarak piyasanın temel olarak gözlemlediği yer Yunanistan'dır. Dolayısıyla krizin ortaya çıkış sürecinde Yunanistan temelli olarak beklentiler kanalı önemli rol oynadığından, krizin çözüm sürecinde yine bu kanal etkili olacaktır. Borçların yeniden yapılandırılması gibi çözümler Euro Bölgesinde kriz şiddetini çok fazla artırmasa bile hali hazırda var olan ekonomik durgunluğun derinleşmesine ilişkin olumsuz etkiler barındıracaktır.

4. Yunanistan'ın Euro Bölgesinden Ayrılması

Yunanistan'ın Euro'dan çıkma ihtimali Buitter vasıtasıyla iktisat ve finans literatürüne "Grexit" terimini kazandırmıştır (Buitter,2012). Yunanis-

tan'ın Euro bölgesinden ayrılması Euro bölgesi için en kötü senaryodur. Bu senaryonun temelinde orta ve uzun vadede Euro Bölgesinin dağılması ihtimali yatmaktadır. Euro bölgesinin dağılmaması para alanında yer alan ülkeler arasındaki AB yönetimi tarafından makroekonomik farklılıkları giderecek önlemlerin alınmasına bağlıdır (Evlimoğlu ve Bozdağlıoğlu, 2014:286).

Krizin derinleşme ve ortaya çıkış süreci ele alındığında Yunanistan'ın Euro'dan çıkması sonucu çevre ülkelerin borçlanma dinamiği daha çok bozulacaktır. Ortaya çıkan süreçte diğer çevre ülkelerinin de Euro'dan çıkma ihtimali ortaya çıkmasıyla tahvil piyasasında yeni bir şok dalgası muhtemeldir (Fitch,2015).

Bu şok dalgasından borçlanma dinamiği açısından orta ve uzun vadede sıkıntı yaşaması muhtemel olan İtalya ve İspanya'nın borçlanma dinamiğini devam ettirememesi sonucunu ortaya çıkarabilir (Değerli ve Keleş,2011:3-4).

Öte yandan Borçlarını çeviremeyen Euro Bölgesi ülkeleri Euro'dan çıkıp para basma yolu ile borç ödemelerini gerçekleştirirlerse hiper-enflasyon ile birlikte stagflasyon sorunu da kaçınılmazdır.

Bir diğer yönden tahvil piyasasında gelen şok dalgaları faiz kanalı ile hisse senedi piyasasına bulaşarak ciddi borsa kayıplarına yol açabilir. Bu borsa kayıpları sebebiyle kısa vadeli sermaye çıkışları yaşanması muhtemeldir.

Yunanistan'ın Euro Bölgesinden ayrılması merkez ve çevre ülkeler üzerinde farklı etkilere neden olacaktır. Merkez ülkeler üzerindeki en önemli etkisinin dış ticaret kanalı üzerinden gerçekleşmesi kuvvetle muhtemeldir. Euro uygulaması ile işlem maliyetlerinin azalması reel sektörün güçlü olduğu merkez ülkelerden hizmetler sektörünün daha güçlü olduğu çevre ülkeler yönünde dış ticaretin gelişmesine neden olmuştur. Bu bağlamda merkez ülkeleri bu dönemde cari fazla vermişlerdir.

Merkez ülkelerinin çevre ülkelerine ihracatlarının azalması sorunu öne çıkmaktadır. Euro bölgesinin dağılması sonrasında AB'de Euro uygulaması süresince gerçekleşen dış ticaret dinamiğinin devamı için merkez ülkelerin dış ticaret konusunda çevre ülkelerin teşvik edici bir takım düzen-

lemeler yapması tek para sonrası ortaya çıkacak muhtemel ihracat kaybını sübvansedecektir.

Yunanistan'ın Euro'dan çıkması Euro bölgesinin dağılmasına neden olduğu takdirde hali hazırda Euro Bölgesi dışında ihracatı düşük konumda olan merkez ülkeleri, tek para uygulamasının bitmesi ile birlik içerisindeki dış ticaret hacimleri de azalacaktır. Ancak şunu vurgulamak gerekir ki; merkez ülkelerinin Euro Bölgesi dışına ihracatının düşük olmasında en önemli sebeplerden bir tanesi Euro'nun dolar karşısında aşırı değerli olmasıdır. Tek para uygulaması sonrasında Euro'nun aritmetik yapısından dolayı bilhassa merkez ülkeleri ulusal paralarının yine Euro'nun dolar karşısında şimdiki seviyelerine yakın olacağı olasıdır.

Bir başka kayda değer husus, AB mevzuatında Euro Bölgesinde yer alan bir ülkenin Euro'dan çıkıp AB üyeliğini devam ettirebilmesine ilişkin bir düzenlemenin olmamasıdır. Bu nedenle Yunanistan'ın Euro Bölgesinden ayrılması sonrası AB üyeliğinin devam edebilmesi için AB mevzuatında bir ülkenin tek para uygulamasından ayrılmayı talep etmesi sonucu AB üyeliği durumuna ilişkin problematiğe çözüm getiren düzenlemelerin yapılması gerekecektir.(Çenberci,2014:36)

Ancak böyle bir düzenlemenin yapılması finansal piyasalarda diğer ülkelerin Euro'dan çıkış sürecinin daha kolay olabileceği şekilde fiyatlanmasına neden olabilecektir.

5. Gelişmekte Olan Ükelere Olası Etkiler

Yunanistan ve AB arasındaki müzakerelerin nihai sonuçlarının gelişmekte olan ülke ekonomilerine etkilerinin sermaye hareketleri kanalı ile gerçekleşmesi muhtemeldir.

Krize giden süreçte AB döviz kuru ve hisse senedi piyasalarında LehmanBorthers'ın iflası öncesi dönemde bu iki değişken arasındaki ilişki negatif, kriz sürecinde nötr ve krizin başlangıç safhasında pozitif yönlü olarak ortaya çıkmıştır (Grammatikos ve Vermulen,2012:532). Nitekim müzakerelerin nihai sonucunda Yunanistan'ın mali reformları yerine getirmesi sonucunun olmadığı diğer tüm senaryolarda AB ve Euro Bölgesi finansal

kırılganlıkları yüksek ülkelerden gelişmekte olan ülkeler yönünde sermaye hareketlerinin gerçekleşmesi muhtemeldir. Bu durum 22 Mayıs 2013 FED başkanı Bernanke'nin konuşmasından sonra gelişmekte olan ülkelerde artan sermaye çıkışlarının ve yükselen kurun dengelenmesi açısından gelişmekte olan ülkeler açısından fırsat yaratabilir. Ayrıca Euro Bölgesinden gelecek muhtemel sermaye hareketleri bu ülkelerde faizler üzerinde artan baskıyı bir miktar hafifletecektir.

Bir başka yönden İtalya ve İspanya gibi AB'nin iki büyük ekonomisinin borçlarını çevirememesi ve yardım talebinde bulunması Euro Bölgesinin dağılması bir yana, AB ekonomisinin karşılıklı bağımlık içerisinde olduğu Türkiye gibi ekonomiler üzerinde yıkıcı etkileri söz konusu olabilir. Bu etkiler bu ülke ekonomilerinin resesyona girmesine neden olabilir.

Avrupa Borç Krizi etkilerinin en şiddetli gerçekleştiği dönemde dahi Euro Bölgesi tahvil piyasalarının gelişmekte olan ülke tahvil piyasalarına bulaşıcılık etkisi oldukça sınırlı düzeyde kalmıştır. Çünkü bu ülkelerde tahvil piyasası daha çok ABD 10 yıllık tahvil faizleri temelinde küresel ölçekte faizlerin hareketi ile yön bulmaktadır. Ancak sürdürülemez borç dinamiği nedeniyle Euro Bölgesi ve AB'nin dağılmasının ortaya çıkaracağı şok etkisi gelişmekte ülke tahvil piyasalarında olan etkisinin borç krizi dönemindeki etkiye oranla daha yüksek olacağı muhtemeldir.

SONUÇ

Avrupa Borç Krizinin ortaya çıkışı, gelişimi, derinleşmesi ve kronikleşmesinde beklentiler kanalı önemli rol oynamıştır. Bu kanalda ise yatırımcılar Yunanistan'ı ve Yunanistan'a yönelik AB yönetiminin yaklaşımlarını temel referans noktası olarak almışlardır. Bu referans noktaları bağlamında piyasalar her zaman Yunanistan'ın temerrüde düşmesi ve devamında Euro Bölgesi ve AB'nin geleceğinin tehlikede olduğu algısını fiyatlamışlardır.

Tahvil piyasasında oluşan bu psikolojik referans noktası, krizin çözümüne ilişkin gerçekleştiren her politika hamlesinde kendini hissettirerek gerek tahvil faizleri gerek kredi temerrüt takası primleri bağlamında yukarı yönlü hareketlere neden olmuştur.

Bu nedenle Yunanistan'ın borçlarının anapara ve faiz ödemelerine ilişkin radikal söylemleri olan Syriza partisinin iktidara gelişi sonrasında krizin çözümüne ilişkin AB yönetimi ile yürüteceği müzakereler kritik öneme sahiptir.

Bu önem doğrultusunda Euro bölgesi ve AB'nin geleceği açısından en sağlıklı çözüm Yunanistan'ın borçlarının geri ödemelerine ilişkin yeni parametrelerin oluşturulmasından ziyade Yunanistan'ı sıkı mali disiplin uygulamasını sağlayacak mali reformlar yapmasını sağlayarak Yunanistan'ın makroekonomik görünümünün orta ve uzun vadede yatırımcılar nezdinde olumlu fiyatlanmaya başlanmasını sağlamaktır.

Bu optimal çözüm dışındaki çözümler Yunanistan, Euro bölgesi ve AB için birtakım başka sorunlar ortaya çıkarmasının yanında para alanı ve AB'nin dağılmasına kadar gidecek riskleri piyasaların algılamasına yol açacaktır.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- Akçay, Belgin (2013). *Avrupayı Saran Kriz (Avro Bölgesi)*, Seçkin Yayıncılık, İstanbul.
- Buiter, Willem, <http://www.webcitation.org/682hCm51XErgin>, Erişim Tarihi, 21.02.2015
- Çenberci, Engin, Euro'nun Geleceği Ve Grexit, Küresel İktisat ve İşletme Çalışmaları Dergisi, Aralık 2014,s32-38
- Christodoulakis, Nicos, from grex it to growth: on fiscal multiplier sand how to endrecession in greece, National Institute Economic Review No. 224 May 2013
- Kuzu, Mehmet, *Reel Efektif Döviz Kuru Endeksini Etkileyen Faktörlerin Avrupa Borç Krizi Çerçevesinde Analizi*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2014
- Kosmidou, Kyriaki, VV. Kousenidis, Dimitrios,. Negakis, Christos, The impact of the EU/ECB/IMF bail out programs on the financial and real sectors of the ASE during the Greeks overeign crisis, Journal of Banking& Finance 50 (2015) 440–454

- Mink, Mark, and De Haan, Jacob. (2013). Contagion during the Greeks overeign debt crisis. *Journal of International Money and Finance*, 34, 102-113.
- Mundell, Robert, Aleander (1961), “A Theory of Optimum Currency Area”, *American Economic Review*, 51.
- Değerli, Ahmet ve Keleş, Gürsu (13/ 16 Eylül 2011). *Kamu Borç Stoku Sürdürülebilirliği ve Euro Bölgesi Borç Krizi*, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Ekonomi Notları.
- Evlimoğlu, Umut, Bozdağlıoğlu, Yasemin, Küresel Kriz Sonrası Uluslararası Para Birimi Olarak Euro Ve Geleceği, *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi – Sayı:23* (2014)
- Gibson, Heather D., Palivos, Theodore, Tavlas, George S. **The Crisis in the Euro Area: An Analytic Overview**, *Journal of Macroeconomics, Volume 39, Part B, March 2014, Pages 233-239*
- Grammatikos, Theoharry, and Vermeulen, Robert. (2012). Transmission of the financial and sovereign debt crises to the EMU: Stockprices, CDS spreads and exchange rates. *Journal of International Money and Finance*, 31(3), 517-533.
- Hobza, Alexander, Zeugner, Stefan, Current accounts and financial flows in the euroarea *Journal of International Money and Finance*, Volume 48, PartB, November 2014, Pages 291-313,
- IMF,(2012).Greece: Fourth Review Under the Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, and Requestfor Waivers of Applicability and Modification of Performance Criterion — Staff Report; Staff Statement; Press Release; and Statement by the Executive Director for Greece, *Country Report*, 12/57.
- Öniş, Ziya ve Kutlay, Mustafa, “Ekonomik Bütünleşme/Siyasal Parçalanmışlık Paradoksu: Avro Krizi ve Avrupa Birliği'nin Geleceği”, *Uluslararası İlişkiler*, Cilt 9, Sayı 33 (Bahar 2012), s. 3-22.
- Poutineau, Jean-Christophe Vermandel, Gauthier, Cross-border banking flowss pillovers in the Eurozone: Evidence from an estimated DSGE model, *Journal of Economic Dynamics and Control* 02/2015; 51:378–403.
- Usak Raporları, Krizdeki Birlik Euro Bölgesi'nin Borç Sarmalı ve AB'nin Geleceği, Usak Raporları Rapor No. 11-01, Mart 2011 no : 11-01mart 2011

Vrňáková, Irena, Bartušková Hana, Is Euro Area an Optimal Currency Area and What Barriers Could Obstruct Its Future Development? ACTA VŠFS Economic Studies and Analyses, 2013-2, Volume 7

<http://tr.investing.com/rates-bonds/greece-10-year-bond-yield-historical-data>,
Erişim Tarihi, 19.02.2015

https://www.fitchratings.com/creditdesk/press_releases/detail.cfm?pr_id=980861&cm_sp=homepage-Featured_Content_Archive-%27Grexite%27%20Remains%20Possible,%20But%20Systemic%20Crisis%20Unlikely, Erişim Tarihi, 10.03.2015