

Avrupa Parasal Birliği'nin Krizi, Geleneksel Teoriler ve Avrupa Entegrasyonu'nun Post-Keynesyen Eleştirisi

Alpaslan AKÇORAOĞLU¹

31 Ekim 2014'de alındı; 04 Mayıs 2015'de kabul edildi.
21 Aralık 2015'den beri erişime açıktır.

Received 31 October 2014; accepted 04 May 2015.
Available online since 21 December 2015.

Araştırma Makalesi/Original Article

Özet

Bu makale avro bölgesi kamu borç krizinin nedenlerini bazı geleneksel teorilere ve post-Keynesyen makroiktisat teorisine göre analiz etmeyi amaçlamaktadır. Avrupa Parasal Birliği (European Monetary Union (EMU)) krizinin nedenlerini açıklamakta kullanılan geleneksel teoriler arasında neoklasik iktisat teorisi ile Optimum Para Alanları (OPA) teorisinin klasik ve modern versiyonları bulunmaktadır. EMU'nun kurumsal tasarımının iktisadi şoklara karşı sağlamlaştırılması ve iktisadi durgunluktan çıkış için uygulanacak politikalar krizin nedenlerinin doğru biçimde teşhis edilmesine bağlıdır. Krugman uzmanlaşma hipotezi hariç, modern OPA literatürü'nün EMU krizini açıklamak ve öngörmek için uygun ve yeterli bir teorik çerçeveye sahip olduğu söylenemez. Buna karşın, post-Keynesyen iktisatçılara göre, avro bölgesi krizinin iki temel nedeni şunlardır: EMU'nun hatalı neo-liberal tasarımı ve gelir eşitsizliğinin artmasına neden olarak talep yaratma sürecini zayıflatan neo-liberal politikalar.

Anahtar Kelimeler: Avro Bölgesi Krizi, Geleneksel Teoriler, Neo-liberalizm, Post-Keynesyen Teori

JEL Sınıflaması: E02, E12, E13, F33, F34

© 2016 Published by EYD

¹ Yazışmadan sorumlu yazar (Corresponding author). Gazi Üniversitesi, Ekonometri Bölümü, Ankara, Türkiye.
E-mail: a.akcora63@gmail.com

Abstract

The Crisis of the European Monetary Union, Conventional Theories, and Post-Keynesian Critiques of European Integration

This article aims to analyze the causes of public debt crisis in the eurozone within the framework of conventional theories and post-Keynesian macroeconomic theory. The conventional theories employed to explain the crisis of European Monetary Union (EMU) are neo-classical economic theory and classical and modern versions of Optimum Currency Areas (OCA). The strengthening of institutional design of EMU against economic shocks and implementing proper policies to exit from the recession depend on the correct diagnosis of causes of the crisis. This paper argues that modern OCA literature does not have a suitable and sufficient theoretical framework to explain and predict EMU crisis except for Krugman specialization hypothesis. However, post-Keynesian economists argue that the major reasons of eurozone crisis are neo-liberal design faults of EMU and neo-liberal policies that weaken aggregate demand generation process through growing inequality in distribution of income.

Keywords: Eurozone Crisis, Conventional Theories, Neo-liberalism, Post-Keynesian Theory

JEL Classification: E02, E12, E13, F33, F34.

© 2016 EYD tarafından yayımlanmıştır



Bu makalenin adını ve doi numarasını içeren aşağıdaki metni kolayca kopyalamak için soldaki QR kodunu taratınız. Scan the QR code to the left to quickly copy the following text containing the title and doi number of this article.

The Crisis of the European Monetary Union, Conventional Theories, and Post-Keynesian Critiques of European Integration
<http://dx.doi.org/10.5455/ey.35903>

1. Giriş

Avrupa Parasal Birliği'nin ağır ve uzun süreli ekonomik krizinin henüz bütünüyle sona erdiği söylenemez (IIF, 2014). Diğer yandan, Stiglitz (2014) mali sıkılaştırma (kemer sıkma) politikalarının sürdürülmesinin Avrupa'yı uzun dönemli bir durgunluğa (stagnasyon) sürükleyebileceğini ileri sürmektedir. Bu makale avro bölgesi kamu borç krizinin nedenlerini bazı geleneksel teorilere ve post-Keynesyen makroiktisat teorisine göre analiz etmeyi amaçlamaktadır². EMU krizinin nedenlerini açıklamakta kullanılan geleneksel teoriler arasında neoklasik iktisat teorisi ile Optimum Para Alanları (OPA) teorisinin klasik ve modern versiyonları bulunmaktadır. Neoklasik iktisat teorisinin açıklamaları EMU krizinin temel olarak bölge içi mali disiplinsizlikten ve/veya iç (internal) ödemeler bilançosu dengesizliklerinden kaynaklandığı yönündedir. Buna karşın, post-Keynesyen iktisatçılara göre

² Bu makale EMU krizine ilişkin olarak Ortodoks (veya Geleneksel) ve Post-Keynesyen teorik yaklaşımların açıklamalarını karşılaştırmayı amaçlayan bir literatür incelemesidir.

avro bölgesi krizinin iki temel nedeni şunlardır: EMU'nun hatalı neo-liberal tasarımı ve ücretlerin duraklamasına ve gelir eşitsizliğinin artmasına neden olarak talep yaratma sürecini zayıflatan neo-liberal politikalar (Palley, 2013).

EMU'nun kurumsal tasarımının iktisadi şoklara karşı sağlamlaştırılması ve krizden (ve iktisadi durgunluktan) çıkış için uygulanacak politikalar krizin nedenlerinin doğru biçimde teşhis edilmesine bağlıdır. Avro bölgesindeki krizin kökeninin Güney Avrupa ülkelerinin mali disiplinsizliği ve sorumsuzluğu olduğu biçimindeki teşhis mali sıkılaştırma programlarının uygulanmasına ve avro bölgesinde 'deflasyonist' bir eğilimin oluşmasına neden olmuştur (2012-13 dönemindeki yeni durgunluk) (De Grauwe, 2014). Post-Keynesyen iktisatçılara göre, EMU'nun siyasal-iktisadi yapısı iktisat politikasına ilişkin neo-liberal görüşü kurumsallaştırmıştır: fiyat istikrarını amaçlayan pasif bir devlet ve piyasa mekanizmasına olan aşırı güven. EMU'nun tasarımı ücretlerin aşağı doğru esnekliğinin tam-istihdamı ve cari işlemler bilançolarının dengede kalmasını sağlayacağı varsayımına dayanmaktadır. Gerçekte ise bu politika tasarımı ortalama bir iktisadi performans, azalan ücret payı, artan cari işlemler dengesizlikleri ve sonunda bir kamu borcu krizi yaratmıştır (Stockhammer, 2013).

Neo-liberalizm, piyasaların doğal biçimde oluştuğunu ve kendiliklerinden düzgün ve etkin dengeye ulaşacaklarını savunan eski liberalizmden oldukça farklı bir düşüncedir. Neo-liberal düşünce'ye göre, piyasalar istenilen ve her yerde bulunan bir sosyal organizasyon olmakla birlikte, doğal ve bütünüyle kendi kendini düzenleyen bir yapıya sahip değildirler (Foucault, 2008). Neo-liberalizm sıklıkla makro düzeyde serbest piyasa söylemi ile ilişkilendirilmesine karşın, iktisadi temelde mutlaka kamu müdahalesine karşı çıkmaz. Neo-liberalleri endişelendiren kamu müdahalesinin siyasal yapısıdır (Stockhammer, 2012). Dolayısıyla, kamu müdahalesi kurala-dayalı ve teknokratik biçimde olmalıdır: siyasetçilerin ve seçmenin popülist ve fırsatçı dürtülerine karşı koymalıdır. Neo-liberalizmin akademik iktisatta çok açık bir karşılığı olmamasına karşın, modern ana akım teorilerin (özellikle Yeni Uzlaşma Modeli (Dinamik Stokastik Genel Denge Modelleri (DSGE)) iktisat politikası önermeleri genellikle neo-liberal politikalarla uyumludur (Stockhammer, 2012). Uygulamada neo-liberal politikaların başlıca nitelikleri şunlardır: işgücünün zayıflatılması, piyasaların serbestleştirilmesi, sermayenin küreselleşmesi, para politikasının iktisat politikasının temel aracı olması, fiyat istikrarına odaklı para politikası (enflasyon hedeflemesi), maliye politikası aktivizminin reddedilmesi.

Bu makalenin ikinci bölümünde EMU krizi çerçevesinde klasik ve modern OPA teorileri ele alınmaktadır. Üçüncü bölüm EMU krizinin avro bölgesi içindeki dış dengesizliklerden kaynaklandığına yönelik neo-klasik (geleneksel) teorik açıklamaları sunmaktadır. Dördüncü bölüm ise avro bölgesi krizinin EMU içindeki mali disiplinsizlik ve kırılganlıktan kaynaklandığına yönelik geleneksel teorik açıklamaları özetlemektedir. Beşinci bölüm EMU krizine ilişkin post-Keynesyen açıklamaları incelemektedir. Altıncı bölüm sonuçları sunmaktadır.

2. Geleneksel Teoriler ve Avrupa Parasal Birliği'nin Krizi

2.1. Optimum Para Alanları Teorisi ve Avrupa Parasal Birliği'nin Krizi

2.1.1. Klasik (öncü) OPA Teorisi

OPA teorisinin başlangıcı Mundell (1961), McKinnon (1963) ve Kenen (1969)'in katkılarına dayanmaktadır. Burada 'optimalite' kavramı bir parasal entegrasyonun optimal olabilmesi için gerekli olan koşullarla tanımlanmaktadır: işgücünün ve diğer üretim faktörlerinin hareketliliği, fiyat ve ücret esnekliği, iktisadi açıklık, üretim ve tüketimde çeşitlendirme, enflasyon oranlarının benzerliği, mali birlik ve siyasal entegrasyon. Dolayısıyla, bir parasal birliğin yukarıdaki özellikleri taşıması halinde, iç ve dış dengeyi sağlamak ve asimetrik şokların olumsuz etkilerini gidermek için nominal döviz kuru ayarlamalarına duyulan gereksinim çok azalacaktır.

Avrupa Parasal Birliği (European Monetary Union (EMU)) klasik OPA teorisine göre optimum bir para alanı değildir (Stiglitz, 2012). Avrupa ülkelerinde fiyat esnekliğinin düşük olduğu genellikle kabul edilen bir görüştür (Mongelli, 2005). Düşük ücret esnekliği, göreceli fiyat katılığının arkasındaki en önemli faktördür ve reel ücretler Avrupa ülkelerinin büyük bölümünde oldukça katıdır (Boeri vd., 2001). Ayrıca, Avro bölgesinde reel ücretlerin iktisadi şoklara uyum hızı oldukça düşüktür (OECD, 1999). Benzer şokların varlığında dahi işgücü piyasası kurumlarındaki farklılıklar ücretler ve fiyatlarda farklı gelişmelere yol açabilmektedir. Dolayısıyla, işgücü piyasası kurumlarındaki farklılıklar parasal birliğe ek bir maliyet unsuru getirmektedir (De Grauwe, 2003). Ampirik çalışmalara göre ABD'de işgücünün coğrafi hareketliliği Avrupa'dakinin üç katına kadar ulaşmaktadır (OECD, 1999). Avro bölgesi ekonomilerindeki iktisadi devresel dalgalanmaların eş-zamanlılığını (synchronization) inceleyen ampirik literatürün bulguları birbirinden oldukça farklıdır (De Haan vd., 2008). Bunun temel nedenleri, eş-zamanlılığı etkileyen faktörlerin tartışmalı olması

ve kullanılan yöntemler ve değişkenler üzerinde bir uzlaşmanın olmamasıdır. Ampirik çalışmalara göre, devresel hareketlerin eş-zamanlılığı 1990'lar boyunca artış göstermesine karşın, halen tek bir Avrupa devresel hareketinden söz etmek olanaksızdır (De Haan vd., 2008).

OPA literatürü nominal döviz kurunda değişimin mümkün olmadığı bir parasal birlik içerisinde mutlaka alternatif uyum süreçlerinin (ücret/fiyat esnekliği, faktör hareketliliği, mali transferler) bulunması gerektiğini belirtmesine karşın, EMU'nun tasarımı ve yakınsama kriterlerinde bu dış denge mekanizmaları yeterince dikkate alınmamıştır (Arestis & Sawyer, 2011). Diğer yandan, politika otoritelerinin bir yol gösterici olarak kullanabileceği sağlam ve yaygın biçimde kabul edilmiş bir OPA teorisinin olmadığı ileri sürülmektedir (Hein vd., 2011). OPA özelliklerinden birinin yokluğunu diğer özelliklerin ne kadar telafi edebileceği veya bir parasal alanın optimal olması için hangi derecede fiyat ve ücret esnekliği bulunması gerektiği gibi konular üzerinde görüş birliği yoktur (Hein vd., 2011). Bazı OPA çalışmalarında yüksek derecede ücret ve fiyat esnekliği optimal bir parasal birlik için vazgeçilmez bir önkoşul olarak görülürken, diğerlerinde işgücü hareketliliği ücret ve fiyat esnekliğinin bir ölçüde ikamesi gibi düşünülmektedir. EMU'nun iktisat politikası çerçevesi içinde işgücü, mallar ve finansal piyasaların serbestleştirilmesi üzerinde odaklanılırken, mali federalizm ve siyasi birlik konuları üzerinde ise fazla durulmamaktadır (Hein vd., 2011).

2.1.2. Yeni (Modern) OPA Teorisi

Optimum Para Alanının İçsellliği ve Lucas Eleştirisi (Dinamik OPA)

OPA'nın içsellliği aşağıdaki nedenlerden kaynaklanabilir (Dellas & Tavlas, 2009):

(i) Ülkeler arası sınırlar (ve ayrı paralar) uluslararası ticaret için bir engel oluşturmaktadır. Ortak paranın varlığı ülkeler arasındaki ticarete görece büyük genişleme yaratabilir: ortak para rejiminde dış ticarete açıklık ve birlik-içi ticaret hacmi dalgalı kur rejimine oranla daha yüksek olacaktır (Engel & Rogers, 2004).

(ii) Lucas (1976) eleştirisine göre, bir ekonominin yapısı uygulanan iktisat politikaları bakımından içseldir. Parasal birlik politika rejimindeki temel bir değişme olarak algılanmalıdır. Frankel & Rose (1997)'a göre, ülkeler arası ticaret entegrasyonunun artması ortak talep şoklarını ve daha büyük endüstriler arası ticareti olası hale getirerek, daha yüksek

derecede korelasyonlu devresel hareketler yaratabilir. Bu durumda, ülkeye özgü para politikalarına olan gereksinim azalacak ve ulusal bağımsız para politikasından vazgeçmenin maliyeti azalacaktır. Dolayısıyla, içsel OPA paradigmasına göre, bir parasal birliği oluşturan ülkeler dönem içinde (ex-ante) OPA özelliklerini sağlayamazlar bile dönem sonunda (ex-post) bunu gerçekleştirebilirler.

Buna karşın, Frankel & Rose (1997)'un düşüncesi “Krugman uzmanlaşma hipotezi” ile çelişmektedir (Krugman, 1993). Bu hipotez dış ticaret teorisine ve ölçeğe göre artan getiri varsayımına dayanmaktadır. Buna göre, tek para ticaret engellerini ortadan kaldırmakta ve ölçek ekonomilerini ortaya çıkarmaktadır. Krugman uzmanlaşma hipotezine göre, ülkeler arası entegrasyon arttıkça, ülkeler karşılaştırmalı üstünlüğe sahip oldukları malların üretiminde uzmanlaşacaklardır. Dolayısıyla, ülkelerin gelirleri daha az korelasyonlu olacak (asimetrik şoklar) ve parasal birliğin üyeleri arz şoklarına daha fazla açık olacaklardır.

Christodoulakis (2009) Avro'nun 1999'da yürürlüğe girmesinden sonraki 10 yıl içinde Avro bölgesi ekonomilerinin reel yakınsama derecesini araştırmıştır. Yazarın ampirik bulgularına göre, avro bölgesinin daha az ve daha çok gelişmiş ülkeleri arasındaki yakalama süreci durma noktasına gelmiş ve EMU öncesi yakınsama dinamikleri tersine dönmüştür. Diğer yandan, Avro bölgesindeki en büyük asimetri üye ülkelerin cari işlemler hesaplarındaki olağanüstü farklılıklardan kaynaklanmaktadır. EMU'nun kurulmasından sonraki süreçte Kuzey ülkelerinin (merkez) dış fazlaları hızla artarken, Güney ülkelerinin (çevre) dış açıkları önemli ölçüde büyümüştür. Dolayısıyla, Christodoulakis (2009)'ın bulguları gösteriyor ki içsel OPA paradigmasının öngördüğü gibi EMU sonrası üye ülkeler arasında reel yakınsama (GSYİH ve cari işlemler hesabı) gerçekleşmemiştir.

Diğer yandan, Krugman uzmanlaşma hipotezinin öngördüğü gibi, avro bölgesi içinde artan ticaret entegrasyonu endüstriyel faaliyetlerin bölgesel olarak yoğunlaşmasına neden olmuştur (Gibson vd., 2014). Bu ‘bölgesel yığılma’ etkisinin temel nedeni parasal birlik içinde belirli bölgelerde üretimin daha ucuz olmasıdır (örneğin, firmaların nitelikli işgücü havuzuna ulaşma olanağı ve dışsal ölçek ekonomilerinden yararlanma olanağı gibi nedenlerle). Pisani-Ferry (2013)'nin ampirik bulgularına göre, avro bölgesinde yığılma (agglomeration) etkileri bulunmaktadır ve kuzey Avrupa'nın (Almanya, Avusturya, Finlandiya ve Hollanda) avro bölgesi imalat üretimindeki payı 2000 yılında % 46 iken bu oran 2011'de % 51'e çıkmıştır. Dolayısıyla, EMU'nun ticaret yaratma etkisi devresel hareketlerin asimetrisini azaltmamış, tersine arttırmıştır (Pisani-Ferry, 2013).

Döviz Kuru Hareketlerinin Etkinliği ve Döviz Kuruna (Modern) Varlık Yaklaşımı

Klasik OPA teorisinin başlıca öncüllerinden biri döviz kuru hareketlerinin dış dengeyi sağlamada güvenilir bir araç olduğudur. Dolayısıyla, nominal döviz kuru aracı üzerinde doğrudan kontrolün kaybedilmesi parasal birliğe üye ülkeler açısından önemli bir maliyet yaratır. Bu maliyet OPA kriterlerinin hangi oranda sağlandığına bağılı olarak kısmen veya tam olarak telafi edilebilir. Bazı çalışmalar ise nominal döviz kuru değışmelerinin dış dengeye uyumu sağlamayacağını ve döviz kurunun belirlenmesine ilişkin 'dış ticaret-akım' modeline dayalı klasik OPA teorisinin öngördüğü gibi bir maliyetin söz konusu olmayabileceğini ileri sürmüşlerdir (De Grauwe, 2000). Modern OPA literatürüne göre döviz kuru istikrarsızlığı etkin piyasalarda bile görülebilmekte ve dolayısıyla para politikasının hem döviz kurunu bir araç olarak kullanması ve hem de onun istikrarını sağlaması gerekmektedir (Schelke, 2001). Bu bağlamda, bir parasal entegrasyon içinde nominal döviz kuru aracının yitirilmesi zorunlu olarak merkez bankalarının hareket imkanlarının kısıtlanması anlamına gelmeyecektir.

Buna karşın, Stiglitz (2012)'e göre EMU üye ülkelerin iki temel dengeleyici mekanizmasını ellerinden alırken (nominal döviz kurları ve faiz oranları), yerlerine hiçbir şey koymamıştır. Sabit kurların geçerli olduğu parasal entegrasyon içerisinde fiyatların ve birim işgücü maliyetlerinin bölgeler arasında (merkez (özellikle Almanya) ve çevre) kalıcı farklılıklar (sapmalar) göstermesi sürdürülemez dış açıklar yaratmakta ve avro bölgesinin iktisadi yaşamını tehdit etmektedir (Flassbeck & Spiecker, 2011).

Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank - ECB) bütün avro bölgesi için hedef enflasyon oranını yaklaşık yüzde 2 olarak belirlemiştir. Buna karşın, GIPSI (Greece, Ireland, Portugal, Spain, and Italy) (Yunanistan, İrlanda, Portekiz, İspanya ve İtalya) ülkelerinin enflasyon oranları bu hedefin oldukça üzerine çıkmış, EMU'nun merkez ülkelerinin (ve özellikle Almanya'nın) enflasyon oranları ise genellikle bu hedefin altında kalmıştır (bakınız Tablo 1). Parasal bir birlik içinde böyle bir enflasyon farklılaşması (ıraksaması) reel döviz kurlarında ve uluslararası rekabet gücünde önemli kaymalara neden olmuş ve cari işlemler bilançoları bakımından büyük dengesizlikler yaratmıştır (Flassbeck & Spiecker, 2011).

Tablo 1. EMU'nun Çevre ve Merkez Ülkelerinde (Ortalama) Enflasyon Oranları

	Yunanistan	İrlanda	İspanya	Çevre Ortalama	Almanya	Merkez Ortalama
1999-2007	3,2	3,4	3,1	3,2	1,6	1,86
2008-2012	2,6	0,5	2,2	2,65	1,8	2,4
2013-2014	-2,2	0,2	1,2	-0,27	1,2	1,34

Kaynak: European Commission-Ameco Database ve OECD-Stat.Extracts. Merkez ülkeler: Avusturya, Belçika, Finlandiya, Almanya ve Hollanda.

Para Politikasının Uzun Dönemde Etkisizliği ve İtibarı

Parasal entegrasyonun başlıca maliyetlerinden biri üye ülkelerin ulusal para politikasını doğrudan kontrol edebilme yeteneklerini kaybetmeleridir. Bu durum, üye ülkelerin iktisadi devresel hareketlere istikrar kazandırmalarını engeller. Dolayısıyla, daha büyük devresel hareketler nedeniyle parasal entegrasyonun maliyeti artabilir ve diğer ticaret partnerleri bakımından şoklar asimetrikse, bu maliyet daha da yüksek olacaktır. Buna karşın, yeni literatür enflasyonun kontrolünü merkez bankasının temel makroiktisadi hedefi olarak görmekte ve devresel hareketlerin azaltılması ikincil bir hedef olarak düşünülmektedir. Yeni klasik makroiktisat teorisine göre, beklenen politika değişimleri kısa dönemde bile reel değişkenleri etkilemeyecektir (McCallum, 1989).

Görelî olarak yüksek bir enflasyon geçmişine sahip ve anti-enflasyonist politikalardan sapmaların yoğun biçimde gözlemlendiği bir ülke için hızlı biçimde düşük enflasyon 'itibarının' kazanılmasının bir yolu ulusal para politikası bağımsızlığından vazgeçmek (tie its hands) ve düşük enflasyonlu bir ülke ile parasal birlik oluşturmaktır (Giavazzi & Giovannini, 1989). Burada önemli olan ön koşul 'güvenilir' bir düşük enflasyonlu ülkenin (çapa-anchor) parasal birlikte yer almasıdır. Özetle, parasal birliğe katılımın sonuçlarından biri enflasyon oranlarının benzeşmesi olabilir ancak bu parasal birliğin kurulması için zorunlu bir ön koşul değildir (Gandolfo, 1992). Nominal çapa ülkenin düşük enflasyonu temel alan kurumsal çerçevedeki hegemonyasını sürdürebilmesi koşuluyla, bu görüş başlıca OPA kriterlerinden birini tersine çevirmektedir (Tavlas, 1993).

EMU içinde Almanya çapa ülke rolünü oynamaktadır ancak bu konumunu destekleyecek biçimde Alman Markı (DM)'nin egemen gücüne sahip değildir. Dolayısıyla, bağımsız bir parası olmaması nedeniyle Almanya rejim-belirleyici değil, rejimi veri alan bir

konumdadır (Hancke, 2013). Almanya dışındaki enflasyon oranları yükseldiğinde EMU sistemi 2000'li yıllar boyunca önemli olumsuz etkiler yaratmıştır. ECB'nin % 2'lik enflasyon hedefi bütün avro bölgesi için geçerli bileşik ağırlıklı enflasyon oranıdır. Dolayısıyla, bazı üye ülkelerde bu hedefin üzerindeki bir enflasyon artışı (hızlı ekonomik büyüme sonucu), zorunlu olarak diğer üye ülkelerin paralel biçimde benzer oranda deflasyona gitmelerini gerektirir (EMU-düzeyinde enflasyon hedefine ulaşılabilmesi için) (Hancke, 2013). Bunu sağlayan mekanizma ise reel faiz oranlarındaki değişimlerdir: ECB'nin belirlediği tek (nominal) faiz oranı nedeniyle düşük enflasyonlu ülkelerde yüksek reel faiz oranları oluşur ve dolayısıyla bu ekonomilerde deflasyon meydana gelir (Allsopp, 2002).

EMU içinde Almanya çapa ülke olduğu için deflate olmaya zorlanacak bir ülke konumundadır. Diğer ülkelerde enflasyonist eğilimler belirdiğinde, EMU'nun yapısı gereği Almanya çok düşük enflasyonu muhafaza etmek zorundadır (Hancke & Soskice, 2003). Dolayısıyla, avro bölgesi artan biçimde iki çok farklı ve ıraksayan (diverging) sisteme (ülke grubuna) sahiptir: birincisi sistematik olarak deflasyona eğilimli olan ülkeler grubu (Almanya ve merkez ülkeler) diğeri ise sistematik olarak enflasyona eğilimli ülkeler grubu (Güney Avrupa ülkeleri) (Hancke & Soskice, 2003).

OPA Teorisi ve Yeni Keynesyen Makroiktisat Teorisi

Obstfeld & Rogoff (1995)'un önemli öncü çalışmasından sonra Yeni Açık Ekonomi Makroiktisadı (New Open Economy Macroeconomics) (NOEM) olarak adlandırılan geniş literatür döviz kuru rejiminin optimal seçimi, kapalı ve açık ekonomilerde optimal para politikası ve uluslararası parasal işbirliğinin sonuçları gibi konularda teorik katkılar getirmektedir. NOEM modelleri hanehalklarının beklenen faydayı ve firmaların beklenen karları maksimize ettiği mikro-temelli modellerdir ve ayrıca para otoritesi temsili hanehalkının faydası ile ölçülen ulusal refahı maksimize etmeye çalışmaktadır.

NOEM modellerinin elde ettiği temel bulgular genellikle geleneksel Mundell-Fleming modelinin sonuçlarına benzerdir: esnek döviz kuru sistemlerinin refah artırıcı etkileri döviz kuru hareketini sınırlayan rejimlere göre daha yüksektir (Obstfeld & Rogoff (2002), Canzoneri vd. (2005)). Ayrıca, NOEM çalışmaları genellikle uluslararası politika eşgüdümünden sağlanan kazançların oldukça düşük olduğunu ve bağımsız ulusal para politikasını terk etmenin önemli getirileri olmadığını ileri sürmektedirler (Obstfeld & Rogoff,

2002). Dolayısıyla, temel NOEM çalışmalarının Avrupa'nın parasal entegrasyonu için herhangi bir teorik destek sunmadıkları söylenebilir.

Diğer yandan, önde gelen Yeni Keynesyen iktisatçılardan Stiglitz (2012) EMU'nun değişen koşullara tepki verecek yeterli esnekliğe sahip olmadığını, neoklasik modelin sınırlılıklarından kurtulamadığını vurgulamakta ve dolayısıyla piyasa başarısızlıklarının ancak kamu müdahalesi ile düzeltilebileceğini ileri sürmektedir.

3. Ödemeler Bilançosu Dengesizliklerinin Bir Sonucu Olarak EMU Krizi

Avro bölgesinin krizden en çok etkilenen ülkeleri (GIPSI) krizden önceki dönemde büyük ve artan oranlarda cari işlemler açıkları vermişlerdir. Dolayısıyla, bazı yazarlar avro krizini bir ödemeler dengesi krizi olarak tanımlamışlardır (Giavazzi & Spaventa (2011), Sinn (2012)). Avro krizine kadar üye ülkelerin ödemeler bilançosu durumları akademik (teorik) bakımdan ve politika düzeyinde önemli bir tartışma ve ilgi alanı olmamıştır. EMU üyelerinin dış denge durumları ne Maastricht yakınsama kriterlerinde ne de Avrupa Komisyonu'nun bireysel üyelerin performanslarına ilişkin değerlendirmelerinde yer almamıştır.

Parasal entegrasyona ilişkin literatürde bu yaklaşımı destekleyen görüşler ileri sürülmüştür. Ingram (1962)'a göre, parasal entegrasyonda üye ülkelerin ödemeler bilançosunun açık veya fazla vermesi gibi geleneksel kavramlar geçerli olmayabilir. Ortak para sayesinde, hiçbir ülke spekülasyon saldırılarına uğramayacaktır: üye ülkeler arasındaki ödemeler dengesizlikleri para otoritesinin müdahalesine gerek kalmaksızın kısa dönemde finansal piyasalar tarafından finanse edilebilir. Üye ülkelerin yapılarındaki büyük çeşitlilik dolayısıyla, belirli ülkeler birlik finansal piyasalarında kronik borçlu konumunda olabilirler.

Modern büyüme teorisi ülkelerin yapısal çeşitliliği üzerinde durmakta ve fiili ve potansiyel çıktı düzeyleri arasındaki mesafeye bağlı olarak belirli bir hızda yakınsamanın gerçekleşeceğini öngörmektedir. Daha hızlı üretkenlik büyümesi nedeniyle yakınsayan ülkelere akan sermaye, daha yüksek çıktı düzeylerine ulaşma sürecinde oluşan cari işlemler açıklarını finanse eder. Parasal birlik finansal entegrasyonu arttırarak ve yabancı sermayenin maliyetini düşürerek (döviz kuru priminin ortadan kalkması nedeniyle) bu yakınsama sürecini kolaylaştırır (Giavazzi & Spaventa, 2011).

Avro bölgesinin kurulduğu dönemde geçerli olan görüş, üye ülkeler arasındaki cari işlemler açığı dengesizliklerinin parasal birlik için önemli bir endişe kaynağı olmaması gerektiği biçimindeydi. Blanchard & Giavazzi (2002) dönemlerarası bir model aracılığıyla

parasal birlik içindeki yakınsayan ölkeler için dış borçlanmanın optimal olduğunu göstermektedirler: dış borçlanma düzeyi daha yüksek ve dolayısıyla tasarruflar daha düşük veya yatırım daha yüksek olacaktır. Parasal birliğin başlangıçta daha düşük kişi başına gelire sahip çevre ölkeleri için optimal dış borçlanma düzeyi ve dolayısıyla tasarruflar üzerindeki yatırım fazlası artmıştır: kalıcı cari işlemler açıkları bu nedenle yakalama (catching-up) sürecinin doğal bir sonucudur.

GIPSI ölkelerinin üçü (İspanya, İrlanda ve Yunanistan) bu modele büyük ölçüde uymaktadır. Bu ölkeler 2001-2008 döneminde göreceli olarak daha yüksek büyüme oranlarına (ve avro bölgesinin üzerinde potansiyel büyüme oranlarına) sahipti. Ayrıca, bu ölkeler sermaye piyasalarının kronik borçlularıdır. Avrupa Komisyonu'nun 2008 yılı raporu EMU yıllarını tipik bir yakınsama süreci olarak tanımlamakta ve parasal birliğin bu sürece finansal piyasaların entegrasyonu, döviz kurunu riskinin ortadan kaldırılması ve daha yüksek büyümenin neden olduğu cari işlemler açıklarının düzgün finansmanını sağlayarak önemli katkılarda bulunduğunu ifade etmektedir.

Buna karşın, uluslararası finansal entegrasyon, kredi kısıtlarındaki ve reel faiz oranlarındaki azalma ve aşırı-iyimser yakınsama beklentileri iç fiyatlarda ve birim işgücü maliyetlerinde artışlara neden olabilir. Bu artışlar yakınsayan ölkelerin parasal entegrasyondan kaynaklanan üretkenlik kazançlarını ve açık ekonomi bütçe kısıtlarını olumsuz etkileyebilir (Chen vd., 2012). Dolayısıyla, 'aşırı iyimserlik' ve borçlanan ölkelerdeki ücret/fiyat katılıkları iç talepte güçlü bir büyüme yaratarak, iç fiyatların ve işgücü maliyetlerinin avro bölgesindeki merkez ölkelere oranla daha hızlı yükselmesine yol açabilir. Bu durumda, avro bölgesi içinde yakınsayan ölkelerin merkez ölkelere oranla göreceli olarak rekabetçi güçlerini kaybettikleri bir "rekabet problemi" ortaya çıkacaktır (Chen vd., 2012). EMU'nun kurulmasından sonraki süreçte GIPSI ölkelerinin fiyat ve birim işgücü maliyeti artışları Almanya ve diğer 'Kuzey' avro bölgesi ölkelerine oranla çok daha yüksek olmuştur (Berger & Nitsch, 2010). Dolayısıyla, GIPSI ölkelerinin göreceli rekabet gücünün zayıflaması parasal entegrasyon içindeki cari işlemler dengesizliklerinin önemli bir nedeni olmuştur.

Diğer yandan, Ingram (1973) bir parasal birlik içindeki cari işlemler ve dış borç dengesizliklerinin ihmal edilebilmesi için dış borçlanma gelirlerinin 'üretken' amaçlar için kullanılması gerektiğini belirtmektedir. Dolayısıyla, dış borçlardaki bir artışa eğer ulusal servette aynı oranda bir artış eşlik ediyorsa, ülkenin dış borçları sürdürülebilir durumdadır. Yakınsayan ölkelerin dış borçlarının üretken ve üretken olmayan amaçlar biçiminde ayrılması

EMU bağlamında fazla dikkate alınmamıştır (Giavazzi & Spaventa, 2011). Ulusal servetin ve dış borçların aynı oranda büyümesi zorunluluğu, borçlanan ülkenin dönemlerarası ödeme kapasitesi (bütçe) kısıtını sağlaması anlamına gelir. Bu kısıta göre, bugünün toplam borçları (cari işlemler açıkları), gelecek dönemlerin iskonto edilmiş cari işlemler fazlaları toplamına eşit olmalıdır. Bu koşul ancak dış borçlar ülkenin ihraç mallarının üretken kapasitesini arttırmak için kullanılırsa sağlanabilir. Buna karşın, yakınsama modelleri (Örneğin; Blanchard & Giavazzi, 2002) bu önemli noktayı genellikle ihmal etmişler ve ülkenin sadece dış ticarete konu mallar ürettiğini varsaymışlardır.

Eğer dış ticarete konu olmayan mallar üretimi için de yatırım yapılabileceği varsayılırsa, dönemlerarası bütçe kısıtı daha katı olacak ve cari işlemler açıkları sorununun önemi artacaktır. Bunun temel nedeni basittir: eğer bir ülke çoğunlukla dış ticarete konu olmayan malların üretimini finanse etmek için borçlanıyorsa, eninde sonunda dönemler arası bütçe kısıtını ihlal edecektir çünkü bu kısıtı sağlamak için gerekli ihracat fazlasını yaratamayacaktır (Fagan & Gaspar, 2008). EMU birliğin çevre ülkelerinde büyük bir kredi genişlemesi için uygun ortamı yaratmıştır. Bu yakınsama modelinin öngördüğü bir durumdur. Buna karşın, GIPS ülkelerindeki büyüme kalıbı yakınsama modeli ile çelişmektedir (Giavazzi & Spaventa, 2011).

İrlanda ve İspanya’da inşaat (konut) sektörünün ekonomi içinde artan ağırlığı üretkenlik artışlarını sınırlamıştır çünkü inşaat sektörü üretkenliği geliştiren yeniliklere fazla açık değildir ve daha önemlisi inşaat sektörünün çıktısı büyük oranda dış ticarete konu değildir. Her iki ülkede de dönemlerarası bütçe kısıtı ile çelişen biçimde yabancı sermaye dış ticarete konu olmayan malların üretimine yönelmiştir. Bu açıdan bakıldığında, bu iki ülkenin cari işlemler açıkları yakınsama modeli bakımından bile ‘sürdürülemez’ duruma gelmiştir (Giavazzi & Spaventa, 2011). Yunanistan ve Portekiz’in durumları ise dış ticarete konu olmayan malların aşırı üretiminden kaynaklanmamaktadır. Kriz öncesi dönemde Yunanistan avro bölgesi ortalamasına oranla çok daha yüksek düzeyde tüketim ve kamu açıklarına sahipti ve tasarruf oranı oldukça düşüktü. Kamu borç krizine kadar olan süreçte yabancı sermaye Yunanistan’ın fazla tüketimini finanse etmiştir. Portekiz’de ise tüketim harcamaları yüksek ve özel tasarruflar düşüktü. Buna karşın, EMU döneminde Yunanistan’dan farklı olarak, Portekiz ekonomisi durgunluk yaşamış ve kişi başına GSYİH’sı Avrupa ortalaması ile karşılaştırıldığında görece olarak artış göstermemiştir. EMU’nun Güney ülkelerinin (GIPSI) ortalama cari işlemler açığı 2001-2009 döneminde GSYİH’nın % 6,5’i iken, aynı dönemde

Kuzey'in (Almanya, Avusturya, Finlandiya ve Hollanda) ortalama cari işlemler fazlası % 4,1 olmuştur (bakınız Tablo 2).

Tablo 2. EMU'nun Çevre ve Merkez Ülkelerinin Cari İşlemler Bilançoları (GSYİH'nın Yüzdesi)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Merkez Ortalaması	0,9	2,6	2,7	3,6	3,2	3,9	3,6	2,5	2,5	3,0
Çevre Ortalaması	-4,4	-3,9	-3,6	-4,2	-6,1	-7,4	-8,5	-9,2	-6,4	-5,6
	2011	2012	2013							
Merkez Ortalaması	2,74	2,77	3,40							
Çevre Ortalaması	-4,42	-0,36	1,93							

Kaynak: Eurostat, World Bank ve OECD-Stat.Extracts. Merkez ülkeler: Avusturya, Belçika, Fransa, Almanya ve Hollanda. Çevre ülkeler: GİPSI.

Dolayısıyla, avro krizinin temellerine ilişkin ortaya çıkan bazı bulgular şunlardır: (i) avro krizinin gösterdiği gibi, bazı çevre EMU ülkelerinin son on yılda izlediği iç talebe dayalı ve dış borçlanma ile finanse edilen büyüme kalıbı sürdürülemez (Giavazzi & Spaventa, 2011), (ii) kamu borçları karşılıklı olarak garanti altına alınmamışsa, bağımsız devletlerden oluşan parasal birliklerde cari işlemler açıkları önemlidir (Gibson vd., 2013), (iii) EMU üyesi ülkelerin sorunlu dönemlerinde ulusal Hazineyi destekleyecek kendi merkez bankaları yoktur. Bu bakımdan, bir EMU üyesi ülkenin borcu avro cinsinden olmasına karşın dış borca benzer niteliktedir.

Diğer yandan, “Walters eleştirisine” göre, parasal entegrasyon projesi yapısal olarak hatalıdır çünkü ortak para politikası üye ülkelerde devresel hareketlerin çeşitliliğine çözüm bulma kapasitesinden yoksundur: yani, ortak para politikası bazı ülkelere uyabilir fakat tüm ülkelere uymaz (Mongelli & Wyplosz, 2008). Parasal birlik içinde birleşik tahvil piyasası içinde ülkeler arası nominal faiz oranları eşitlenir. Dolayısıyla, enflasyon yüksek olduğu zaman reel faiz oranları düşük olacaktır. Walters eleştirisine göre, ortak para politikasının etkileri yüksek enflasyon oranlarına sahip ülkelerde daha genişletici ve düşük enflasyonlu ülkelerde daha daraltıcı olacaktır. Sonuçta, enflasyonun başlangıçta yüksek olduğu ülkede enflasyon yükselecek ve başlangıçta düşük olduğu ülkede düşecek ve büyüyen bir dengesizlik oluşacaktır.

Buna karşın, sabit döviz kuru durumunda yüksek enflasyon reel döviz kurunun düşmesi (ulusal paranın reel olarak değer kazanması) anlamına gelir ve dolayısıyla ülkenin rekabet gücü azalır ve talep düşer. Dolayısıyla, düşük reel faiz oranlarının genişletici etkisinin reel döviz kurundaki düşmenin yarattığı daraltıcı etki tarafından telafi edilmesi mümkündür. Hangi etkinin ağır bastığı ve Walters eleştirisinin öngördüğü gibi sürecin yapısal olarak istikrarlı olup olmadığı ise ampirik bir konudur (Mongelli & Wyplosz, 2008).

4. Parasal Entegrasyon İçinde Mali Disiplinsizlik, Mali Kırılganlık ve EMU Krizi

Bazı iktisatçılar avro bölgesi borç krizinin önemli nedenlerinden birinin parasal entegrasyon içindeki mali disiplinsizlik olduğunu ileri sürmüşlerdir (Wyplosz (2013), Chinn (2012)). Avro bölgesinin Güney'i mali bakımdan sorumlu davranmadığı ve işgücü ve hizmetler piyasalarının liberalizasyonu gibi gerekli arz yönlü politikaları uygulamadığı için eleştirilmiştir. Bu yorum AB yönetiminde genel kabul görmüş ve Güney ülkelerinin bütçe açıklarını kısmayı ve kamu borç oranlarını düşürmeyi amaçlayan mali sıkılaştırma (austerity) programlarının uygulanmasına neden olmuştur. Diğer bazı iktisatçılar ise EMU'nun kırılgan mali yapısının onu krizlere açık duruma getirdiğini ileri sürmüşlerdir (Alessandrini vd. (2014), De Grauwe (2011)).

EMU içinde maliye politikasının nasıl düzenleneceği başlangıçtan itibaren tartışmalı bir konu olmuştur. Para politikası bağımsızlıklarını kaybeden avro bölgesi ülkeleri talep yönetimi için maliye politikasına başvurabilirdi (Mongelli & Wyplosz, 2008). Maastricht Anlaşması mali disiplini ortak bir sorun alanı olarak görmüş ve parasal birliğe giriş koşulu olarak iki temel mali kriter getirmiştir (bütçe açığının GSYİH'nın % 3'ünü ve kamu borçlarının GSYİH'nın % 60'ını aşmaması). Ayrıca, parasal birlik içinde mali disiplini sağlamak amacıyla kurala dayalı bir mali çerçeve olan 'İstikrar ve Büyüme Paketi' (Growth and Stability Pact (SGP)) benimsenmiştir. SGP ülkelerin mali otonomi gereksinimlerini dengelemeyi, ortak mali disiplini sağlamayı ve maliye politikası işbirliğini geliştirmeyi amaçlıyordu (Mongelli, 2005). Ayrıca, SGP üye ülkelerin parasal birliğe katıldıktan sonra mali disiplinlerinin azalmasını engellemekte bir araç olarak düşünülebilir (Mongelli & Wyplosz, 2008).

Buna karşın, çok sayıda ülkenin kamu borçları eşik oranını aşmasına karşın parasal birliğe katılmalarına izin verilmiş (Yunanistan, İtalya ve Belçika) ve bazı ülkelerin mali açıkları belirlenen sınırları aşmasına (Fransa ve Almanya) karşın herhangi bir yaptırım

uygulanmamıştır. SGP'nin 2005 yılındaki reformu ile yaptırım uygulanmasını gerektiren aşırı açıklara ilişkin koşullar daha da gevşetilmiştir. Buna karşın, 2012 yılında imzalanan Avrupa Mali Sözleşmesi (European Fiscal Compact) SGP'nin daha katı bir versiyonudur.

Chinn (2012)'e göre, EMU'nun zayıf yönlerinden birisi, yatırımcıların parasal birliğin yaratılmasını üye ülkelerin kamu borçlarının örtük bir garantisi olarak yorumlamasıdır. Üye ülkelerin kamu borçlarına ilişkin hiçbir resmi garanti verilmemiş olmasına karşın, bu örtük garanti algısı nominal faiz oranlarını aşağı çekmiş ve özel sektör ile kamu otoritelerini riskleri yeterince dikkate almadan aşırı borçlanmaya yönlendirmiştir. Başka bir anlatımla, örtük garanti algısı riskin daha düşük bir seviyede fiyatlanmasına neden olmuştur (Chinn, 2012). Sonuçta, özellikle Güney Avrupa ülkeleri doğal olmayan çok düşük faiz oranlarından borçlanmışlar ve yüksek bir borç yüküne sahip olmuşlardır. Küresel ekonomik krizin (2008-2009) etkisiyle bu ülkelerin kamu harcamaları da artmış ve mali açıkları daha da büyümüştür. Buna karşın, Chinn (2012) mali disiplinsizliğin krizin tek nedeni olamayacağını çünkü İrlanda'nın avro krizinden önceki dönemde bütçe fazlaları verdiğini ve İspanya'nın benzer biçimde konut piyasası krizine kadar bütçe fazlaları verdiğini vurgulamaktadır.

Bağımsız bir ülkede bölgeler arası dengesizlikler parasal birliğin istikrarı için bir sorun yaratmaz (Alessandrini vd., 2014). Buna karşın, avro bölgesinde bu dengesizlikler sorun yaratır. Bunun iki temel nedeni vardır. Birincisi, parasal birliğin geçici ve ülkelere özgü şokları emebilecek önemli bir merkezi bütçeye (başka bir ifade ile 'mali birliğe') gereksinimi vardır (Kenen, 1969). Parasal birlik içinde ortak para politikasının makro şoklara istikrar kazandırabilmesi için şokların birlik içindeki bütün ülkeleri eşit biçimde etkilemesi gerekir. Ülkelere özgü şoklara ilişkin reel döviz kuru ayarlamaları fiyatlar ve ücretlerdeki değişimler aracılığıyla işlemelidir. Fiyatların ve ücretlerin yavaş hareketi uyum sürecini ağırlaştırır ve mal ve işgücü piyasalarında aşırı uzun dengesizliklere neden olur. Dolayısıyla, üretim ve istihdam hareketlerindeki bölgesel farklılıkları dengeleme rolü maliye politikasına düşer (Fratanni & Von Hagen, 1992). Yetersiz merkezi mali araçlar parasal birliği uzun süren bölgesel iktisadi farklılıklara açık bırakır ve sonuç olarak birliğin sağlıklı işlemlerini engeller. Ulusal dengesizliklerin avro bölgesi için sorun yaratmasının diğer bir nedeni ise parasal birliğin bireysel üyelerine karşı spekülative saldırıların olabilme olasılığıdır (Garber, 1999). Buna karşın, bağımsız bir ülkenin bölgelerine karşı spekülative saldırı söz konusu olamaz.

Ampirik çalışmalar zayıf mali konumdaki ülkelerin küresel riskteki değişimlere daha açık olduğunu göstermektedir (Favero & Missale, 2012). Buna karşın, yüksek açığa sahip ve

yüksek oranda borçlu Japonya, ABD ve İngiltere'nin neden küresel risk değişmelerinden avro bölgesinin Güney ülkeleri kadar etkilenmedikleri sorusu sorulabilir. Avro bölgesi krizi EMU'nun yapısının kırılganlığını ortaya çıkarmıştır. EMU'nun yapısı dış açıkları bulunan Güney'in mali dengeleme mekanizmalarından yararlanmasına izin vermezken, mali birliklerde ve ulusal devletlerde kamu fonları ortalamanın üstünde gelire sahip bölgelerden ortalama altı bölgeye aktarılabilmektedir. Ayrıca, ulusal devletlerin merkez bankaları son ödünç verme organı olarak çalışabilmektedir. Dolayısıyla, avro bölgesi iki önemli güvenlik mekanizmasından yoksundur: bir mali transfer birliği ve ulusal merkez bankalarının avro bölgesi içindeki ödemelerini gerçekleştirmeleri için sınırsız biçimde krediye ulaşabilmeleri olanağı (Alessandrini vd., 2014).

Alessandrini vd. (2012)'ye göre avro bölgesi dış borç krizi yalnızca Güney ülkelerinin mali sorumsuzluklarından kaynaklanmamış, parasal birlik içindeki dış dengesizlikler daha önemli bir rol oynamıştır. Wyplosz (2013) ise avro bölgesi krizinin önemli bir nedeninin mali disiplin eksikliği olduğunu kabul etmekte ancak mali disiplin eksikliği tanımını yeterli bankacılık denetimini de içerecek biçimde genişletmektedir. Parasal birlik içinde hükümetler sorunlu bankaları kurtarmak için gerekli fonları sağlamak amacıyla borçlanmak zorunda kalmaktadırlar. Wyplosz (2013)'e göre SGP iyi işlememektedir çünkü SGP'nin merkezi yapısı mali sorunlarda egemenlik ilkesi ile çelişmektedir. Bu görüşe göre, Avrupa yanlış bir kolektif disiplin modelini benimsemiştir çünkü yerinden yönetim modeli avro bölgesine daha iyi uymaktadır (Wyplosz, 2013). Ayrıca, Wyplosz (2013)'e göre, ECB'nin son ödünç verme organı olarak işleyebilmesi için tam bir 'bankacılık birliğinin' kurulması gerekmektedir. Diğer yandan, De Grauwe (2011)'ye göre, parasal birliğe katılan ülkeler üzerinde tam kontrole sahip oldukları bir para cinsinden borçlanma kapasitelerini kaybetmektedirler. Bu nedenle, yatırımcıların güveninin kaybolması kendi kendini besleyen bir süreçte ülkeyi iflasa sürükleyebilir³. De Grauwe (2011) parasal birliğin bu sistemik

³ Parasal birliğe üye ülkeler karşı-devresel bütçe politikaları uygulama yeteneklerini büyük oranda kaybederler. Bir durgunluk (resesyon) döneminde bütçe açıkları artar ve bu yatırımcıların parasal birlik içindeki bir ülkenin borçlarını ödeme kapasitesi konusundaki güvenlerini azaltabilir. Bu durumda, faiz oranı artarak durgunluğun daha da büyümesine neden olur ve daha yüksek bütçe açıkları ortaya çıkar (De Grauwe, 2011). Sonuçta, parasal birlik içindeki ülkeler deflasyon, yüksek faiz oranları, yüksek bütçe açıkları ve bir bankacılık krizi ile tanımlanan olumsuz bir denge durumuna sürüklenirler.

özelliklerinin avro bölgesinin 'yeni' iktisadi tasarımı yeterince ele alınmadığını vurgulamaktadır⁴.

5. EMU Krizi ve Post-Keynesyen Teori'nin Eleştirileri

5.1. Avrupa'nın Neo-Liberal Entegrasyonu ve EMU Krizi

Post-Keynesyen makroiktisat yaklaşımına göre, avro bölgesi krizinin iki temel unsuru EMU'nun hatalı kurumsal tasarımı ve uygulanan neo-liberal iktisat politikalarıdır (Palley (2013), Arestis & Sawyer (2011), Stockhammer (2013), Hein vd. (2011), Hein (2012)). Avrupa'nın iktisat politikası iki alt bölüme ayrılabilir: Avrupa-düzeyinde neo-liberal işgücü ve makroiktisadi politika stratejisi ve Almanya'nın neo-merkantilist iktisat politikası (Palley, 2013). Almanya'nın neo-merkantilist stratejisi ücretlerin baskılanmasına dayalı bir ihracata-yönelik büyüme politikasıdır.

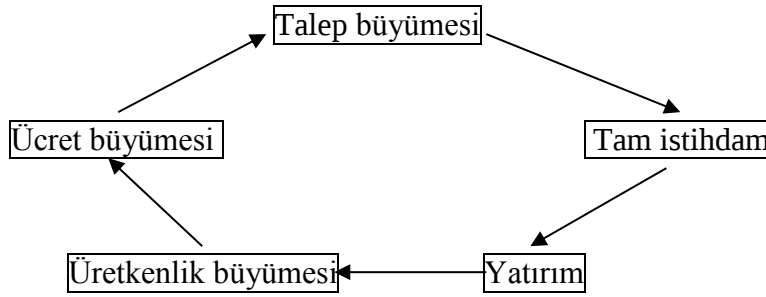
Krizin Temel Nedenlerinden Biri: Avrupa'da Neo-liberal Politikalara Dönüş

İkinci Dünya savaşı sonrası uygulanan Keynesyen büyüme modeli tam istihdama ve reel ücret artışının üretkenlik büyümesine bağlanmasına dayanmaktadır (bakınız şekil 2). Üretkenlik büyümesi reel ücretleri arttırmakta ve dolayısıyla talebin genişlemesi yoluyla tam istihdama ulaşılmaktadır. Bu yatırımları özendirmekte ve üretkenlik büyümesini daha da arttırarak, ücretleri daha yüksek düzeylere çekmektedir (Palley, 2013). 1980 yılından sonra Avrupa'da (ve küresel düzeyde) Keynesyen modelin yerini neoliberal büyüme modeli almıştır. Bu yeni modelde başlıca değişimler şunlardır: (i) tam istihdam hedefine bağlılık yerine çok düşük enflasyon hedefine bağlılığın benimsenmesi, (ii) ücretler ve üretkenlik büyümesi arasındaki bağın koparılması. Bu değişimler yeni bir iktisadi dinamik yaratmıştır. 1980'den önce (Keynesyen dönemde) ücretler talep büyümesinin temel sürükleyicisi iken,

⁴ De Grauwe (2011)'ye göre, parasal birliğin bu sistemik özellikleri avro bölgesinin 'yeni' iktisadi tasarımı yeterince ele alınmamıştır. Yeni tasarıma göre, bir ülke bütçe açıkları ve artan borçlar ile karşılaştığında, yüksek faizler ve sert mali sıkılaştırma programları ile cezalandırılması gerekir. Dolayısıyla, mali disiplinin sağlanması için cezalandırmaya çok fazla önem verilmiş, buna karşılık finansal yardım konusu yeterince vurgulanmamıştır. Üye ülkeleri finansal piyasaların kaprislerinden koruyacak ve bir borç krizine sürüklenmelerini engelleyecek bir araç ise ortak kamu tahvillerinin çıkarılmasıdır. Mali disiplini sağlamak amacıyla cezalar üzerinde odaklanılması, parasal birlik için bu tip 'kolektif savunma' araçlarının reddedilmesine yol açmıştır.

1980'den sonra (Neo-liberal dönem) finans ve borçlanma (kredilerin artışı ve emlak köpükleri) gelir ve talep yaratma sürecinin temelini oluşturmuştur. Neo-liberal düşünceye dayanan yeni ekonomik modelin başlıca etkileri şunlar olmuştur: (i) çalışanların (işgücünün) konumunu zayıflatmak, (ii) sermayenin konumunu güçlendirmek ve (iii) finansal piyasaları serbestleştirerek sermaye'nin hizmetine sunmak (Palley, 2013).

Şekil 2. Yapısal Keynesyen Büyüme Döngüsü



Kaynak: Palley (2013).

Bu yeni iktisadi modelde küreselleşme, işgücünü serbest ticaret anlaşmaları ve sermaye hareketliliği ile desteklenen küresel üretim ağları içinde uluslararası rekabete zorlamaktadır. Neo-liberal düşüncenin ileri sürdüğü devletin küçültülmesi savı ile piyasaların denetimsizleştirilmesi hedeflenmektedir. İşgücü piyasasının esnekliği kavramı ile şunlar amaçlanmaktadır: sendikaların zayıflatılmasına ek olarak asgari ücret, işsizlik ödemeleri, istihdamın korunması önlemleri ve çalışanların hakları gibi işgücü lehine politikaların sınırlandırılması (bakınız Tablo 3). Politika otoriteleri tam istihdam hedefinden vazgeçmişler, enflasyon hedeflemesi bir para politikası stratejisi olarak büyük önem kazanmış ve finansal çıkarlar tarafından kontrol edilen bağımsız merkez bankaları oluşmuştur (Palley, 2013).

Tablo 3. Neo-liberal ve Post-Keynesyen Politikalar

<i>Neo-liberal</i>	<i>Post-Keynesyen</i>
Tam istihdam hedefinin terk edilmesi	Tam istihdam
Küreselleşme	Yönetilen küreselleşme
Küçük devlet	Güçlü sosyal devlet
İşgücü piyasası esnekliği	İşgücü lehine politikalar

Kaynak: Palley (2013).

Özellikle 1980'lerin ortalarından itibaren gelişmiş ekonomilerde iktisadi devresel hareketlerin oynaklığı azalmış ve makroiktisadi değişkenler istikrar kazanmıştır (Büyük Moderasyon (Ilımlılık)) (Stock ve Watson, 2002). Bununla birlikte, büyük moderasyon dönemdeki istikrarlı iktisadi büyüme daha büyük finansal riskler almayı özendirerek, finansal istikrarsızlığı arttırmış ve bir spekülasyon köpüğü ekonomisi yaratmıştır. Avrupa'da büyüyen yapısal talep açığını ve işsizliği kısmen azaltabilmekte 1990'larda meydana gelen üç gelişme önemli rol oynamıştır (Palley, 2013). Bunlardan birincisi 1990'da iki Almanya'nın birleşmesi, ikincisi 1990'larda faiz oranlarındaki genel düşüş eğilimi ve üçüncüsü ise avro bölgesinin kurulmasıdır. İki Almanya'nın birleşmesi bütün Avrupa ülkelerinin yararlandığı büyük bir mali genişleme yaratırken, faiz oranlarının düşmesi iktisadi büyümeyi arttırmıştır. EMU'nun kurulması da Avro bölgesinde uzun-dönem faiz oranlarının yakınsamasını sağlamıştır⁵. Avro bölgesinin çevre ülkeleri ile merkez ülkelerinin faiz oranlarının yakınsamasının önemli bir sonucu çevre ülkelerde büyük bir emlak ve inşaat genişlemesi yaratmasıdır (Palley, 2013).

Neo-liberal politikaların uygulanması sonucu gelir dağılımı bozulmuş, talep yaratma süreci potansiyel çıktıya oranla zayıfladığı için gittikçe büyüyen 'yapısal bir talep açığı' ortaya çıkmıştır (Palley, 2013). Zayıflayan talep yaratma süreci istihdam büyüme oranını azaltmış ve işsizlik oranında yukarı doğru büyük bir sıçramaya neden olmuştur. Tablo 4 Avrupa'da neo-liberalizm'e dönüşün negatif etkilerini açık ve kesin biçimde özetlemektedir.

Tablo 4. Avrupa'da Ücret Payları (GSYİH'nın Yüzdesi) ve İşsizlik Oranları

	EU-15	Fransa	Almanya	İtalya	İspanya	İngiltere	ABD
Ücret Payı Değişimi (1981-2010)	-7,5	-9,4	-7,0	-10,2	-11,9	-2,2	-6,3
İşsizlik Oranı (%) 1960-70	2,2	1,8	0,6	4,9	2,4	1,7	4,8
İşsizlik Oranı (%) 2001-2010	8,0	8,9	8,8	7,8	11,9	5,6	6,1

Kaynak: European Commission, ECFIN, Statistical Annex, Autumn 2011. Karşılaştırma amacıyla ABD verileri de tabloya dahil edilmiştir.

⁵ Doğu ve Batı Almanya'nın birleşmesi özellikle başlangıçta Almanya içinde (doğu bölgesinde) önemli bir işsizlik yaratmasına karşın, yoğun kamu yatırımlarının talep genişletici etkisinden zaman içinde Almanya ve bütün Avrupa ülkeleri yararlanmıştır. Doğu Almanya'daki yüksek işsizliğin temel nedenleri ise üretim maliyetlerinin eskimiş teknoloji nedeniyle çok yüksek olması ve Doğu Alman (GDR) markının DM'ye dönüşüm oranının bu maliyetleri yüksek tutmasıdır.

Neo-liberal İdeoloji'nin EMU'nun yapısına ve Avro Krizinin Oluşumuna Etkileri

Avrupa entegrasyonu ve AB politikaları büyük ölçüde neo-liberalizm'den etkilenmiştir. Tek Avrupa Yasası'nın serbest ticaret anlaşmaları, rekabet politikası ve hizmetler yönergesi neo-liberal ideolojinin etkilerini yansıtmaktadır (Stockhammer, 2013). Maastricht anlaşması ve SGP anti-enflasyonist stratejiye verilen öncelik ile maliye politikasının sınırlandırılmasını birleştirmektedir. Avrupa'da finansal piyasalar hem AB düzeyinde ve hem de uluslararası düzeyde liberalleştirilmiştir. Dolayısıyla, AB kredi büyümesini ve kredi tahsisini kontrol edebilmesine olanak verecek araçlardan vazgeçmiştir (Stockhammer, 2013). İşgücü piyasalarının esnek olması istenmekte ve Avrupa Komisyonu (EC) ve ECB 'aşağı doğru' ücret esnekliğini iktisadi dengesizlikleri gidermenin bir aracı olarak görmektedir (Stockhammer, 2013). 'Lisbon Stratejisi' işgücü, mallar ve finansal piyasalara ilişkin düzenlemelerin bütün üye ülkelerde azaltılmasını öngörmektedir (Hein vd., 2011). Bu işgücü-karşıtı yanlılığın EMU'nun iktisadi politika rejimi içinde belirli bir iktisadi mantığı bulunmaktadır: maliye politikası sınırlandırılmış, döviz kuru politikası ortadan kaldırılmış ve para politikası merkezleştirilmiş olduğundan, standart iktisat politikası araçlarının hemen hepsi kullanılamaz duruma gelmiştir. Dolayısıyla, avro bölgesinde uyumu işgücü piyasası ve ücret politikası gerçekleştirmek zorundadır (Stockhammer, 2013).

AB politikaları neo-liberalizme dayanmaktadır: piyasa sisteminin etkinliğine yönelik güçlü inanç, kamu aktivitesine yönelik güvensizlik ve işgücü-karşıtı yanlılık. Bu politikalar Keynesyen iktisatçılar tarafından sert biçimde eleştirilmiştir (Stockhammer (2013), Hein (2012), Hein vd. (2011)). Birincisi, uyum mekanizması olarak işgücü piyasası esnekliğine dayanılması tam istihdamı sağlamayacaktır. Keynes (1937) kriz döneminde ücret esnekliğinin krizi daha da derinleştireceğini vurgulamıştır: ücret indirimleri tüketim talebinin azalmasına ve deflasyona neden olacak ve borcun reel değeri arttığından borçlu ekonomide talebi daha da daraltacaktır. İkincisi, EMU politika rejimi deflasyonist bir yanlılık yaratmaktadır. EMU içindeki dış dengesizlikler durumunda, uyum yükü gerçekte dış açık veren ülkelerin üzerinde olacaktır (Stockhammer, 2013). Dış fazla veren ülkelerin uyumu enflasyonist ve büyümeye-yönelik olurken, dış açık veren ülkelerin uyumu deflasyonist olacaktır. Dış açık veren ülkeler ithalatı azaltmak için talebi kısmak ve uluslararası rekabet güçlerini arttırmak için ücretleri ve fiyatları düşürmek zorundadırlar. Bir uyum değişkeni olarak yalnızca ücretlere dayanmak ücretler üzerinde aşağı doğru baskı yaratacak ve talebi daraltarak uzun dönemli işsizliğe neden olacaktır (Stockhammer, 2013).

Avrupa ve ABD neo-liberal modele bağlı kalmışlar ve yapısal talep açığını borçlanma, varlık fiyatları enflasyonu (zellikle emlak) ve nominal faiz oranındaki dışmelerle kapatmışlardır (Palley, 2013). Buna karşın, avro bölgesinin küresel ekonomik krizin (2008) yarattığı durgunluktan daha büyük oranda etkilenmesinin nedeni EMU'nun daha zayıf bir kurumsal yapıya sahip olmasıdır. Birincisi, FED'den farklı olarak ECB bir kamu bankeri olarak avro bölgesine ye ülkelerin kamu borçlarını finanse etme olanağından yoksundur (bu konu izleyen bölümde daha ayrıntılı incelenecektir). İkincisi, ABD'den farklı olarak avro bölgesi bütün bölgenin makroiktisadi istikrarını hedefleyen ve ülkeler arası transferler yoluyla asimetrik iktisadi devresel şokların etkilerini düzeltten bir federal maliye politikasına sahip değildir (Palley, 2013). ncs, ABD gibi Avro bölgesi de tam istihdamın gerçekleştirilmesi için görelili fiyat uyumunu gerektiren dış ticaret dengesizliklerine sahiptirler. Bununla birlikte, ABD döviz kurunu yükselterek (doların değerini düşürerek) dış ticaret açığını hızlı biçimde azaltabilirken, avro bölgesinde merkez (zellikle Almanya) ile GİPSİ lkeleri arasındaki dengesizlik aynı yolla düzeltilemez. Avro bölgesinde dış dengesizliklerin giderilebilmesi için ya evre merkeze oranla deflasyona gitmeli ya da merkez çevreye oranla daha hızlı enflasyona sahip olmalıdır (Palley, 2013). evre ülkelerin yüksek düzeyde borçları nedeniyle birinci seçenek istikrar bozucu borç-deflasyon döngüsü riski taşırken, ikinci seçeneğe ise enflasyona karşı tarihsel bir direnç geleneği olan Alman para politikası otoriteleri karşı çıkmaktadır. Dolayısıyla, küresel kriz avro bölgesi için üç nedenden dolayı daha olumsuz sonuçlar yaratmıştır: (i) avro bölgesi bankalarının ABD finansal krizine açıklığı, (ii) EMU'nun tasarımıdaki yapısal hatalar ve (iii) avro bölgesinin iç ticaret dengesizliklerinin yapısı (Palley, 2013).

EMU'nun evre lkelerinin Kamu Açıkları ve Avro Krizi

Küresel ekonomik krizin (2008) nemli bir özelliği hem ABD'de ve hem de avro bölgesinde bir özel sektör krizi olarak başlamasıdır. Buna karşılık, ABD'den farklı olarak özel sektör krizi avro bölgesinde bir kamu sektörü borç krizine dönüşmüştür (Hein vd. (2011), Palley (2013)). Bunun temel nedeni, avro bölgesinde ECB'nin bir kamu bankeri olarak ulusal hkmetlere açıklıklarını finanse etmekte ve borçlarını yönlendirmekte yardımcı olmamasıdır. Buna karşın, avro krizinin bir kamu borç krizi olarak görülmesi neo-liberal siyasi unsurların sıkı mali disiplin taleplerini gündeme getirmiş ve Avrupa'nın sosyal refah devletlerini eleştirmelerine neden olmuştur. Bu neo-liberal düşüncelerin sonucu olarak SGP'deki mali

disiplini daha da sıkılaştıracak düzenlemeler (yeni “Avro Artı Pakı” ve yeni “Avrupa Mali Sözleşmesi” kabul edilmiştir (Hein, 2012). Avro krizinin temel nedeni çevre ülkelerin mali disiplinden yoksun olmaları ve kamu borçları değildir (Hein vd. (2011), Stockhammer (2013), Palley (2013)).

Tablo 5. EMU’nun Çevre ve Merkez Ülkelerinin Mali Dengeleri (GSYİH’nın Yüzdesi)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011-2013
Merkez Ortalaması	-2,3	-2,8	-2,4	-2,3	-0,8	-0,6	-1,0	-5,5	-5,0	-2.85
Çevre Ortalaması	-2,3	-2,4	-2,7	-2,6	-1,7	-1,8	-5,5	-11,3	-13,2	-7.39

Kaynak: Eurostat ve World Bank. Merkez ülkeler: Avusturya, Belçika, Fransa, Almanya ve Hollanda. Çevre ülkeler: GIPSI

GIPSI ülkeleri 2002-2005 döneminde ortalama olarak Almanya’dan daha küçük ortalama bütçe açıklarına sahiptir ve GIPSI ülkelerindeki büyük bütçe açıkları ancak 2008 ve sonrasında gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, Yunanistan hariç GIPSI ülkeleri krizden önceki altı yılda oldukça yüksek derecede mali sorumluluk göstermişlerdir (Palley, 2013).

Almanya’nın Neo-Merkantilist İhracata Yönelik Büyüme Politikalarının Avro Krizindeki Rolü

Avro bölgesinin bütünlüğünü tehdit eden önemli bir gelişme ise EMU’nun merkez ülkelerinin ve özellikle Almanya’nın izlediği neo-merkantilist ihracata-yönelik büyüme stratejisi olmuştur. Almanya uluslararası rekabet gücünü arttırmak için ücretleri sınırlandırma ve iç talebi baskılama politikaları izlemiştir (Priewe, 2012). Bu politikalar AR-GE ile desteklenen sektörel düzeyde modernizasyon, ileri düzeyde nitelikli beşeri sermaye ve temel endüstriyel şirketlerin küreselleşmesi ile tamamlanmıştır. Almanya’da reel ücretler ile üretkenlik büyümesi arasındaki bağ zayıflamış, iç talepte ve dolayısıyla ithalat dinamiklerinde durağan bir gelişme gözlemlenmiştir. Dolayısıyla, avro krizinden önce Almanya ekonomisinde toplam talep büyük ölçüde net ihracata bağlı kalmıştır (Priewe, 2012). Buna karşın, avro bölgesinin çevre ekonomilerinin büyük bölümü yüksek düzeyde özel ve kamu borcuna ek olarak yüksek oranlı ücret artışları sayesinde hızlı büyüme oranlarına sahip olmuşlardır (Priewe, 2012). Dolayısıyla, genişleyen fiyat ve teknoloji açığı nedeniyle EMU’nun ileri ekonomileri ile çevre ülkeler arasındaki yakınsama süreci tersine dönmüştür. Avro bölgesindeki bu neo-merkantilist sistem dış fazla veren ülkelerdeki endüstrilerin ve

bankaların lehine işlemiş ve krize kadar olan süreçte dış açık veren çevre ülkelerin kolay uluslararası finansman bulmalarına ve yüksek büyüme hızlarına ulaşmalarına olanak sağlamıştır (Priewe, 2012).

5.1. Avrupa Parasal Birliği'nin Kurumsal Tasarım Hataları ve EMU Krizi

Yakınsama Kriterlerinde Enflasyon Mekanizmaları ve Deneyimlerinin Gözönüne Alınmaması

EMU'nun yapısına ilişkin tasarım hataları avro bölgesine üyelik için yakınsama kriterleri incelendiğinde görülebilir. Maastricht kriterleri ülkeler arası enflasyon ve faiz oranlarının yakınsamasını öngörmektedir ve bir parasal birlik içinde ortak merkez bankası (ECB) tarafından belirlenen tek bir faiz oranının ve bireysel ülkelerde benzer enflasyon oranlarının geçerli olması gerektiği açıktır. Buna karşın, üye ülkelerdeki enflasyonist koşulların benzer olup olmadığı incelenmemiş ve bu iki yönden sorun yaratmıştır (Arestis vd., 2011). Birincisi, ECB'nin enflasyon hedeflemesi rejimi řu bağlantı zincirine dayanmaktadır: faiz oranındaki değişmeler → talep düzeyindeki değişmeler → enflasyon oranındaki değişmeler. Buna karşın, enflasyon ithalat maliyetleri, mal fiyatları ve ücretler tarafından da belirlenmektedir (maliyet-itilişli enflasyon). Avro ülkeleri arasında ücret politikaları ve ücret belirlenme süreçlerinden kaynaklanan fiyat farklılıkları oldukça önemlidir. Para politikası bu farklılıklara çözüm getiremez çünkü hem ülkeler arasında para politikası farklı değildir ve hem de para politikası ücret belirlenme sürecini etkileyemez. Ülkelerin enflasyon oranları farklılaştığı zaman, ECB tarafından belirlenen ortak nominal faiz politikası daha yüksek enflasyon oranına sahip ülkede daha düşük bir reel faiz oranı yaratır. Buna karşın, enflasyon hedeflemesi teorisine göre yüksek enflasyon durumunda daha yüksek bir nominal ve reel faiz oranı belirlenmelidir. Dolayısıyla, bu teoriye göre ortak para politikası enflasyon oranları arasındaki farklılıkları daha da arttıracak ve gerçekte yüksek enflasyonlu ülkede talebi genişletecektir (Arestis & Sawyer, 2011). İkincisi, enflasyona ilişkin geçmiş deneyimleri ve gelecek beklentileri ile genel enflasyon tercihleri önemli ölçüde farklılık gösteren ülkeler (örneğin; Almanya ve Yunanistan) farklı enflasyon oranlarına sahip olacaklardır (Arestis & Sawyer, 2011).

Yakınsama Kriterlerinde Cari İşlemler Hesabı Dengesizliklerinin Dikkate Alınmaması

Yakınsama kriterleri ayrıca EMU'ya katılımdan önce döviz kurunun belirli bir istikrara sahip olmasını öngörmektedir, ancak ülkelerin dış ticaret ve cari işlemler pozisyonları konusu ihmal edilmiştir. Bu parasal birlik için çok önemlidir çünkü ülkeler arası nominal döviz kurları sabitlenecek ve bir cari işlemler açığını giderebilmek için devalüasyon (veya cari işlemler fazlası için revalüasyon) yapma olanağı kalmayacaktır. Parasal birlik içinde bir ülkenin reel döviz kurunu değiştirebilmesi ancak 'iç deflasyon' (veya diğer üye ülkelerde enflasyon) ile ya da parasal birlikten çıkışla gerçekleşebilir (Arestis vd., 2011).

Tek piyasanın oluşması, sermaye hareketine ilişkin engellerin kaldırılması, EMU üyeleri arasındaki borçlanma işlemlerinde döviz kuru riskinin ortadan kalkması nedeniyle 2000'li yıllarda avro bölgesinin çevre ülkeleri açıklarını sermaye girişleri ile kolaylıkla finanse edebilmişlerdir. Buna karşın, küresel ekonomik kriz (2008) sonrası bu çevre ülkelere sermaye akımı durmaya başlamış ve bu ülkelerin bankacılık sistemlerinden sermaye çıkışı dış açıkların finansmanını oldukça zorlaştırmıştır.

Sistematik bankacılık krizini ve iktisadi çalkantıyı önlemek için ECB ve ilgili ulusal merkez bankaları TARGET2 sistemi içinde çeşitli 'acil' kredi verme mekanizmalarını işletmişlerdir⁶. Burada vurgulanması gerekli olan nokta, EMU'nun kurulması aşamasında cari işlemler dengesizliklerinin öngörülememesi ve bu dengesizlikleri giderecek uyum mekanizmalarının bulunmamasıdır (örneğin, bu dengesizliklerin uzun vadeli fonlanması gibi).

SGP Çerçevesi Altında Maliye Politikalarının Deflasyonist Yapısı

SGP iktisadi durumları ne olursa olsun, bütün üye ülkeler için ortak bir maliye politikasını öngörmektedir. Bütçe açıklarını azami % 3 düzeyi ile sınırlayan ve orta dönemde en azından dengede olmasını öngören bir maliye politikası oldukça deflasyonist olacaktır (Arestis & Sawyer, 2011). Dolayısıyla, ulusal maliye politikaları kriz durumunda karşı-devresel pozitif etkiler sağlama niteliğinden yoksun olarak tasarlanmıştır (Stockhammer, 2013). AB bütçesinin küçük ölçeği (GSYİH'nın yaklaşık % 1'i) ve yıllar itibarıyla dengede

⁶ TARGET2, EMU içinde 2007'den itibaren geçerli bankalar arası ödemeler ve denkleştirme mekanizmasıdır. TARGET2 1990'larda kurulan TARGET sisteminin yerini almıştır. Avro bölgesine üye 18 ülke arasında fon akımını sağlar. TARGET2, ECB ve her bir ülkenin ulusal merkez bankası aracılığı ile değişik Avro bölgesi ülkelerindeki bankalar arasında ödemelerin denkleştirilmesine yardım eder. Henüz euro sistemine dahil olmayan ulusal merkez bankaları da euro cinsinden işlemlerinin gerçekleştirilmesi için TARGET2'ye katılabilme seçeneğine sahiptir.

olması zorunluluğu herhangi bir avro bölgesi düzeyinde maliye politikasını olanaksız duruma getirmektedir. Avro bölgesi düzeyinde maliye politikasının bulunmaması avro bölgesi ekonomisine istikrar kazandırmak veya zengin bölgelerden yoksul bölgelere mali transferler yapmak olanağını bütünüyle yok etmektedir (Arestis vd., 2011). Diğer yandan, ulusal hükümetler bütçe açıkları vermekte ve yüksek düzeyde borçlanmaktadırlar. Buna karşın, ulusal hükümetler bunları yabancı para (avro) kullanarak yapmak zorundadırlar: yani, ulusal hükümetler ve merkez bankaları borçlanmak için kendi paralarını yaratamaz, bu anlamda avro yabancı bir paradır (Arestis & Sawyer, 2011).

Enflasyon Hedeflemesi, ECB ve “Her Ülkeye Uyan Tek Tip Para Politikası” Sorunu

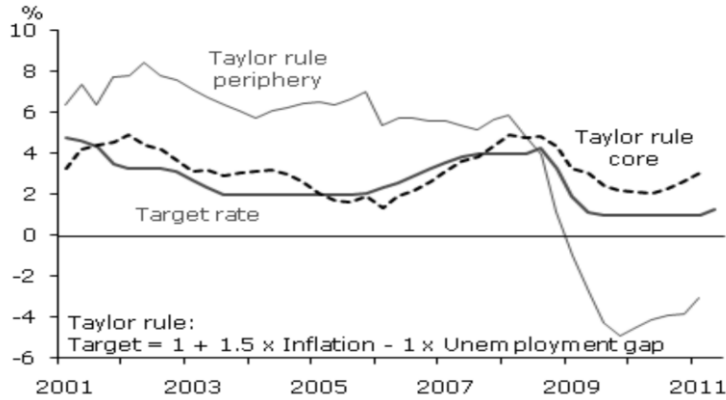
EMU'nun politik-iktisadi modelinin Parasalcı (monetarist) iktisadi düşünce okulundan esinlendiği ileri sürülmüştür (McNamara, 2001). Buna karşın, Parasalcı teori esnek döviz kurlarını savunmaktadır. Para politikası iktisat politikasının temel aracıdır. ECB bağımsız bir merkez bankasıdır ve dolayısıyla tek tip ve ortak para politikası ulusal ve uluslar-üstü düzeylerde siyasal baskılardan etkilenmemektedir. Arestis vd. (2011) ECB'nin 'demokratik olmayan' bir kurum olduğunu ve fiyat istikrarı dışında başka bir politika hedefi olmadığını belirtmektedir. Maliye politikaları ulusal hükümetlerin elindedir. Buna karşın, avro bölgesi içinde tek para politikası ile ulusal maliye politikaları tutarlı olmayabilir. Dolayısıyla, maliye politikalarının para politikası hedeflerini tehlikeye atmaması konusunda EMU'nun entelektüel tasarımı ile Parasalcı teorinin görüşleri çakışmaktadır. Bu politik-iktisadi model içinde aktivist maliye politikaları ulusal hükümetler için bir seçenek değildir (Maior, 2010). Ulusal hükümetlerin elinden etkin uyum mekanizmaları (nominal döviz kuru ve faiz oranı) alınmasına karşın, ulusal maliye politikasının büyük ölçüde sınırlandırılması üye ülke hükümetlerinin iktisadi sorunları aşma yeteneğini ortadan kaldırmaktadır (Fatas, 1998). EMU'nun başlangıçtaki kurumsal tasarımı avro bölgesine üye ülkelerde herhangi bir iktisadi krizin gerçekleşmeyeceği veya orta ve uzun dönemde makroiktisadi istikrar hedefine odaklanılmasının krizin negatif etkilerini ortadan kaldırmak için yeterli olacağı düşüncesine dayanmaktadır.

ECB'nin fiyat istikrarı hedefi Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi'ne (Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)) göre yıllık % 2 ve altı olarak belirlenmiştir. ECB'nin bağımsızlığı ve fiyat istikrarı hedefi 'enflasyon hedeflemesi' stratejisi ile uyumludur. ECB 1999-2007 döneminde fiyat istikrarı hedefini (yıllık % 2) tutturmakta

oldukça zorlanmış ancak hedeften sapma küçük oranda olmuştur (yaklaşık % 1 kadar) (Arestis & Sawyer, 2011). Avro bölgesi para politikasının en önemli sorunlarından biri para politikasının parasal birlik içinde tek tip olmasıdır (her ülkeye uyan tek tip para politikası (one size fits all)). Para politikası tek olmasına karşın, para politikasının odaklanması gereken iktisadi konular ve sorunlar birlik içinde bireysel ülkelere ve bölgelere göre önemli farklılıklar göstermektedir (Arestis & Sawyer, 2011). Eğer üye ülkelerdeki koşullar kuvvetli bir korelasyon gösterseydi (örneğin çıktı ve enflasyon hareketleri) ve iktisadi değişkenlerin politika araçlarına tepkileri benzer olsaydı, bu durumda tek tip para politikasının yarattığı sorunlar azalabilirdi.

Tek tip para politikası çevre ve merkez ülkeler arasında önemli farklılıkların bulunduğu avro bölgesi için optimal değildir. İspanya’da inşaat sektörünün aşırı büyümesinin nedenlerinden biri düşük reel faiz oranlarıydı ve eğer İspanya bağımsız bir para politikası izleyebilseydi muhtemelen faiz oranını yükseltirdi (Arestis & Sawyer, 2011). Avro bölgesi içinde farklı mallar, işgücü ve özellikle finansal piyasa yapılarından kaynaklanan farklı parasal aktarma mekanizmaları nedeniyle tek para politikasının asimetric etkileri önemli bir sorun oluşturmaktadır (Hein & Truger, 2002). Küçük bankalara, daha az sağlıklı bankacılık sistemlerine ve daha az gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkeler para politikası şoklarına ileri ülkelere oranla daha duyarlıdır (Cecchetti, 1999). Bunun nedeni, daha az gelişmiş ekonomilerin parasal aktarma mekanizmasının borç verme (kredi) kanalına çok daha duyarlı olmasıdır. Diğer yandan, basitleştirilmiş Taylor kuralının EMU’nun merkez ve çevre ülkeleri için önerdiği hedef oranlar arasında büyük farklılıklar ortaya çıkmaktadır (Nechio, 2011)⁷. Dolayısıyla, Taylor kuralına ilişkin sonuçlar gösteriyor ki parasal birliğin iki bölgesi arasındaki iktisadi koşullar çok farklı olduğunda, her ülkeye uyan tek tip para politikası uygulanamaz. Şekil 1’de ECB’nin fiili politika faiz oranı ile basitleştirilmiş Taylor kuralının EMU’nun merkez ve çevre ülkeleri için önerdiği hedef oranlar birlikte gösterilmektedir.

⁷ Nechio (2011) Taylor kuralının basitleştirilmiş bir versiyonunu kullanmıştır. Buna göre, Hedef oran = $1 + 1.5 \times \text{Enflasyon} - 1 \times \text{İşsizlik açığı}$. Bu basit kural tarafından önerilen hedef oran enflasyon oranının ve işsizlik açığının bir fonksiyonudur. İşsizlik açığı ölçülen işsizlik oranı ve doğal oran farkı ile tanımlanır. İlgili literatür bu basit kuralın veya yakın varyantlarının çok sayıda önemli merkez bankasının politika performansını oldukça iyi biçimde yansıttığını göstermektedir (Peersman and Smets, 1999).

Şekil 2. ECB Para Politikası ve Basitleştirilmiş Taylor Kuralı

Kaynak: Nechio, 2011.

ECB'nin yaklaşık % 2'lik enflasyon hedefi fiyat istikrarının oldukça sınırlayıcı bir yorumu sayılabilir çünkü EMU'nun çapa ekonomisi Almanya'nın ortalama enflasyonundan bile düşüktür (Bibow, 2002). ECB'nin iktisadi büyümeyi kısıtlayıcı politikası onun resmi doktrini olan ve önde gelen merkez bankalarında örneği bulunmayan “iki ayaklı” (two-pillar) para politikası stratejisinde de görülmektedir (Hein & Truger, 2002). Bu strateji içinde ‘ilk ayak’ temel olarak bir iktisadi analiz sürecidir ve fiyat gelişmelerinin orta ve uzun dönem belirleyicilerinin değerlendirildiği aşamadır (Arestis & Chortareas, 2006). Dolayısıyla, ilk ayak kısa ve uzun dönemde fiyat gelişmelerinin ve fiyat istikrarına ilişkin risklerin genel bir görüntüsünü verir. Para politikası stratejisinin ikinci ayağı ise parasal gelişmeleri analiz ederek orta ve uzun önemdeki gelecek fiyat gelişmeleri hakkında bilgi sahibi olma sürecidir. Dolayısıyla, stratejinin ikinci ayağı daha uzun dönemli perspektife sahiptir ve para ile fiyatlar arasındaki uzun dönemli ilişki üzerinde odaklanmaktadır (Arestis & Chortareas, 2006). Bu parasal büyüme için niceliksel referans değerini ifade eder ve M3 için % 4,5’lik bir büyüme hedefi konulmuştur. Burada, M3 için belirlenen referans değeri düşük bir (trend) reel GSYİH büyüme oranına (yaklaşık % 2 ile % 2,5 arasında) karşılık gelmektedir (Hein & Truger, 2002). Dolayısıyla, ECB'nin para politikaları güçlü bir “büyüme karşıtı eğilim” göstermektedir (Bibow, 2002).

İngiltere Merkez Bankası ve ABD Merkez Bankası (Fed) ile karşılaştırıldığında, ECB'nin yavaş hareket eden ve yüksek derecede katı bir yapıya sahip olduğu söylenebilir.

Diğer iki merkez bankası faizler konusunda oldukça agresif kararlar alabilirken, ECB önemli iktisadi durgunluk dönemlerinde dahi faiz oranlarını indirmek konusunda isteksiz davranmaktadır (Arestis & Chortareas, 2006). ECB'nin asimetrik biçimde yukarı doğru fiyat riskleri üzerinde odaklanması ve iki ayaklı stratejiden kaynaklanan 'bekle ve gör' politikası, iktisadi büyüme ve istihdam sorunlarını arttırmaktadır (Hein & & Truger, 2002).

ECB'nin Son Ödünç Verme Organı Olarak Tasarlanmaması Sorunu

ECB son ödünç verme organı olma işlevini görebilir ancak bu işlevi yerine getirme yükümlülüğü yoktur. İleri ekonomilerdekinin aksine ECB borçlu ülkelerin ulusal tahvillerini sınırlı miktarda ve öngörülemeyen ölçüde satın almıştır (Priewe, 2012). Avro sistemi 'merkez bankası baskınlığını' kurumsallaştırmıştır: yani, ulusal hükümetlerin bütçe açıklarını finanse etmekte ve kamu borçlarına ilişkin faiz oranını yönetmekte kendilerine yardımcı olacak merkez bankalarına ulaşması engellenmiştir (Palley, 2013). Buna karşın, EMU dışındaki ulusal merkez bankaları hükümetten bağımsız karar alabilme yetkisine sahip olmalarına karşın, kamu borcunu satın alabilirler. Diğer yandan, EMU'nun hatalı neo-liberal tasarımı çerçevesinde, ECB spekülatif baskıya uğrayan hükümetler adına tahvil piyasasına müdahale etmemektedir. Bir merkez bankası olmaksızın, hükümetler uluslararası tahvil piyasalarında eyaletler ya da büyük şirketler statüsüne düşmektedirler (Palley, 2013)

Bu durum GIPSI ülkelerinden İspanya ve İtalya'nın krizdeki durumu ile ABD ve İngiltere'nin deneyimleri karşılaştırıldığında açıkça ortaya çıkmaktadır. Krizden önceki iki yıl (2007-2008) ve 2011'e kadar olan dönemde İspanya ve İtalya'nın bütçe açıklarının GSYİH'ya oranı ABD ve İngiltere'den düşüktür. Buna karşın, bu iki ülke mali sıkılaştırma politikaları izlemeye zorlanmış ve bu daha da derin bir durgunluğa sürüklenmelerine (GSYİH'nin azalmasına) neden olmuştur. Sıkı maliye politikası uygulamalarına karşın, İspanya ve İtalya daha yüksek uzun dönem faiz oranları ödemek zorunda kalmışlardır. Dolayısıyla, avro krizinde sorunun 'mali sorumsuzluktan' kaynaklanmadığı, esas sorunun İspanya ve İtalya gibi GIPSI ülkelerinin faiz oranlarını indirecek bir ulusal merkez bankasından yoksun olmaları olduğu söylenebilir (Palley, 2013). Eğer ABD ve İngiltere benzer kurumsal kısıtlamalarla karşılaşmış olsalardı, onlarda da kamu borç krizi meydana gelebilirdi.

Ekim 2012'de yürürlüğe giren Avrupa İstikrar Mekanizması (European Stability Mechanism (ESM)) oldukça sınırlı kaynaklara sahiptir ve ulusal hükümetlerin tahvillerini

sınırsız biçimde alabilecek kapasiteden yoksundur. Eylül 2012'de ECB "Doğrudan Parasal İşlemler (Outright Monetary Transactions (OMT))" programını kabul etmiş ve kriz dönemlerinde ulusal tahvilleri sınırsız miktarlarda satın alma sözü vermiştir. ECB böylelikle yalnızca bankalar için değil ulusal hükümetler için de son ödünç verme organı olma kararını vermiş ve dolayısıyla sistemi istikrar bozucu genişleme ve daralma dinamiklerinden korumak için gerekli gücü yeniden oluşturmuştur (De Grauwe, 2014).

6. Özet ve Sonuç

Avrupa Komisyonu 2008 yılında EMU'nun ilk on yılına ilişkin deneyimini "avro açık bir başarıdır" sözleriyle özetlerken, iki yıldan az bir zaman içinde avro bölgesi Yunanistan'ın kamu borcunu ödeyememe sorunu ile başlayan ve GIPSI ülkelerine yayılan ağır ve derin bir kriz ile karşılaşmıştır. Bu makalede ilk olarak EMU krizinin nedenleri geleneksel teoriler çerçevesinde incelenmiş ve bu teorilerin avro bölgesi krizini açıklamakta ve öngörmekte ne kadar yaralı olabildikleri tartışılmıştır. EMU'nun kurumsal tasarımının klasik (öncü) OPA literatürünü yeterince dikkate almadığı ileri sürülebilir (Arestis & Sawyer, 2011). Asimetrik şokların varlığına ve yeterli uyum mekanizmalarının yokluğuna karşın, EMU'nun kurucuları içsel (dinamik) OPA paradigması gereğince bir parasal birliği oluşturan ülkeler arasında ticaret entegrasyonun artması sonucu OPA özelliklerinin zaman içinde sağlanabileceğini düşünmüş olabilirler. Buna karşın, Krugman uzmanlaşma hipotezinin belirttiği gibi EMU'nun ticaret yaratma etkisi 'endüstriyel yığılmaya' neden olarak devresel hareketlerin asimetrisini daha da arttırmıştır (Pisani-Ferry, 2013). EMU süreci ülkeler arası iktisadi yakınsamayı sağlayamamış ve avro bölgesi artan biçimde ıraksayan ülke gruplarına bölünmüştür. Bu ıraksama GSYİH büyüme oranlarında, ücret ve fiyat düzeylerinde, dış ticaret ve sermaye hareketlerinde ve kamu borçlarında görülmüştür.

Diğer yandan, parasal entegrasyon teorisi konusundaki eski literatür birlik üyesi ülkelerin ödemeler bilançosu sorunlarının ortadan kalkacağını ileri sürmüş ve bu görüş avro krizine kadar EMU yönetiminde kabul görmüştür. Bu görüşün bir sonucu olarak, Maastricht anlaşması EMU üyesi ülkelerin avro krizine kadar olan süreçte AB'nin ödemeler bilançosu yardımlarından yararlanmasına izin vermemiştir. Blanchard & Giavazzi (2002) ıraksayan cari işlemler pozisyonlarının farklı gelişme düzeyindeki ülkeler arasındaki yakınsama sürecinin doğal bir sonucu olduğunu ileri sürmüştür. Buna karşın, EMU içindeki çevre ülkelerin dış borçlarını üretken olmayan (inşaat sektörü) amaçlar için kullanması parasal entegrasyon

bakımından yeterince gözönüne alınmamıştır. EMU sürecinde GIPSI ülkeleri ve merkez ülkeler arasındaki cari işlemler bilançosu dengesizlikleri giderek artmış ve önemli bir sorun durumuna gelmiştir.

Avro bölgesi krizinin özellikle GIPSI ülkelerinin mali disiplinsizliklerinden kaynaklandığı düşüncesi AB yönetiminde kabul görmüş ve mali sıkılaştırma programlarının uygulanmasına yol açmıştır. Buna karşın, dünyadaki yüksek borçlu diğer büyük ekonomilerden (ABD ve Japonya) farklı olarak EMU iki önemli güvenlik mekanizmasına sahip değildi: mali birlik ve bir son ödünç verme organı olarak ECB (Eylül 2012’de ECB’nin kriz dönemlerinde bu rolü üstleneceği açıklanmıştır).

Post-Keynesyen iktisatçılara göre Avrupa’nın çevre ülkelerindeki kamu borcu krizinin iki temel nedeninden biri EMU’nun neo-liberal tasarımıdaki hatalardır. Avro bölgesinin neo-liberal iktisat politikası başlıca şunlardan oluşmaktadır: (i) fiyat istikrarını temel alan merkezi ve bağımsız para politikası, (ii) AB bütçesinin aşırı küçük olmasından dolayı var olmayan merkezi maliye politikası, (iii) SGP ve Avrupa Mali Anlaşması ile aşırı düzeyde sınırlandırılmış ulusal maliye politikaları. EMU içinde ulusal hükümetler etkin uyum mekanizmalarından yoksun bırakılmışlardır (nominal döviz kuru, faiz oranı). Tek tip para politikası avro bölgesindeki çevre ve merkez ülkelerin farklılaşan iktisadi gereksinimlerine uygun değildir. Enflasyon hedeflemesi rejimi talep-çekişli enflasyonu temel alır ve dolayısıyla para politikası ücret politikalarının neden olduğu enflasyon farklarını etkileyemez. EMU üye ülkelerdeki devresel hareketleri sınırlayacak ve ırsamayı kontrol edebilecek bir makroiktisadi stabilizasyon mekanizmasından yoksundur. Bu sorunu çözebilecek bir doğal araç olan ulusal maliye politikaları mali disiplin anlaşmaları çerçevesinde bütünüyle sınırlandırılmıştır ve dolayısıyla EMU maliye politikası deflasyonist bir yapıya sahiptir.

Diğer yandan, post-Keynesyen iktisatçılar 1980’lerden sonra uygulanan neo-liberal politikaların Avrupa’da yapısal bir talep açığı oluşturduğunu ve deflasyonist bir yanlılık içeren EMU’nun yapısının bu talep eksikliğini daha da arttırdığını ileri sürmektedirler. Ayrıca, Almanya’nın izlediği ücretlerin baskılanmasına dayalı neo-merkantilist ihracata yönelik büyüme stratejisinin bir yandan EMU içinde dış dengesizlikler yaratırken diğer yandan da dış açık veren GIPSI ülkelerinin talep açığını arttırdığını vurgulamaktadırlar. Post-Keynesyen iktisatçılara göre EMU krizinin nedeni GIPSI ülkelerinin mali sorumsuzlukları değildir ve dolayısıyla uygulanan mali sıkılaştırma programları borçlu ülkelerin dış borç

sorunu çözmediği gibi (De Grauwe, 2014), avro bölgesini uzun dönemli derin bir durgunluğa sürükleyebilir.

KAYNAKÇA

- Alessandrini, P. & Fratianni, M. & Hallet, A.H. & Presbitero, A.F. (2014). External Imbalances and Fiscal Fragility in the Euro Area, *Open Economies Review*, 25(1), 3-34.
- Allsopp, C. (2002). *The Future of Macroeconomic Policy in the European Union*, Bank of England: External Monetary Policy Committee Unit Discussion Paper No 7.
- Arestis, P. & Chortareas, G. (2006) Monetary Policy in the Euro Area, *Journal of Post Keynesian Economics*, 28(3), 371-394.
- Arestis, P. & Sawyer, M. (2011). The Design Faults of the Economic and Monetary Union, *Journal of Contemporary European Studies*, 19(1), 19-30.
- Arestis P. & Sawyer, M. (2008). Are the European Central Bank and Bank of England Macroeconomic Models Consistent with the New Consensus in Macroeconomics?, *Ekonomia*, Cyprus Economic Society and University of Cyprus, Cyprus Economic Society and University of Cyprus, 11(2), 51-68.
- Arestis, P. & Karouglou, M. & Mouratidis, M. (2011). Monetary Policy Preferences of the European Monetary Union and the UK, *Working Papers*, The University of Sheffield, Department of Economics 2011019.
- Berger, H. & Nitsch, V. (2010). The Euro's Effect on Trade Imbalances, *IMF Working Paper* WP/10/226, International Monetary Fund, Washington/DC.
- Bibow, J. (2002). The Monetary Policies of the European Central Bank and the Euro's (mal-)Performance: a Stability Oriented Assessment, *International Review of Applied Economics* 16, 31-50.
- Blanchard, O. & Giavazzi, F. (2002). Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2:2002.
- Boeri, T. & Börsch-Supan, A. & Tabellini, G. (2001). Would you Like to Shrink the Welfare State? The Opinion of European Citizens, *Economic Policy*, 32, 7-44.
- Canzoneri, M. & Cumby, R. & Diba, B. (2005). The Need for International Policy Coordination: What's Old, What's New, What is Yet to Come? *Journal of International Economics* 66(2), 363-384.
- Cecchetti, S.G. (1999). Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 5 (7), 9-28.
- Chen, R. & Milesi-Ferretti, G.-M. & Tressel, T. (2012). External Imbalances in the Euro Area, *IMF Working Paper*, WP/12/236.
- Chinn, M.D. (2012). The Eurozone in Crisis: Origins and Prospects, *La Follette School Working Paper* No. 2012-001, University of Wisconsin.

- Christodoulakis, N. (2009). Ten Years Of EMU: Convergence, Divergence And New Policy Priorities, *National Institute Economic Review*, National Institute of Economic and Social Research, 208(1), 86-100.
- Cooper, R.N. (2000). Toward A Common Currency?, A. Posen (ed.), Special Issue: The Future of Monetary Policy, *International Finance*.
- Corsetti, G. (2008). A Modern Reconsideration of the Theory of Optimal Currency Areas, *EUI Working Papers*, ECO 2008/12.
- De Grauwe, P. (2014). Macroeconomic Policies in the Eurozone Since the Sovereign Debt Crisis, KU Leuven Euroforum, LSE& KU Leuven, Faculty of Economics and Business.
- De Grauwe, P. (2011). The Governance of a Fragile Eurozone, *CEPS Working Documents*, Economic Policy, May 2011 <http://www.ceps.eu/book/governance-fragile-eurozone>.
- De Grauwe, P. (2003) *Economics of Monetary Union*, Oxford: Oxford University Press, 4th edn.
- De Haan, J. & Inklaar, R. & Jong-A-Pin, R. (2008). Will Business Cycles in the Euro Area Converge? A Critical Survey of Empirical Research, *Journal of Economic Surveys*, 22(2), 234–273.
- Dellas, H. & Tavlas, G.S. (2009). An OCA Odyssey, *Working Paper No. 102*, Bank of Greece, Eurosystem.
- Engel, C. & Rogers, J. (2004). European Product Market Integration After the Euro, *Economic Policy*, July, 347–84.
- Fagan, G. and Gaspar, V. (2008). Macroeconomic Adjustment to Monetary Union, European Central Bank, *Working Paper Series*, No. 946, October.
- Fátas, A. (1998). Redistributive Versus Insurance: Does EMU Need a Fiscal Federation?, *Economic Policy*, 26(4), 165-203.
- Favero, C. & Missale, A. (2012). Sovereign Spreads, *Economic Policy*, 70, 231-273.
- Ferreira-Lopes, A. (2008), In or Out? The Welfare Costs of EMU Membership, *Working Papers* 14/08, Economics Research Centre, ISCTE, Lisbon University Institute, Lisbon.
- Flassbeck, H. & Spiecker, F. (2011). The Euro: A Story of Misunderstanding, *Intereconomics: Review of European Economic Policy*, 46(4), 180-187.
- Foucault, M. (2008). *The Birth of Biopolitics: Lectures at the College de France, 1978—1979*. Houndsmills: Palgrave MacMillan.
- Frankel, J. A. & Rose, A.K. (1997). The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, Centre for Economic Policy Research, *Discussion Paper Series* No. 1473.
- Fratianni, M. & Von Hagen, J. (1992). *The European Monetary System and European Monetary Union*, Westview.
- Garber, P. (1999). The TARGET Mechanism: Will It Propagate or Stifle a Stage III Crisis?, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 51, 195-220.
- Gandolfo, G. (1992). *Monetary Unions*, The New Palgrave Dictionary of Money and Finance 2, P.Newman & M. Milgate & J. Eatwell (eds.), London, Macmillan, 765-770.

- Giavazzi, F. & Spaventa, L. (2011). Why the Current Account May Matter in a Monetary Union: Lessons from the Financial Crisis in the Euro Area, D. Cobham (ed.), *The Euro Area and the Financial Crisis*, Cambridge University Press.
- Giavazzi, F. & Giovannini, A. (1989) *Limiting Exchange Rate Flexibility: the European Monetary System*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Gibson, H. & Palivos, T. & Tavlas, G.S. (2014). The Crisis in the Euro Area: An Analytic Overview, *Journal of Macroeconomics*, 39(B), 233-239.
- Hancke, B. (2013). Diversity without Unity: Labour unions and Wage Setting in the EMU, *Unions, Central Banks and the EMU: Labour Market Institutions and Monetary Integration in Europe*. Oxford University Press, Oxford, UK, 59-78.
- Hancke, B. and Soskice, D. (2003). Wage-setting and Inflation Targets in EMU, *Oxford Review of Economic Policy* 19(1): 149–160.
- Hein, E. (2012). The Crisis of Finance-dominated Capitalism in the Euro Area, Deficiencies in the Economic Policy Architecture, and Deflationary Stagnation Policies, *Levy Economics Institute Working Paper* No.734.
- Hein, E. & Truger, A. (2002). European Monetary Union: Nominal Convergence, Real Divergence and Slow Growth? *WSI Discussion Paper* No. 107.
- Hein, E. & Truger, A. & Van Treeck, T. (2011). The European Financial and Economic Crisis: Alternative Solutions from a (Post-) Keynesian Perspective, *IMK Working Paper* 9-2011, IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute.
- IIF (2014). Euro Area Periphery: Crisis Eased But Not Over, *IIF Research Note*, (Feb. 13).
- Ingram, J.C. (1962). *Regional Payments Mechanisms The Case of Puerto Rico*, Durham N.C., The University of North Carolina Press.
- Ingram, J.C. (1973). *The Case for the European Monetary Integration*, Princeton University, Essays in International Finance, No. 98.
- Kenen, P.B. (1969). *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View*. Mundell, R.A. & Swoboda, A.K. (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago, 41–60.
- Krugman, P. (1993). Lessons of Massachusetts for EMU', Torres, F. and Giavazzi, F. (eds) *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, 241–69.
- Lucas, R.E., Jr. (1976). Econometric Policy Evaluation: A Critique, K. Brunner and A.H.Meltzer (eds.), *The Phillips Curve and the Labor Market*, Amsterdam, New York, and Oxford : North Holland.
- Maior, P.V. (2010). The Schizophrenic European Monetary Union: Between Orthodoxy and Financial Crisis Transformative Potential, *Paper presented at the Fifth Pan-European Conference on EU Politics organised by the European Consortium of Political Research (ECPR)*, Fernando Pessoa University and Economics Faculty of Porto University (Portugal), 23-26, June, 2010.
- McCallum, J. (1989). *Monetary Economics: Theory and Policy*, New York: Macmillan.
- McKinnon, R.I. (1963). Optimum Currency Areas, *American Economic Review* 53, 717–725.

- McNamara, K.R. (2001). Where do Rules Come From? The Creation of the European Central Bank, in Stone Sweet, A., Fligstein, N. and Sandholtz, W. (eds.), *The Institutionalization of Europe*, Oxford: Oxford University Press.
- Melitz, J. (1996). The Theory of Optimum Currency Areas, Trade and Adjustment and Trade, *Open Economies Review*, 7(2), 99-116.
- Mongelli, F.P. (2005). What is the European Economic and Monetary Union Telling Us About Optimum Currency Area Perspectives? *Journal of Common Market Studies* 43(3), 607–635.
- Mongelli, F.P. & Wyplosz, C. (2008). The Euro at Ten–Unfulfilled Threats and Unexpected Challenges, *Fifth ECB Central Banking Conference*, The Euro at Ten: Lessons and Challenges, 13 and 14 November 2008.
- Mundell, R.A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review* 53, 657–665.
- Nechio, F. (2011). Monetary Policy When One Size Does Not Fit All, Federal Reserve Bank of San Francisco *Economic Letter* 2011-18.
- Obstfeld, M. (1995). International Currency Experience: New Lessons and Lessons Relearned, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1 (1995), 119-220.
- Obstfeld, M. & Rogoff, K. (1995). Exchange Rate Dynamics Redux, *Journal of Political Economy*, 103(3), 624–660.
- Obstfeld, M. & Rogoff, K. (2002). Global Implications of Self-Oriented National Monetary Rules, *Quarterly Journal of Economics*, 117(2), 503-35.
- OECD (1999). EMU: Facts, Challenges and Policies, Paris: OECD.
- Palley, T.I. (2013). Europe’s Crisis Without End: The Consequences of Neoliberalism Run Amok, *IMK Working Paper* No. 111.
- Peersman, G. & Smets, F. (1999). “The Taylor Rule: A Useful Monetary Policy Benchmark for the Euro Area?” *International Finance* 2(1), 85-116.
- Pisani-Ferry, J. (2013). The Known Unknowns and Unknown Unknowns of European Monetary Union, *Journal of International Money and Finance*, 34, 6-14.
- Priewe, J. (2012). European Imbalances and the Crisis of the European Monetary Union, *Paper prepared for the conference “From Crisis to Growth? The Challenge of imbalances, debt, and limited resources”*, Berlin, 28-29 October 2011, 15th Conference of Research Net-work Macroeconomics and Macroeconomic Policies (FMM).
- Sinn, H.-W. (2012). *The European Balance of Payments Crisis*, CESifo Forum, January.
- Stiglitz, J.E. (2012). Crisis: Principles and Policies with an Application to the Eurozone Crisis, Paper presented to an International Economic Association Roundtable on *Debt Crises - How to Prevent Them, How Manage Them, How to Ensure There Is Life After Debt*, held in Buenos Aires, August 13-14, 2012.
- Stiglitz, J.E. (2014). Europe’s Austerity Disaster, *Social Europe Journal*, (29/09/2014).
- Stock, J. & Watson, M. (2002). Has the Business Cycle Changed and Why?, *NBER Macroeconomics Annual*.

- Stockhammer, E. (2013). The Euro Crisis and Contradictions of Neoliberalism in Europe, *Economics Discussion Papers* 2013-2, School of Economics, Kingston University London.
- Stockhammer, E. (2012).. Euro-Keynesianism? The Financial Crisis in Europe. *Radical Philosophy* 175, 2-10.
- Schelkle, W. (2001). The Optimum Currency Area Approach to European Monetary Integration: Framework of Debate or Dead End?, *SouthBank European Papers* No.2/2001, SouthBank University, London.
- Tavlas, G.S. (1993). The 'New' Theory of Optimum Currency Areas. *The World Economy* 16, 537–554.
- Wyplosz, C. (2013). Europe's Quest for Fiscal Discipline, *European Economy - Economic Papers*, Directorate General Economic and Monetary Affairs (DG ECFIN), European Commission 498.