

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT PROGRAMI
DOKTORA TEZİ

OPTİMUM PARA SAHASI, PARASAL BİRLİK VE
İKTİSADİ ŞOKLAR:
AVRUPA PARASAL BİRLİĞİ VE TÜRKİYE
EKSENİLİ BİR İKTİSADİ ANALİZ

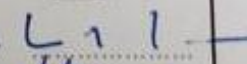
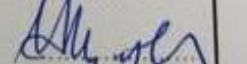
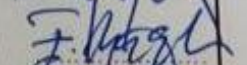
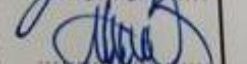
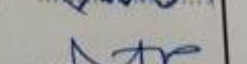
Naib ALAKBAROV

Danışman
Prof. Dr. Utku UTKULU

İZMİR-2013

DOKTORA
TEZ/PROJE ONAY SAYFASI

Üniversite : Dokuz Eylül Üniversitesi
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Adı ve Soyadı : Naib ALAKBAROV
Tez Başlığı : Optimum Para Sahası, Parasal Birlik ve İktisadi Şoklar: Avrupa Parasal Birliği ve Türkiye Eksenli Bir İktisadi Analiz
Savunma Tarihi : 11.03.2013
Danışmanı : Prof.Dr.Utku UTKULU

<u>Ünvanı, Adı, Soyadı</u>	<u>Üniversitesi</u>	<u>İmza</u>
Prof.Dr.Utku UTKULU	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Doç.Dr.Hakan KAHYAOĞLU	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Doç.Dr.Ethem DUYGULU	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Doç.Dr.Mert URAL	DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ	
Prof.Dr.M.Faysal GÖKALP	UŞAK ÜNİVERSİTESİ	

Oybirliği ()
Oy Çokluğu ()

Naib ALAKBAROV tarafından hazırlanmış ve sunulmuş " Optimum Para Sahası, Parasal Birlik ve İktisadi Şoklar: Avrupa Parasal Birliği ve Türkiye Eksenli Bir İktisadi Analiz " başlıklı Tezi ☒ / Projesi () kabul edilmiştir.

Prof.Dr. Utku UTKULU
Enstitü Müdürü

YEMİN METNİ

Doktora Tezi olarak sunduğum “**Optimum Para Sahası, Parasal Birlik ve İktisadi Şoklar: Avrupa Parasal Birliği ve Türkiye Eksenli Bir İktisadi Araştırma**” adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

.../.../.....

Naib ALAKBAROV

ÖZET

Doktora Tezi

Optimum Para Sahası, Parasal Birlik ve İktisadi Şoklar: Avrupa Parasal Birliği ve Türkiye Eksenli Bir İktisadi Analiz Naib ALAKBAROV

Dokuz Eylül Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

İktisat Programı

Türkiye'nin Avrupa Parasal Birliği'nin (APB) üyesi olup olmaması gerektiği sorusuna Optimal Para Sahası (OPS) teori ve uygulamaları çerçevesinde cevap vermek bu tezin esasını oluşturmaktadır. OPS teorileri birçok ekonometri uygulamaları ile bir ülkenin bir parasal alana üye olup olmaması konusunda maliyet ve fayda analizleri yapacak çeşitli yöntemler ortaya koymaktadırlar. Bu sebeple bu tezde ilk olarak OPS teorileri incelenmektedir.

Bu tezin amacı APB'de talep ve arz şoklarının benzerliğini araştırarak son ekonomik gelişmelere ışık tutacak sonuçları ve Türkiye'nin APB'ye üyeliğinin Türkiye açısından etkilerini ortaya koymaktır. Bu tezde APB'nin bir OPS olup olmaması sorusu ve buna ilaveten APB'ye katılmasının Türkiye'nin lehine mi, aleyhine mi olacağı sorusu araştırılmaktadır. APB'ye üye ülkelerin karşılaştıkları ekonomik şoklar veri iken, Türkiye ekonomisine yönelik şokların yapısı farklı ise, Türkiye'nin APB'ye üyeliğinin Türkiye ekonomisini olumsuz etkileyeceği görüşü bu tez çalışmasının hipotezini oluşturmaktadır. Bu hipotez Panel Veri Analizi, Yapısal VAR (SVAR) ve Eşbütünleşme yöntemleri kullanılarak test edilmiştir.

Bu tez çalışmasında elde edilen bulgular ışığında Türkiye'nin APB'ye katılmasının herhangi bir anlamı olmayacağı sonucuna varılmaktadır.. Bulgular aynı zamanda APB'nin OPS kriterlerini karşılamadığını da göstermektedir. Bu çalışmada bazı Avrupa Birliği (AB) ülkelerinde meydana gelen arz ve talep şokları

vakalarını, benzer ekonomik düzensizlikler yaşayan ve dolayısıyla OPS oluşturma koşullarından birini yerine getiren ülkeleri belirleme yolu olarak ele alınmaktadır. Türkiye'nin diğer ülkelerin yaşadıklarına benzer iktisadi sorunlar ve düzensizlikler yaşamadığı öne sürülen çalışmada, Türkiye'deki parasal aktarım mekanizmasının APB'den farklı olduğu ortaya konmaktadır. Aktarım mekanizmalarındaki farklılıklardan dolayı da Türkiye'nin APB'ye girmemesi gerektiği sonucu çıkarılmaktadır.

Türkiye'nin AB ve APB üyeliklerinin bir-birinden farklı olarak değerlendirilmesi gerektiği düşünüldüğünden tez çalışmasında AB üyeliğinin olumlu etkilerine de yer verilmektedir AB'ye üyeliği durumunda Türkiye AB pazarına giriş imkânı, ekonomik büyümede artış ve yapısal fonlara erişim imkânı kazanacaktır. Tüm bu olumlu etkilerden daha önemlisi, Türkiye'nin AB üyeliği politik ve ekonomik istikrarsızlık ile ilgili belirsizliği ortadan kaldırarak güveni arttıracaktır.

Anahtar Kelimeler: Optimum Para Sahası, Avrupa Parasal Birliği, Talep ve Arz Şokları, Para Krizleri, Yapısal VAR, Panel Veri Analizi, Optimum Para Endeksleri, Eşbütünleşme

ABSTRACT
Doctoral Thesis
Doctor of Philosophy(PhD)
Optimum Currency Area, Monetary Union and Economic Shocks
An economic Analysis on European Monetary Union and Turkey
Naib ALAKBAROV

Dokuz Eylül University
Graduate School of Social Sciences
Department of Economics
Economics Program

This study highlights the economical factors that may have an impact on the outcome of EU-Turkey accession negotiations in the coming years. The main purpose of this present study is to analyze the suitability of Turkey for European Monetary Union by using different methods. The OCA theory, with its many empirical applications, offers a valuable and concise tool to access the costs and benefits of the decision whether a country should join a currency area. Therefore this study reviews significant research on the OCA theory.

The results show that it does not make any sense for Turkey to take part in the European Monetary Union. Different methods are used to consider the OCA theory (Panel Data, Structural VAR and Cointegration). The objective of this dissertation is to analyze the economic developments in European Monetary Union for the period 1980-2004 by showing shocking aspects of European member and candidate countries especially focussing on explaining the financial crises in the EMU. The hypothesis, that are used in this study is as follows: Given the economic shocks, that are faced by the member countries of the EMU, if the structure of the shocks to Turkey is different, Turkey should not be a memeber of the EMU.

I consider the incidence of supply and demand shocks in some European Union countries as a way of identifying countries experiencing similar economic

disturbances and hence satisfying one of the conditions for initiating an optimum currency area. The research suggests that Turkey does not encounter similar disturbances with other countries. Therefore it can be maintained that Turkey should not join the EMU. It is shown also that the EMU can not be called an Optimum Currency Area because of the differences in economic shocks across its member countries.

It will be clearly revealed that the monetary transmission mechanism in Turkey is different than in the EMU. Because of differences in transmission mechanism, one may hold that Turkey should not join the EMU.

Finally, I weigh the positive effects of joining the EU. EU membership will bring Turkey access to the significant EU market, increased growth prospects and access to structural funds. But more importantly, Turkey's EU membership would boost confidence by eliminating the uncertainty associated with political and economic instability.

Keywords: Optimum Currency Areas, EMU, Demand and Supply Shocks, Currency Crises, SVAR, Panel Data, Optimum Currency Indexes

**OPTİMUM PARA SAHASI, PARASAL BİRLİK VE İKTİSADİ ŞOKLAR:
AVRUPA PARASAL BİRLİĞİ VE TÜRKİYE EKSENLİ İKTİSADİ BİR**

**ANALİZ
İÇİNDEKİLER**

TEZ ONAY SAYFASI	ii
YEMİN METNİ	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	vi
İÇİNDEKİLER	viii
KISALTMALAR	xii
TABLolar LİSTESİ	xiii
ŞEKİLLER LİSTESİ	xv
EKLER LİSTESİ	xvi
 GİRİŞ	 1

**BİRİNCİ BÖLÜM
OPTİMUM PARA SAHASI TEORİSİ, DÖVİZ KURU SEÇİMİ VE
İÇSELLİK PROBLEMİ**

1.1. OPTİMUM PARA SAHASI KAVRAMI VE DÖVİZ KURU SEÇİMİ SORUNU	8
1.1.1. Optimum Para Sahası Kavramı	8
1.1.2. Döviz Kuru Düzenlemelerinin Seçimi	9
1.2. OPTİMUM PARA SAHASI TEORİSİNE KLASİK KATKILAR	13
1.2.1. Fiyat ve Ücret Esnekliği	14
1.2.2. Mundell'in OPS'ye Katkıları	15
1.2.3. McKinnon ve Açıklık Derecesi	19
1.2.4. Kenen ve Ürün Farklılaştırması	21
1.2.5. Parasal Birlik İçinde Reel Döviz Kurundaki Değişmeler	25

1.2.5.1.Reel Döviz Kurundaki Değişkenliğin Tahmini	25
1.2.5.1.1. Tahmin Metodolojisi	26
1.2.5.1.2. Tahmin Sonuçları	27
1.2.5.2. Optimum Para Endeksleri	32
1.2.5.2.1. Ekonometrik Yöntem Metodolojisi	35
1.2.5.2.2. Tahmin ve Öngörü	35
1.2.6. Finansal Entegrasyon Kavramları	38
1.2.7. Enflasyon Oranlarının Benzerliği Kavramı	46
1.2.8. Parasal Entegrasyonda Politik Faktörler	62
1.3. OPTİMUM PARA SAHASI TEORİSİNDE YENİ GELİŞMELER: İÇSELLİK PROBLEMİ	72
1.3.1. Optimum Para Sahası Teorisinde İçsellik Kavramı	72
1.3.2. Ekonometrik Yöntem	82
1.3.3. Sonuç ve Değerlendirme	83
1.4. OPS TEORİSİNE YÖNELİK ELEŞTİRİLER	88

İKİNCİ BÖLÜM

OPTİMUM PARA SAHASI TEORİSİNDE İKTİSADİ ŞOKLAR VE AVRUPA PARASAL BİRLİĞİNDE İKTİSADİ ŞOKLARIN YAPISAL VAR EKSENLİ ANALİZİ

2.1. OPTİMUM PARA SAHASI TEORİSİNDE İKTİSADİ ŞOKLAR	92
2.1.1. Simetrik ve Asimetrik Şok Kavramı	92
2.1.2. Arz ve Talep Şokları	92
2.2. GELENEKSEL VE YENİ TEORİLERE DAYALI AMPİRİK TESTLER	95
2.3. AVRUPA PARASAL BİRLİĞİNDE İKTİSADİ ŞOKLARIN ANALİZİ	98
2.3.1. Tahmin Yöntemi: Yapısal Var (SVAR)	98
2.3.2. Veri Analizi	101
2.4. TAHMİN SONUÇLARI	108

2.4.1. Arz Şoklarının Korelasyonu	108
2.4.2. Talep Şoklarının Korelasyonu	108
2.4.3. Arz ve Talep Şoklarının Büyüklüğü	111
2.4.4. Arz ve Talep Şoklarına Uyarlanma Hızı	113
2.4.5. Etki-Tepki Fonksiyonları ve Varyans Ayırıştırma	115
2.5. DEĞERLENDİRME	120

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARASAL VE MALİ POLİTİKALARIN APB VE TÜRKİYE’DEKİ ETKİLERİ VE AKTARIM MEKANİZMALARI

3.1. TÜRKİYE VE AVRUPA PARASAL BİRLİĞİNDEKİ PARA POLİTİKALARI	123
3.1.1. Türkiye’deki Para Politikaları Ve Sonuçları	123
3.1.2. AMB’nin Para Politikası Kuralı	125
3.2. AKTARIM MEKANİZMASI VE PARASAL BİRLİK	126
3.3. TÜRKİYE VE APB’DE AKTARIM MEKANİZMASI	129

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

OPTİMUM PARA SAHASI TEORİSİ ÇERÇEVESİNDE APB’DE SERMAYE AKIMLARI VE FİNANSAL KRİZ

4.1. SERMAYE AKIMLARI VE PARA ALANLARI	138
4.2. SERMAYE AKIMLARININ TANIMLARI	141
4.3. DÖVİZ KURUNUN BELİRLEYİCİLERİ	143
4.4. FİNANSAL KRİZİN AÇIKLANMASI	148
4.4.1. Finansal Kriz Tanımları	148
4.4.2. Birinci Kuşak Modeller	149
4.4.3. İkinci Kuşak Modeller	151
4.4.4. Üçüncü Kuşak Modeller	154

4.4.4.1. İkiz Krizler ve Ahlaki Tehlike	157
4.4.4.2. Ani Duruşlar ve Sermaye Akımları	161
4.5. SERMAYE HAREKETLİLİĞİ VE PARASAL BİRLEŞME	163
4.6. SERMAYE AKIMLARI VE TÜRKİYE EKONOMİSİ	170
4.6.1. Feldstein-Horioka (FH) Bilmecesi: Yurtiçi Tasarruflar ile Yatırım Arasındaki İlişki	186
4.6.2. Model ve Yöntem	189
4.6.3. Amprik Bulgular	190
4.7. DEĞERLENDİRME	196
SONUÇ	211
KAYNAKÇA	218

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AEA	Avrupa Ekonomik Alanı
AET	Avrupa Ekonomik Topluluğu
AMBS	Avrupa Merkez Bankaları Sistemi
APB	Avrupa Para Birliği
CEEC	Merkezi ve Doğu Avrupa Ülkeleri
CEEC	Merkezi ve Doğu Avrupa Ülkeleri
DYY	Doğrudan Yabancı Yatırımlar
EEC	Avrupa Ekonomik Topluluğu
EFTA	Avrupa Serbest Ticaret Birliği
EMS	Avrupa Para Sistemi
ERM	Avrupa Döviz Kuru Mekanizması
FSE	Finansal Sağlamlık Endeksini
FTA	Serbest Ticaret Anlaşması
GSMH	Gayri safi Milli Hâsıla
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
NATO	Kuzey Atlantik Antlaşması Örgütü
ODAÜ	Orta ve Doğu Avrupa Ülkeleri
OECD	Avrupa Ekonomik ve İşbirliği Teşkilatı
OPS	Optimum Para Sahası
SAGP	Satın Alma Gücü Pariteleri
SVAR	Yapısal VAR
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜFE	Tüketici Fiyatları Endeksi
UMB	Ulusal Merkez Bankaları

TABLÖLER LİSTESİ

Tablo 1: Kredi Tipine Göre Faiz Oranlarındaki Yakınsama	s. 44
Tablo 2: Kısa Vadeli Faiz Oranları (%)	s. 45
Tablo 3: Uzun Dönem Faiz Oranları (%)	s. 46
Tablo 4: AB Üyesi Devletler Arasında Fiyat Yakınsaması	s. 57
Tablo 5: Enflasyon Oranı: Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endekslerinde (HIPC) Yıllık Ortalama Değişme Oranı	s. 59
Tablo 6: AB Kurumları İçerisinde Oy Dağılımları	s. 70
Tablo 7: Başlıca Ekonomilerin Konjonktür Korelasyonları	s. 87
Tablo 8: Ülke enflasyonlarının standart sapmaları ve ortalaması	s. 103
Tablo 9: Ülkelerin GSYİH artışlarının standart sapmaları ve ortalaması	s. 104
Tablo 10: Farklı Coğrafi Bölgeler Arasında Deflatörlerin Korelasyonları	s. 106
Tablo 11: Farklı Coğrafi Bölgeler Arasında GSYİH'ların Korelasyonları	s. 107
Tablo 12: Farklı Coğrafi Bölgeler Arasında Talep Şoklarının Korelasyonları	s. 109
Tablo 13: Farklı Coğrafi Bölgeler Arasında Arz Şoklarının Korelasyonları	s. 110
Tablo 14: Arz Şokunun Büyüklüğü	s. 112
Tablo 15: Talep Şokunun Büyüklüğü	s. 113
Tablo 16: Arz Düzensizliklerinin Uyarlanma Hızı	s. 114
Tablo 17: Talep Düzensizliklerinin Uyarlanma Hızı	s. 115
Tablo 18: Etki-Tepki Fonksiyonları	s. 117
Tablo 19: Farklı Coğrafi Bölgelerin Bütçe Açıkları (GSYİH'ya oranı olarak, %)	s. 130
Tablo 20: Bankacılık Sektörünün Bilanço Karşılaştırması	s. 131
Tablo 21: Ticaret ağırlıklı ABD Dolarında %10 oranında bir düşüşün etkisi	s. 133
Tablo 22: Ticaret ağırlıklı ABD Dolarında %40 oranında bir düşüşün etkisi	s. 133
Tablo 23: Ham Petrol Fiyatları Varilinin 70 Dolara Çıkması	s. 136
Tablo 24: %1 Reel Faiz Oranı Artışının GSYİH Üzerindeki Uzun Vadeli Etkisi	s. 137
Tablo 25: Türkiye Ekonomisinin Temel Makroekonomik Büyüklükleri, 1995-2001	s. 175

Tablo 26: Türkiye Ekonomisinin Temel Makroekonomik Büyüklükleri, 2002-2006	s. 176
Tablo 27: IMF Programı Hedefleri	s. 177
Tablo 28: IMF Programı Makro Fiyatları	s. 178
Tablo 29: Türkiye Mali Hesap İstatistikleri (milyon ABD Doları)	s. 181
Tablo 30: Türkiye Kriz Endeksi (1988-2006)	s. 182
Tablo 31: Entegrasyon Seviyesine İlişkin ADF Testleri	s. 191
Tablo 32: Eşbütünleşme testi	s. 193
Tablo 33: Türkiye’de Ödemeler Dengesindeki Gelişmeler	s. 197
Tablo 34: Konsolide Bütçe Açığının Finansmanı, 1995-2001	s. 204
Tablo 35: TMSF tarafından el konulan bankalar, 1999-2001.	s. 206

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Döviz Kurları ve İç ve Dış Politikalara Yönelik Optimal Politikalar	s. 11
Şekil 2: Phillips Eğrisi Dünyasında Parasal Birlik	s. 49
Şekil 3: Emek Piyasalarının İşleyişlerindeki Farklılıklar	s. 52
Şekil 4: Avrupa Komisyonu ve Krugman Görüşleri	s. 74
Şekil 5: Pozitif Talep Şokunun Etkileri	s. 93
Şekil 6: Pozitif Arz Şokunun Etkileri	s. 94
Şekil 7: Yurtiçi Yatırım Ve Tasarruf	s. 191

EKLER LİSTESİ

EK 1: Türkiye ile Avrupa Birliği Arasındaki Dış Ticaret İlişkisi	ek s. 1
EK 1: Deflator ve GSYİH'nın Etki-Tepki Fonksiyonları	ek s. 4
EK 2: Deflator ve GSYİH'nın Varyans Ayrıştırması	ek s. 9

GİRİŞ

Türkiye Cumhuriyeti kurulduğu 1923 yılından beri laik demokratik değerleri benimseyerek batı ile sürekli yakınlaşma eğiliminde olmuştur. Türkiye Birleşmiş Milletler kurucu üyesi, NATO (1952'den beri), Avrupa Konseyi (1949), Avrupa Ekonomik ve İşbirliği Teşkilatı (OECD) (1961) üyesi ve 1999 yılından itibaren Avrupa Birliği'ne (AB) aday ülkedir. Ankara, 1959 yılından beri Avrupa Ekonomik Topluluğu (AET) ile sıkı ilişki içinde olmuştur. Tüm bu gelişmeler Türkiye'nin AB üyeliğine yönelik birçok tartışmayı da beraberinde getirmiştir.

Türkiye'nin AET'na tam üyelik başvurusu 14 Nisan 1987 yılında yapıldı. 1995 yılında AB ile Gümrük Birliği anlaşması imzalandı ve Türkiye 12 Aralık 1999 yılında Helsinki zirvesinde resmi olarak adaylık statüsü kazandı. AB Konseyi 16-17 Aralık 2004 yılında Türkiye ile tam üyelik müzakerelerinin 3 Ekim 2005 yılında başlanmasına karar verdi. Bazı AB üyesi ülkelerinin bu karara karşı sert tutumları ve Türkiye'ye imtiyazlı ortaklık önerilerine rağmen, zirvede Türkiye ile müzakerelerin belirtilen tarihte tam üyelik çerçevesinde yürütüleceği kararlaştırıldı.

Türk gözlemciler sürekli olarak Türkiye'ye karşı AB'nin farklı bir tutum sergilediğinden şikayet etmektedirler. Türkiye Cumhuriyeti'nin AB üyeliği hem AB içinde, hem de Türkiye'de önemli tartışmalara sebep olmaktadır. Bu bağlamda Türkiye'nin olası AB üyeliğinin ekonomik etkilerinin incelenmesi büyük önem taşımaktadır. Bu tezin amacı bu etkileri araştırarak bu tartışmalara bilimsel olarak katkı yapmak ve aynı zamanda APB'de talep ve arz şoklarının benzerliğini araştırarak son ekonomik gelişmelere ışık tutacak sonuçları ortaya koymaktır. Bu bağlamda Türkiye'nin APB'nin üyesi olup olmaması gerektiği sorusu Optimum Para Sahası (OPS) teori ve uygulamaları çerçevesinde cevap vermek bu çalışmanın esas amacını oluşturmaktadır. Bundan başka APB'nin bir OPS olup olmadığı ve Türkiye'nin olası üyeliğinin bu sonucu nasıl değiştireceği de sorgulanmaktadır. Bu çalışmada şu şekilde bir hipotez kullanılmıştır: Bir parasal birliğe katılan bir ülke artık kendi para politikasını kullanamamaktadır. APB'ye üye olan ülkelerin ekonomilerine yönelik arz ve talep şokları ve ekonomik yapıları veri iken, Türkiye ekonomisinin karşılaştığı şoklar ve

ekonomik yapısı ile APB üye ülkelerinin karşılaştığı şoklar ve ekonomik yapıları farklıysa, Türkiye'nin APB'ye üyeliği Türkiye ekonomisinin aleyhine sonuçlar doğurur. Bu durumda Türkiye APB'ye üye olmamalıdır. Bu hipotezin testine yönelik değişik yöntemler (Panel veri, Yapısal VAR, Eşbütünleşme) kullanılmıştır. Bu şekilde aynı zamanda APB'nin bir OPS olup olmaması sorusuna da cevap verilmektedir.

Bu çalışmanın literatüre en önemli katkısı şöyle gösterilebilir: çalışmada para sahası kavramının APB ve Türkiye bağlamında incelenmesi ile OPS teorilerinin önermeleri test edilmekte ve ekonometrik sonuçlara ulaşmakla birlikte teorik önermelerde de bulunmaktadır. Çalışma bir bütün olarak değerlendirildiğinde çalışmada konunun farklı yönlerinin (Reel döviz kuru değişimleri, iktisadi şoklar, OPS'de içsellik problemi, para sahasının parasal aktarım mekanizması boyutu, parasal birleşme ve sermaye hareketleri ilişkisi v.d.) bir bütünün ayrı ayrı parçaları olarak ele alındığı görülmektedir.

OPS konusu sürekli olarak büyüyen ve gelişen bir ekonomik alandır. OPS teorileri birçok ekonometrik uygulamaları ile bir ülkenin bir parasal alana üye olup olmaması konusunda maliyet ve fayda analizleri yapacak çeşitli yöntemler ortaya koymaktadırlar. Fakat tüm bu çalışmalara rağmen bu sorunun cevabı hiç de kolay değildir. OPS teorileri üyelik aşamasında kullanılabilecek özellikle herhangi bir parasal alan üyeliği ile ortaya çıkacak fayda ve maliyet analizleri yapan kriterler ortaya koymaktadırlar. Bu sebeple bu çalışmada ilk olarak OPS teorileri incelenmektedir.

Bir parasal birliğe üyeliğin ülke açısından en önemli maliyetini para politikasından vazgeçmesi oluşturmaktadır. Parasal birliğe üyelikle bir ülke özellikle döviz kuru politikasını kullanamamakta, piyasada kendi para miktarını veya kısa vadeli faiz oranlarını değiştirme olanağını kaybetmektedir. Fakat serbest döviz kuru uygulanması ülkelere ekonomik amaçlara uygun olarak para miktarını kontrol etme olanakları sunmakta ve ekonomi yönetimine geniş hareket serbestisi tanımaktadır. Özellikle parasal birliğe üyelikle ülkeler açısından büyük önem arz eden para politikası kullanma olanağının kaybedilmiş olması en önemli eleştiri kaynağını oluşturmaktadır (Engel, 2001).

Bu sebeple çalışmada ilk olarak döviz kurunun belirlenmesine ve döviz kuru rejiminin seçilmesine yönelik teorik açıklamalara yer verilmektedir. OPS teorilerine göre parasal birliği oluşturan ülkeler benzer şoklarla karşı karşıya kaldıklarında parasal birliğin olumsuz sonuçları ortaya çıkmamaktadır. Eğer üye ülke ekonomilerine yönelik olan şoklar yeteri kadar benzerlik gösteriyorsa, bu durumda döviz kurları sabit kalmalıdır. Fakat ülkeler asimetrik şoklarla karşı karşıya kaldıklarında parasal birlik ülkeler açısından olumsuz sonuçlar doğurmaktadır.

İlk olarak klasik katkılarla OPS teorileri açıklanacaktır: ücret ve fiyat elastikiyeti (Friedman), işgücü mobilitesi (Mundell), ürün farklılaşması (Kenen), ekonominin dışa açıklığı (McKinnon), reel döviz kuru değişimi (Vaubel), finansal bütünleşme konsepti (Ingram), enflasyon oranlarının benzerliği konsepti (Haberler ve Fleming) ve parasal bütünleşmede politik faktörler (Mintz, Willet ve Tower).

OPS teorisine yönelik ilk teori bu kavramın da ilk kullanıcısı olan Robert Mundell (1961) tarafından geliştirilmiştir. Mundell'e göre bir parasal birliğin OPS olabilmesi için üretim faktörlerinden işgücünün birliğe katılan ülkeler arasında serbest dolaşması gerekmektedir. Kenen'e (1963) göre ise bir parasal birliğin OPS olabilmesinin kriteri ülkelerin üretim ve ihracatlarının geniş ölçüde çeşitlilik arz etmesi ve aynı yapıya sahip olmalarıdır. McKinnon (1969) ise ekonomilerinin dışa açıklık dereceleri yüksek olan ve daha ziyade bir-birleri ile ticaret yapan ülkeler tarafından oluşturulan parasal birliğin OPS olarak değerlendirileceğini belirtmektedir. Bu bağlamda tezde farklı ekonomik modeller kullanılarak OPS teorileri AB ülkelerine uygulanmaktadır. İlk olarak AB üye ve aday ülkelerinin eşbütünleşme ve standart sapma yöntemleri ile reel döviz kurları değişkenliği hesaplanmaktadır. Daha sonra ise Bayoumi ve Eichengreen (1997) yöntemi kullanılmaktadır. Bayoumi ve Eichengreen nominal döviz kuru değişkenliğini ölçerek OPS teorilerinin uygulanabilirliğine olanak sağlayan yöntem geliştirmişlerdir. Fakat Vaubel (1976, 1978a, 1978b) ilk defa reel döviz kuru değişkenliğinin ülkelerin parasal birliğe üye olurken dikkate alınması gerektiğinin daha doğru olacağı yaklaşımını literatüre kazandırmıştır. Bayoumi ve Eichengreen (1997) tarafından geliştirilen OPS Endeksinde ülkeler arasındaki optimal döviz kuru değişkenliği asimetrik üretim şoklarına, ülkeler arasındaki ticaret düzeyine, ülke ekonomilerinin büyüklüğüne ve

ekonomik yapılarının çeşitliliğine bağlanmaktadır. Endeks bir ülkenin parasal birliğe üyeliğinin ülke için avantajlı olup olamayacağı sorusuna cevap vermektedir. Bu yaklaşıma göre eğer ülke ekonomileri asimetrik şoklarla karşı karşıya kalmazlarsa, aynı ihracat yapısına sahip olurlarsa ve kendi aralarında daha fazla dış ticaret yaparlarsa, bu durumda endeks değerleri (reel döviz kuru değişkenliği) daha küçük çıkacak ve ülke parasal birliğe üyelikten daha fazla fayda sağlayacaktır.

Bayoumi ve Eichengreen (1997) yönteminin ardından ilk olarak Ingram (1962, 1973) tarafından geliştirilen finansal bütünleşme konsepti incelenmektedir. Ingram'a göre finansal bütünleşme ülkelerin döviz kuru değişimine olan ihtiyaçlarını azaltmaktadır. Haberler (1970) ve Fleming (1971) ise ülkelerin enflasyon oranlarının benzer gelişim göstermelerinin OPS için önemli kriter olarak değerlendirilmesi gerektiğini göstermektedirler. Haberler'e göre burada önemli olan ülkelerin ekonomi politikalarında hangi amaca üstünlük vermeleridir. Örneğin, tam istihdam, büyüme ve fiyat istikrarı bölgeler arasında aynı olmasına bakmayarak, bu ekonomik büyüklükler ülkeler arasında önemli farklılıklar göstermektedir. Fleming'e göre ise enflasyon oranlarının benzerliği kriteri en az OPS'ye yönelik geliştirilen diğer kriterler kadar önemlidir. Bu bağlamda enflasyon oranlarının benzerliği kriteri hem teorik, hem de AB ülkeleri açısından geniş bir şekilde incelenmektedir.

Döviz kuru rejimi seçimini etkileyen politik faktörler incelenmektedir. Konuyla ilgili geniş literatür çalışması yapılmakta ve parasal birliğe üye ülkelerin benzer politik davranışlar sergilemesinin OPS açısından önemine değinilmektedir. Çalışmada APB'nin sadece enflasyonla veya işsizlikle mücadele üzerindeki etkisi açısından değil, daha ziyade Avrupa içinde ve aynı zamanda dış dünyada barış ve sorunların çözümü üzerindeki etkisi açısından değerlendirilmesi yapılmaktadır (Feldstein: 1997).

OPS'ye yönelik modern teorilere tezde ayrıca yer verilmektedir. Bu bağlamda Frankel ve Rose (1997) tarafından geliştirilen OPS'de içsellik teorisi incelenmektedir. Frankel ve Rose'ye (1997) göre Avrupa devletlerinin APB'ye üyelik tartışmaları geçmişe yönelik istatistiklere bakarak değerlendirilmemelidir. Çünkü bir devletin APB'ye üyeliği o devletin ekonomik yapısında da değişiklikler oluşturmaktadır. Bu teori esasen ekonomide Lukas kritiği adı altında bilinen düşüncenin OPS'de kullanılmasıdır.

Çalışmada OPS’de içselliği test etmeye yönelik genişletilmiş Gravity modeli kullanılmakta ve parasal birliğin birliğe dâhil olan ülkelerin kendi aralarında yaptıkları ticaretleri üzerindeki etkisi tahmin edilmektedir. Bu bölümün sonunda OPS’ye yönelik farklı eleştirel noktalara yer verilmektedir.

İkinci bölümde ise parasal bütünleşmenin şoklar açısından değerlendirilmesi yapılmaktadır. Bu bağlamda yapısal şokları incelemek ve Etki-Tepki Reaksiyon Fonksiyonu ve Varyans Ayrımını (variance decomposition) türetmek için Yapısal VAR(SVAR) yöntemi çerçevesinde, Blanchard ve Quah (1989) tarafından geliştirilen uzun dönemli kısıtlamalar kullanılmaktadır. Bu bölümde şokların büyüklüğü, uyum hızı ve farklı ülkelerin talep ve arz şokları korelasyonu da incelenmektedir. Bir parasal birlik içerisinde simetri ve şokların aktarımı tek bir para politikasının uygun olduğu anlamına gelecektir. Ama eğer arz ve talep eğrileri daha yatık ise ve arz uzun dönemde fiyata göre esnek değilse, o zaman uyarlanma büyük oranda hasıla aracılığıyla yapılacaktır. Böyle bir durumda, fiyatlar kadar hasılda da istikrar amaçlanırsa ve eğer arz şokları talep şokları kadar önemliyse, ek politikalara (mali ve arz yönlü) ihtiyaç duyulacaktır. Her iki durumda da, şokların büyüklüğü veya bu şokların aktarımı açısından ülkeler arasında farklılık varsa, tek bir para politikası kayda değer maliyetler getirecektir (Demertzis and et al., 1997: 169-171).

Üçüncü bölümde Türkiye ve Avro bölgesinde para ve maliye politikaları ve aynı zamanda para politikasının aktarım mekanizmaları karşılıklı olarak incelenmektedir. Çalışmada para politikasının etkisi açısından aktarım mekanizmalarının önemine değinilmektedir. Herbir parasal birlikte ekonomik yapılar farklı olabilir. Bu bağlamda para politikası kurumlarının bu farklılığa karşı reaksiyonları önem taşımaktadır. Gros ve Hefeker’e göre (2004) parasal birliğe üye ülkelerin sergiledikleri finansal, endüstriyel ve aynı zamanda kurumsal farklılıklar para politikasının etkilerinin ülkeler üzerinde farklı olmasına sebep olur. Bankacılık sistemindeki farklılıklar, firmaların ihtiyaç duydukları dış finansman farklılıkları, kredi teminatı gereksinimleri ve hanehalkı aktiflerindeki farklılıklar, tek bir merkezden yürütülen para politikasının farklı ülkeler üzerindeki etkisinin farklılığına sebep olur.

Dördüncü bölümde ise sermaye hareketlerinin döviz kuru üzerindeki etkisi incelenmektedir. Mundell'in aksine, döviz kuru düzeltme mekanizmasının kaybını dengelemek için parasal birlik içinde emeğin yeterli sayıda ve yeterli hızda bir bölgeden diğerine hareket etmesinin pek de olası olmadığı iddia edilebilir (Fukuda, 2002: 4). Eğer asimetrik şoklar ortaya çıkarsa ve işgücü parasal birlik içinde mobil değilse veya mobilitesi yeterli değilse bu durumda, sermaye hareketleri bölgeler arasındaki döviz kurunun istikrarlı kalması için gerekli ayarlama mekanizması görevini görebilir.

Döviz kurlarını ve ödemeler bilançosunu açıklamaya yönelik olarak ekonomistlerin iki geleneksel yaklaşımı geliştirdiği 1920'lerin başlarına kadar uzanır. Bu yaklaşımlar gelişirken sermaye akımları bugünkü gibi döviz piyasasına hâkim değildi. Sonuç olarak, her iki yaklaşım sermaye akımlarının sadece uluslararası mal ve hizmet işlemlerini finanse etmek için var olduğunu varsaymaktadır. Böylelikle, sermaye akımları, sadece ulusun mal ve hizmet ticaretine odaklanan modellerde açıkça ele alınmamıştır. İki geleneksel yaklaşım, ulusun ödemeler bilançosunu ve parasının mübadele değerini etkileyen ekonomik değişkenlere farklı bir vurgu yüklemektedir. Esneklik yaklaşımı olarak bilinen ilk yaklaşım fiyat etkilerini vurgularken, masnetme yaklaşımı olarak bilinen ikinci yaklaşım gelir etkilerine odaklanmaktadır (Daniels ve vanHoose, 2006: 314).

Bir ülkenin sermaye hareketlerine açık olması o ülke açısından farklı açılardan önemli ekonomik büyüme kaynağı oluşturmaktadır. Birincisi yabancı tasarruflar yurtiçi yatırımlarda kullanılabilir. İkincisi yabancı doğrudan yatırımlar yayılma etkisi oluşturarak ülkenin teknoloji ve bilgiye ulaşımını kolaylaştırmaktadır. Üçüncüsü yabancı yatırımlar ekonomide verimlilik artışında önemli rol oynamaktadır. Bu bağlamda sermaye hareketlerinin liberalleşmesi portföy yatırımlarlarında risk faktörünün dağıtılmasına ve yurtiçi sermaye piyasasında likidite artışına sebep olmaktadır. Son olarak sermaye hareketlerinin liberalleştirildiği bir ekonomide yurtiçi yatırım yapma olanaklarının genişlediğini söyleyebiliriz. Sermaye hareketlerinin tüm bu olumlu yanları ile birlikte özellikle kısa vadeli sermaye hareketleri politik karar alıcılar tarafından etkilenmektedir. Diğer taraftan ise sermaye hareketlerinin liberalizasyonu ülkeyi ani sermaye çıkışlarına ve ülke parasına yönelik spekulatif saldırılara karşı hassas duruma

getirmektedir. Bundan ilave sermaye hareketlerinin kademeli liberalizasyonunun daha güvenilir strateji olduğuna yönelik teorik yaklaşımlar var. Özellikle sermaye hareketlerinin liberalizasyonu ülke parasının değerini uzun dönemli denge değerinden uzaklaştırarak döviz kurunun aşırı değerlenmesine yol açabilir (Buch ve d., 1999).

Kısa dönemde, sermaye akımları, gerek aynı para alanında gerekse farklı para birimleri altında, bölgeler arasında ödeme uyarlanmalarını dengeleyebilir. Bu tür akımlar, yapısal değişikliklerin zamana yayılmasına olanak tanıyarak şoklara uyarlanmanın yükünü de hafifletebilir. Bu yapısal değişiklikleri finanse etmek için uzun dönemli yatırım sermayesinin hareketliliğinin de OPS için hayati bir önem taşıdığı düşünülmektedir.

Finansal piyasalardaki herhangi bir segmentasyon sermaye hareketliliğini belirgin bir şekilde aksatır. Emek hareketliliğinde olduğu gibi, böyle bir segmentasyon çoğunlukla kamu otoritelerinin aykırı eylemlerinin sonucudur: örneğin, denetim kurallarının farklılaştırılması. Mevcut AB içinde bankacılık, sigorta ve diğer finansal piyasalarda bu tür segmentasyonları azaltmak için kayda değer bir ilerleme sağlanmıştır. Ancak sermaye hareketliliği durumunda “Lucas kritiği” özel bir güce sahiptir. Farklı para birimlerinin varlığı, ilişkili kur riskleri de dikkate alındığında, kendi başına zaten segmentasyon için büyük bir neden teşkil etmektedir. Dolayısıyla, işleyen bir APB için gerekli sermaye hareketliliğinin kesin bir şekilde ortaya çıkması muhtemeldir (Patterson ve Amati, 1998).

Bu yüzden çalışmada sermaye hareketlerini açıklamaya yönelik makro ve mikroekonomik faktörlere, özellikle bankacılık sisteminin rolüne geniş bir şekilde yer verilmektedir. Bu çalışmada aynı zamanda parasal krizlere ilişkin üç kuşağın modelleri de incelenmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

OPTİMUM PARA SAHASI TEORİSİ, DÖVİZ KURU SEÇİMİ VE İÇSELLİK PROBLEMİ

1.1 OPTİMUM PARA SAHASI KAVRAMI VE DÖVİZ KURU SEÇİMİ SORUNU

Bu bölümde ilk olarak konuya giriş niteliğinde olacak şekilde döviz kuru seçimlerinin teorik temellerine değinilerek OPS kavramı incelenecektir. Daha sonra ise OPS teorisine yönelik klasik ve yeni katkılar ele alınacaktır. Bu bölümde aynı zamanda OPS teorisi çerçevesinde reel döviz kuru değişimleri analiz edilecek ve konu OPS endeksi bağlamında incelenecektir. Bu bölümde aynı zamanda OPS teorisine yönelik eleştiriler analiz edilecektir.

1.1.1 Optimum Para Sahası Kavramı

Tam para birlikleri veya parasal birlikler tek bir parayı paylaşan ülke gruplarıdır. Fakat tam olmayan bir parasal birlikte bölgeler arasında sabit bir döviz kuru bulunur. Bir OPS simetrik şoklardan (dışsal düzensizlikler) aynı şekilde etkilenen ve sermaye ile emeğin tam olarak hareketli olduğu bölgeler ya da ülkelerden oluşur (Hitris, 1998: 144-145).

Simetrik şoklar katılan tüm ülkeleri aynı şekilde etkilediğinden bölgeler arasındaki göreceli fiyatları etkilemez ve dolayısıyla bölgeler arasındaki döviz kuru sabit kalabilir. Eğer asimetrik şoklar oluşursa, makroekonomik istikrar faktörünü sağlamak için faktör hareketliliği gibi alternatif uyarılma mekanizmaları gerekir. Bu koşullar gerçekleşirse o zaman bölgeler (tam olmayan parasal birlik) arasındaki sabit döviz kuru ve nihayetinde ortak para birimi (tam parasal birlik) katılımcılar için para politikası bağımsızlığının kaybedilmesinden dolayı herhangi bir maliyet doğurmadan oluşturulabilir. Aksine bu bölgeler döviz piyasasındaki istikrardan ve birlik içi ticarete daha düşük işlem maliyetlerinden faydalanırlar (Ramos ve Suriñach, 2004).

OPS teorisi önemli bazı bulgular ve tahminler ortaya koymuştur. Mahlberg ve Kronberger'e (1998) göre OPS teorisinin dikkat çekici bulguları, ülkelerin ekonomik yapıları farklı olduğunda asimetrik şoklarla yüz yüze gelmelerinin muhtemel olduğunu göstermektedir (Mahlberg ve Kronberger, 1998: 248).

OPS teorisinin entelektüel dayanakları büyük ölçüde uluslararası ticaret teorisine dayanmaktadır. Uluslararası ticaret teorisi de faktör hareketliliği ile ilgili Ricardo'cu varsayım üzerinde geliştirilmiştir. Ricardo, üretim faktörlerinin yurtiçinde hareketli, uluslararasıda ise hareketsiz olduğunu varsaymıştır. Ulusal paralara dayanan esnek döviz kurlarına yönelik tartışma ancak Ricardo'nun faktör hareketliliği ile ilgili varsayımı altında geçerlidir (Scitovsky, 1958:79-80). Para alanlarındaki problem, tam istihdam ve ödemeler bilançosu dengesinin mümkün olup olmadığıdır. Fakat ticaret kısıtlamaları, döviz kontrolleri ve döviz kuru müdahalelerinin hepsi ödemeler bilançosu güçlükleri ile mücadele etmeye yönelik araçlardır. Politikacının “cephanesinden bu silahlar alınır”, ödemeler bilançosunun dengesinin yeniden sağlanması ve korunması için başka enstrümanların bulunması gerekir. Temelde, bazı ekonomistler OPS teorisinin bu başka araçları sağlamaya hizmet edeceğini düşünmüşlerdir.

Parasal birlikler teorisine ilk katkılar, ilk olarak Mundell (1961), McKinnon (1963) ve Kenen'in (1969) makalelerinde gösterildiği gibi, büyük ölçüde OPS teorisinden türemiştir. OPS teorisine göre bir parasal birliğin uygulanabilirliği iki faktör tarafından belirlenmektedir. Bu faktörler, ilgili ekonomileri etkileyen dengesizlikler ve bu bölgelerin bu şoklara tepki vermekte kullanabilecekleri uyarlanma mekanizmalarıdır.

1.1.2 Döviz Kuru Düzenlemelerinin Seçimi

IMF'nin resmi sınıflandırmasında döviz kuru düzenlemeleri üç geniş kategori altında sınıflandırılmaktadır: bağlı ya da sabit düzenlemeler, esnek düzenlemeler ve bu ikisi arasında kalan “sınırlı esnek” düzenlemeler kategorisi. Ülkeler muhtemelen en çok faydayı getireceğine inandıkları kategoriyi seçerler. Döviz kuru düzenlemelerinin seçimine ilişkin olarak literatürde bazı açıklamalar bulunmaktadır. Bir yandan, döviz kuru düzenlemeleri ülkelerin yapısal özelliklerine, dış çevrelere veya makroekonomik ve

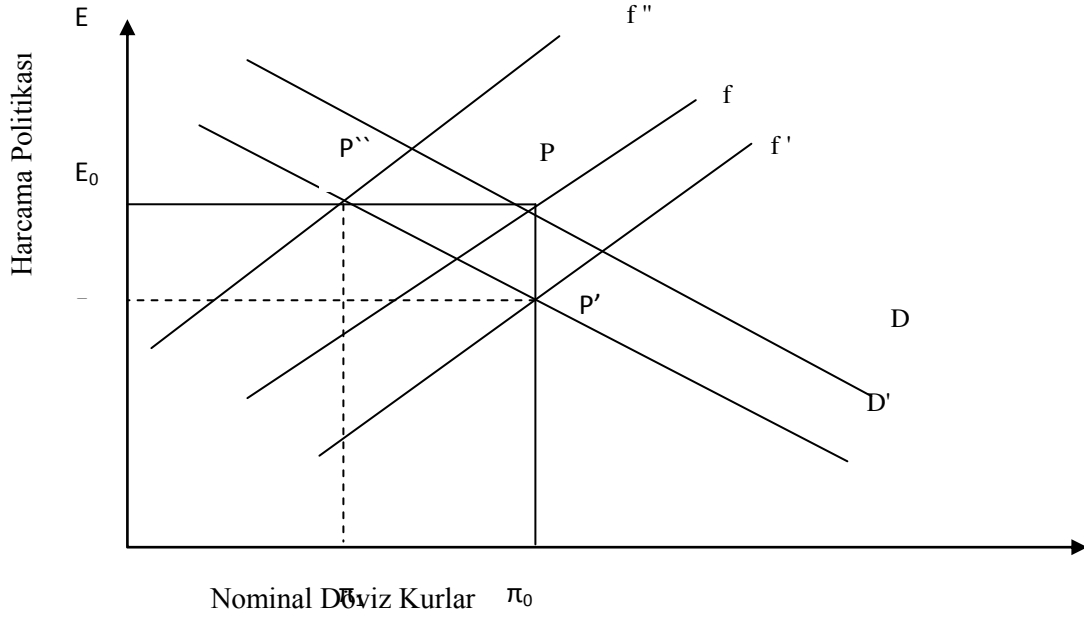
politik koşullara baēlıdır. Bu nedenle farklı ülkeler için farklı dvız kuru düzenlemeleri uygun olabilmektedir. Öte yandan, yapısal özellikler, dış çevreler veya makroekonomik ve politik koşullar zamanla deēiřtiēinden dvız kurları üzerindeki piyasa baskısı o kadar çok kuvvetli olur ki, esasen dvız kuru düzenlemelerinde deēiřimi zorunlu kılarlar (Isard, 1995).

Hem dalgalı, hem de sabit nominal dvız kuru rejimlerinde reel dvız kuru, orta ve uzun dönemde toplam arz ve toplam talebi dengeleyen uyarlama mekanizmalarından birini sunar. Nominal dvız kurları sabit iken reel dvız kurlarındaki tüm uyarlanma yurtiçi ve yurtdışı fiyatlar seviyelerindeki deēiřmeler ile gerçekleşir. Nominal dvız kurları esnek iken, reel dvız kurundaki herhangi bir uyarlanmanın bir kısmı ya da tamamı nominal dvız kurlarındaki uyarlanma sayesinde saēlanabilir (HM Treasury, 2003).

Kenen'in (1987) belirttiēi gibi, dvız kurundaki düzenlemelere konulmak üzere kısıtlamalara gereksinim bulunmaktadır. rneēin, özellikle, Bretton Woods rejimi altında parasal özerklik üzerinde kısıtlamalar bulunmaktaydı. demeler bilançosunda kalıcı bir açık ya da fazla vermekten ve nihai bir dvız kurundan kaçınmak için bu sistem enflasyon ve faiz oranlarını Birleşik Devletlerdeki oranlar ile uyumlu tutma gereēi görmüştür. Diēer bir kısıt, sabitlenmiş dvız kuruna müdahale etme gereēini dayatan mekanik bir kısıttı. Yabancı paranın resmi satın alımı, tıpkı yerli tahvillerin açık piyasa işlemleri ile satın alımı gibi, para arzını arttırır ve yabancı paranın satılması ise para arzını azaltır.

Çok geçmeden, dalgalı dvız kurları rejimine geçildikten hemen sonraki yıllarda ise parasal özerklik konusu geniş bir şekilde tartışılmaya başlandı. Bu tartışmalarda dalgalı kurların her hükümetin kendi para arzını kontrol etmesine ve bunu kendi politika hedeflerini gerçekleştirmek için kullanmasına olanak tanıyacaēı belirtilmekteydi. Ařaēıda, dvız kurlarını ve i ve dış politikalara yönelik optimal politikaları göstermek için Kenen (1994) tarafından kullanılan şekil ve simgeler kullanılmaktadır.

Şekil 1:Döviz Kurları ve İç ve Dış Politikalara Yönelik Optimal Politikalar



Kaynak: Kenen 1994, s. 67.

Döviz kuru ve harcama politikası arasındaki farklı olası ilişkileri ve iç ve dış dengeler üzerindeki etkilerini göstermek için iki eğri kullanılmaktadır. DD eğrisi iç dengenin korunması için döviz kurunun harcama politikası ile nasıl birleştirilebileceğini göstermektedir. FF eğrisi dış dengenin korunması için döviz kurunun harcama politikası ile nasıl birleştirilebileceğini göstermektedir. Yurtiçi harcama düzeyindeki değişimler hem DD hem de FF eğrisinin şeklini etkileyebilir.

Yurtiçi ve yurtdışı harcama bileşimindeki değişimler dikkate alındığında biraz farklı bir durum ortaya çıkmaktadır. Harcamalarda yurtiçi mallara yönelik anlık bir kayma (ya da yurtdışı harcama düzeyinde bir artış), iç dengeyi ve dış dengeyi korumak için daha kısıtlayıcı bir harcama politikası gerektiğinden, iç denge eğrisini DD den D'D'ye ve dış denge eğrisini de FF den F'F'ye kaydırır. Fakat döviz kurunda yaşanacak π_0 'dan π_1 'e değişim (yerli paranın revalüasyonu veya apresiasyonu) harcama politikasında bir değişim olmaksızın iç ve dış dengenin korunmasını sağlayabilir.

Döviz kuru π_0 'da sabitlenmişse o zaman başlangıç noktasında enflasyonist baskılar ve cari işlemler fazlası söz konusudur ve otoriteler bir politika çatışması ile karşı karşıya kalırlar. (P D'D'üzerinde ve F''F'' altındadır). Bu noktada iç denge bir harcama politikası ile sağlanabilir, fakat bu cari işlemler fazlasını daha da büyütür. Dış denge, ekonomiyi F''F'' ye, dikey olarak P üzerinde bir noktaya götürecektir. Bu noktada iç denge bir harcama politikası ile sağlanabilir, fakat bu da enflasyonist baskıları körükler. Buna karşılık esnek bir kur durumunda yerli para hemen π_0 'dan π_1 'e değerelecektir ve ekonomiyi P''ye götürecektir. İç denge harcama politikasında herhangi bir değışme olmadan sağlanabilecektir. Bu açıdan, esnek döviz kurunun neden ekonomiyi talep değışmelerinden ve dış talepteki dalgalanmalardan koruduğunun düşünöldüğünü anlamak kolaydır (Kenen, 1994).

Ayrıca, sabit kur rejiminin bazı potansiyel sonuçlarına baktığımızda esnek döviz kuru için daha çok destek bulabiliriz. Belli bir hükümet yabancı paranın milli para cinsinden fiyatını sabitlemeyi seçtiğinde bazı problemler doğar ve bu fiyat, bir şekilde, denge fiyatına eşitlenecek şekilde duraklar. Johnson'a göre (1970) bu fiyat çok düşük ise, yani yerli para aşırı değerelelenmişse, bir ödemeler dengesi açığı oluşur ve ülke döviz stoklarını eritmek ve diğer ölkelerden borçlanmak zorunda kalır.

Dahası, dalgalı döviz kurlarına yönelik tartışmanın dayanaklarından biri, mal fiyatlarının yavaşça uyarlandığı zamanlarda bile döviz kurunun, görelî ulusal fiyat seviyelerinin hızlı bir şekilde uyarlanmasına olanak tanımasıdır. Buna karşılık unutulmamalıdır ki bu çıkarsama uygulamadan çok teoriye dayanmaktadır. Engel'e (2001) göre bunun nedeni mevcut ampirik kanıtların tüketici fiyatlarının döviz kurundaki değışmelere hızlı bir şekilde tepki vermediğini göstermesidir (Engel, 2001: 78).

Bu önemli bulgu, ulusal paraların kaldırılmasının bir makroekonomik uyarlanma aracını ortadan kaldıracağını ileri süren eleştirmenlere karşı Avro destekçilerine koz vermektedir. İki bölgenin (A, B) olduğunu varsayın. Her biri tek bir mal üretmektedir (sırasıyla a ve b) ve bölgeler arası ticarete neden olacak şekilde hane halkları her iki maldan biraz tüketmektedir. Tam istihdam dengesi konumunda, tercihlerde a malından b malına yönelik kalıcı bir kayma olduğunu varsayalım. Bu durumda, iki mal arasındaki

görelî fiyat (reel döviz kuru) değişmezse ticarete bir dengesizlik olacaktır. Sırasıyla, bu değişim iki farklı kanalla yapılabilir. Bu kanallardan birincisi nominal döviz kurundaki değişiminin gerçekleşmesidir. Fakat iki bölge aynı para birimine sahip iken nominal döviz kuru değişmez. Reel döviz kurunu değiştirmenin ikinci yolu nominal fiyat seviyelerini değiştirmektir. Burada A'daki fiyat düzeyi B'dekine göre düşmelidir. Fiyatlar ve ücretler anında uyarlanırsa reel döviz kuru yeni denge seviyesine sıçrar ve durum da bu şekilde sonuçlanır. Fakat bu fikirleri destekleyen ekonomistler ayrıca fiyatların “yapışkan” olduğuna da inanmaktadır. Bu nedenle, ancak B'de “aşırı istihdam” ve A'da deflasyon ve işsizlik döneminden sonra yeni denge döviz kuruna ulaşılır. Nominal fiyatların uyarlanması ne kadar çok zaman alırsa A'daki resesyon o kadar çok ciddi olacaktır (Sala-I-Martin X. ve Sachs J., 1993).

Bu elverişsiz sonuçlara değinen Feldstein (1997), ortalama bir Avrupalının yaşam standardının APB'de kendi ulusal paralarını korumaları durumuna göre orta ve uzun dönemde daha düşük olacağını iddia etmektedir. Bu sebeple Avrupa mal ve hizmet ticaretinde tek pazar, emek ve sermayenin serbest dolaşımı, geniş bantlar içinde ayarlanabilir döviz kurları ve düşük enflasyon amaçlı yurtiçi para politikalarından oluşan mevcut ekonomi politikaları önermektedir. Ancak, nihai olarak, Feldstein (1997) EMU'nun, net ekonomik dezavantajlarını aşan net politik avantajlarının olup olmadığına Avrupalıların kendilerinin karar vermesi gerektiğini belirtmiştir.

1.2 OPTİMUM PARA SAHASI TEORİSİNE KLASİK KATKILAR

Uyarlanma mekanizmaları, ekonomideki dengesizlikler karşısında ekonomik istikrarı sağlamayı kolaylaştıran konvansiyonlardır. Parasal birliğe katılım, ülkeleri bağımsız para ve döviz kuru politikaları uygulamaktan alıkoyar. Mali politikalar da ayrıca bütçe kısıtlarına ya da piyasa-kaynaklı kısıtlara tabi olabilir. Bu nedenle, OPS teorisi, parasal birliğe katılan ülkelerin ekonomik şoklara uyarlanmak için kullanabilecekleri başka araçlar önermektedir (Martin-Das, 2002: 66).

1.2.1 Fiyat ve Ücret Esnekliği

İlke olarak, yurtiçi fiyatlarda ve ücretlerde meydana gelen değişimler ticaret üzerinde döviz kurundaki değişimlerin yaratacağı etkilerin aynısını yaratabilir. Fiyatlar ve ücretler bölgeler arasında esnek olduğunda bölgeler arasında uyarlanmaya geçişin bir bölgede işsizlikle diğer bölgede enflasyonla ilişkili olması muhtemel değildir ki bu da döviz kuru uyarlamasına olan gerekliliği azaltır (Friedman, 1953: 164-167; Kawai, 1992: 78; Tavlas, 1993: 683-685).

Fiyatlar ve (reel) ücretler arz ve talep koşullarındaki değişimler karşısında alan içinde yeteri kadar esnek ise, alandaki bölgelerin sabit döviz kurları ile birbirine bağlanması gerektiği söylenebilir. Bu durumda bölgeler arası döviz kuru esnekliği gereksiz hale gelir ve bölgeler arası ödemeleri etkileyen dengesizliklere, fiyatlar ve ücretlerdeki değişim işsizliğe sebep olmadan anlık reel uyarlanmayı kolaylaştırır. Dış denge, alandaki ülke paralarının dış dünya karşısında birlikte dalgalanmasıyla ve iç fiyat-ücret esnekliğiyle sağlanır (Kawai, 1992: 78).

Fakat modern dünyada iç fiyatlar ve ücretler esnek değildir, daha doğrusu aşağı değil de daha çok yukarı doğru esnektirler. Bundan ilave ekonominin yükselme zamanlarında bile bütün fiyatlar eşit derecede esnek değildir. Örneğin, Chown'a (2003: 9-10) göre 19. ile 20. yüzyıl arasındaki temel fark, her ne sebeple olursa olsun, parasal ücretleri azaltmanın gerçekte çok zor hale gelmiş olmasıdır. Fiyatlardaki katılık veya farklı esneklik dereceleri, dışsal koşullardaki değişiklikler karşısındaki uyarlanmalarda bir bozulma anlamına gelmektedir.

Ekonomistler parasal birliğin istihdam, enflasyon, ticaret ve genel ekonomik refah üzerindeki etkilerini farklı açılardan da değerlendirmektedirler. Feldstein'a göre, bir Avrupa Para Birliğinin net ekonomik etkisi negatif olacaktır. Avrupa için esnek döviz kurlarını savunmaktadır. Feldstein'a göre: *Bir parasal birlik, nominal döviz kurlarının reel döviz kurunda gerekli bir değişmeyi sağlamak için uyarlanamayacağı anlamına gelir. Bu nedenle, reel döviz kurundaki değişmeyi gerçekleştirmek için yerel fiyat düzeyinin uyarlanması gereklidir. Bu iki uyarlanmadan birisi reel döviz kurunu denge değerine getirebilir fakat yurtiçi fiyatlardaki bir düşüş artan bir işsizlik dönemi*

gerektirebilir. Bu nedenle nominal döviz kurunda bir düşüş sağlamak kesinlikle daha iyi olacaktır (Feldstein, 1992: 19-22). Avrupa’da tek para birimine geçilmiş olması ile nominal döviz kurlarında bu tür uyarlanmalar ortadan kalkacak ve reel döviz kurlarındaki düşüşlerin daha düşük lokal ücretler ve fiyatlar yoluyla sağlanması gerekecektir. Bu güçlüklerle rağmen, sadece ara sıra ve sadece ticaretin reel koşullarındaki değişiklik sonucunda başvurulmuş iç fiyatlarda değişikliğe gitme arzu edilmeyebilir (Friedman, 1953: 165-166).

1.2.2 Mundell’in OPS’ye Katkıları

Mundell, çalışmasında, iki ülkenin var olduğu ve herbirinin iki mal ürettiği şeklindeki Ricardo’cu varsayımları kullanmıştır. Her ülke bir malı ihraç ederken diğerini ithal etmektedir (Zheng, 1999: 25). Mundell bize çok önemli iki tanım vermektedir: optimallik tanımı ve ekonomik bölge tanımı. Optimallik emek piyasasının durumu ile ilgilidir. Bölge ise Mundell tarafından, aynı teknolojiyi kullanan, aynı talep eğrisiyle karşı karşıya olan ve koşullar değiştikçe birlikte zarar gören veya zenginleşen bir homojen üreticiler topluluğu olarak tanımlanmaktadır (Kenen, 1969: 42).

Mundell (1961), çalışmasında, dünyanın iki ülkeden (Kanada ve Birleşik Devletler) ve bu ülkeleri kapsayan iki bölgeden (Doğu ve Batı) oluştuğunu varsaymaktadır. Her iki ülkede Doğu araba gibi mallar üretirken Batı ise kereste ürünleri gibi mallar üretmektedir. Asimetrik bir şok sonucunda Doğu’da artan işsizlik, Batı’da ise enflasyonist baskı bulunmaktadır. Doğu’nun ödemeler bilançosu açığı yüzünden banka rezervleri Doğu’dan Batı’ya akmaktadır. Doğu’daki işsizliği hafifletmek için her iki ülkedeki merkez bankaları ulusal para arzlarını arttırmak zorunda kalacaktır. Ya da Batı’daki enflasyonu önlemek için her iki ülkedeki merkez bankaları ulusal para arzlarını daraltmak zorunda kalacaktır. Böylelikle, işsizlik ancak enflasyon pahasına her iki ülkede önlenemez; veya enflasyon ancak işsizlik pahasına her iki ülkede kısıtlanabilir; veya son olarak, bu yük Doğu ve Batı arasında paylaştırılabilir. Fakat hem işsizlikten hem de enflasyondan kaçınılamaz. Esnek döviz kuru sistemi iki ülke arasındaki ödemeler bilançosu durumunu düzeltse de iki bölge arasında bunu yapmaz.

Mundell (1961) parasal birliğin A ve B gibi iki ülkeden oluştuğunu varsayar. Her ülke hem iç hem de dış dengesini, yani tam istihdamı ve ödemeler bilançosu dengesini sağlamak istemektedir. Başlangıçta her iki ülkede dengeler sağlanmıştır. B'nin A'nın ihracatına olan talebi azalır, B'de A'nın ihracatını yurtiçi üretimle ikame etme çabası nedeniyle A bilanço fazlası verecek ve aşırı istihdam ile karşı karşıya kalacaktır. Döviz kuru uyarlanması söz konusu olmadığında, dengesizlikler A'da deflasyonu B'de ise reflasyonu gerektirecektir.

Mundell, çalışmasında, bölgeler arasında üretim faktörleri hareketliliğinin düzeltme mekanizması olarak esnek döviz kuru sistemi yerine geçebileceğini önermiştir. Daha belirgin bir şekilde ifade edilecek olursa, Mundell parasal birliğe katılan bölgeler arasındaki işgücü hareketliliğinin asimetrik bir şokun olumsuz etkilerini hafifleteceğini iddia etmiştir. Ona göre, işçilerin yabancı ülkeye göç etmesinden dolayı yurtiçinde emek arzında meydana gelecek azalma işsizlikteki artışı önleyebilir. Öte yandan, ücretler emek arz ve talep dengesi tarafından belirleniyorsa o zaman işçilerin yabancı ülkeye akın etmesi emek arzını sağa kaydıracak ve yurtdışı talebin artmasından kaynaklanan işgücü talebindeki artışı hafifletebilecektir (Fukuda, 2002).

Mundell'e (1973: 49) göre OPS, "uluslararası faktör hareketsizliği açısından tanımlanan bölgedir. Faktör hareketliliği içeride yüksek ve uluslar arasında düşük ise ulusal paralara dayalı esnek döviz kurları sistemi yeterince etkin bir şekilde işleyebilir. Fakat bölgeler ulusal sınırların ötesine geçiyorsa veya ülkeler çok bölgeliyse esnek döviz kuruna yönelik tartışma ancak para birimlerinin bölgesel bazda yeniden organize edilmesi durumunda geçerli olur".

Burada J.E.Meade'in (1957) ve Tibor Scitovsky'nin (1958) iyi bilinen fikirlerine değinmek önem arz etmektedir. Meade (1957) Avrupa'da ortak bir para birimi için gerekli koşulların var olmadığını ve özellikle de emek hareketliliğinin olmaması yüzünden esnek döviz kurları sisteminin ödemeler bilançosu dengesi ve iç dengenin sağlanması konusunda daha etkili olacağını iddia etmektedir. Fakat Scitovsky (1958) daha yüksek derecede bir sermaye hareketliliğine neden olacağına inandığı için ortak para biriminden yanadır, fakat yine de emeğin daha hareketli kılınması ve uluslar-üstü istihdam politikalarının kolaylaştırılması için adım atılması gerektiğini belirtmektedir.

Sabit döviz kurlarına yönelik Mudell'in ortaya koyduğu diğer bir nokta para yanılışı olgusudur. 1950'lerde bir dizi çalışma sabit rejimler altında uyarlanma problemleri tanımlamış ve esnek döviz kurları lehine tartışma yürütmüştür. *“Esnek döviz kurları sistemi, savunucuları tarafından genellikle, dış denge açık verdiği zaman depresiasyonun işsizliğin yerini almasını, fazla verdiği zaman da appresiasyonun enflasyonun yerini almasını sağlayan bir araç olarak sunulur”* Mundell (1961). Mundell (1997) çalışmasında, para yanılışı olgusunun esnek döviz kurları için geçerliliğine şüphe ile bakmıştır. Mundell döviz esnekliğinin küçük açık para alanlarında işe yaramayacağını, çünkü etkin olabilmesi için, gerçekçi olmayan bir para yanılışı derecesi gerektireceğini savunmuştur. Ayrıca para yanılışı deneyimden etkilenmektedir. Bir ülke ne kadar çok enflasyon yaşarsa o kadar çok beklentilere dayalı hale gelir ve bu da o kadar çok ücret taleplerine enflasyon primi eklenme talebine sebep olmaktadır.

Gecikmeli fiyat algılamaları biçimini alan ve rekabetçi genel denge bağlamında ele alınan para yanılışı, bir ülkenin belli ölçüdeki bir devalüasyona atfedilen ödemeler bilançosundaki değişimi azalttığı gösterilir. Ayrıca, yanılışın uyarlanma üzerindeki etkisinin de sabit döviz kuru düzenlemelerine kıyasla esnek döviz kuru düzenlemeleri altında muhtemelen daha yüksek olduğu gösterilir. Yakın geçmişte fiyatların hızlıca değişmesi durumunda, eksik bilgiye sahip insanlar bu dönemde gerçekleşen fiyat değişmelerini muhtemelen yüksek tahmin ederler. Bu durumda, fiyatlar yükselirken paranın değerini olduğundan düşük, fiyatlar düşerken de olduğundan yüksek tahmin ederler. Fakat yukarıda da belirtildiği gibi Mundell döviz esnekliğinin küçük açık para alanlarında işe yaramayacağını, çünkü etkin olabilmesi için, gerçekçi olmayan bir para yanılışı derecesi gerektireceğini savunmuştur. (Murphy ve Das, 1976: 77). Devalüasyon konusunda tartışılan diğer bir nokta, reel ücretlerin gerçekten katı olması durumunda devalüasyonun bunun düşüremeyeceğidir. Başlangıç durumu tam istihdam ise, devalüasyonun ilk etkileri, parasal ücretlerde tazmin edici bir artışla giderilecektir. Bu durumda ödemeler bilançosunda ancak işsizlik pahasına bir iyileşme sağlanabilir (Corden, 1972: 12).

Son olarak Mundell'in analizine göre a) şokların belli alanlar üzerindeki etkisi benzer veya simetrik olursa sabit döviz kurları veya bir parasal birlik uygun olacaktır; b) fakat şokların etkisi asimetrik ise yüksek emek hareketliliği ve/veya aşağı yönlü ücret esnekliği temel koşullar olacaktır.

İlk çalışmasından sonra, Mundell'in işgücü hareketliliğine dayanan görüşü birçok nedenden dolayı eleştirilmiştir. İlk eleştiri, görüşünde faktör hareketliliğinin merkezi bir role sahip olduğunun varsayılmasıdır. O, OPS'yi hem içsel faktör hareketliliği hem de dışsal faktör hareketliliği açısından tanımlamıştır. Mundell'e göre bir OPS içerisinde faktör hareketliliği yüksek iken, parasal alan sınırları dışında ise bu hareketlilik düşüktür. Ricardo'nun yaklaşımının özüne bağlı kalan Mundell, konumunu, siyasal sınırların ister istemez OPS'yi belirlediği fikrini kabul etmeyerek farklılaştırmıştır (Magnificio, 1973: 47-48).

İkinci olarak, Mundell'in emek hareketliliği kriterine yöneltlen en belirgin eleştiri, döviz kuru düzeltme mekanizmasının yokluğunu gidermek için emeğin parasal birlik içindeki bölgeler arasında yeterli sayıda ve yeterli hızda hareket etmesinin pek de mümkün olmadığıdır. Bu durum, emek çok daha yavaş bir uyarlanma hızına sahip olduğundan emek hareketliliğinin döviz kuru esnekliği için ikame olabilmemesi olanaksız kılar. Yer değiştiren bir işçinin karşı karşıya kaldığı maliyetlerin çoğu hem belli bir yeri terk ederken hem de diğer bir yere ulaşırken üstlenilmektedir. Bu tür maliyetler seyahat maliyetlerini ve yeni yere uyum sağlamak için harcanan zaman ve parayı içerir. Bu nedenlerden dolayı, işçiler kısa bir zaman dilimi içinde tekrar taşınmaya istekli olmayacaklardır. Böylece, emek hareketliliğinin kısa dönemde düzeltme mekanizması olarak esnek döviz kurunu ikame etmesi pek de mümkün değildir. Buna karşılık, yıllarla ya da on-yıllarla ölçülen uzun dönemde, emek hareketliliği, parasal birlik üyeleri arasındaki yapısal farklılıkların uyumlaştırılmasında yardımcı olabilir (Fukuda, 2002: 4).

Üçüncü olarak, emek hareketliliği ile sermaye hareketliliği arasında önemli bir ayırım yapılmalıdır. Fleming (1971: 472) sermaye hareketliliğinin emek hareketliliği durumundan çok daha kuşkulu olduğunu ve dengesizliğin doğasına, yatırımın ekonomik aktivite düzeyine olan duyarlılığına ve uyarlanma dönemine bağlı olduğunu belirtmektedir. Burada, uluslararası sermaye hareketliliğinin boyutlarını ve bu

hareketlerin ekonomi üzerindeki etkisini son bölümde analiz ettiğimi belirtmek önem arz etmektedir.

1.2.3 McKinnon ve Açıklık Derecesi

McKinnon OPS'nin tanımlayıcı özelliği olarak ekonominin açıklığını önermektedir. Ekonominin açıklığını ticarete söz konusu olan malların ticarete söz konusu olmayan mallara oranı olarak tanımlamıştır. Optimum, McKinnon (1963) tarafından *“para-maliye politikası ve esnek döviz kurlarının 1) tam istihdamın sağlanması, 2) dengeli uluslararası dengenin sağlanması ve 3) istikrarlı bir ortalama fiyat düzeyi gibi üç hedefin en iyi çözümünü vermek için kullanılabileceği”* bir tek para alanını tanımlamak için kullanılmıştır.

Ticarete söz konusu mallar ile McKinnon (1963: 717-718) 1) yurtiçinde üretilen ve kısmen ihraç edilen “ihraç edilebilir” malları ve 2) hem yurtiçinde üretilen hem de ithal edilen “ithal edilebilir” malları ima etmektedir. McKinnon'un deyimiyle, “ticarete söz konusu olan malların ticarete söz konusu olmayan mallara oranı” ifadesi tartışmasız bir şekilde üretim veya tüketim için uygulanabilir.

McKinnon'a (1963: 719) göre kapalı ekonomilerden açık ekonomilere doğru gidersek esnek döviz kurları hem dış denge için bir kontrol aracı olarak daha az etkin olmaya başlar hem de iç fiyat düzeyi istikrarı için daha zararlı hale gelir. Böylece, küçük açık ekonomiler büyük para alanlarına katılmayı yaralı bulabilirler.

McKinnon, küçük açık ekonomilerde sabit döviz kurlarını destekleyen başka bir noktaya daha dikkat çekmektedir: yüksek olasılıkla para yanılığının olmaması. Esnek döviz kurlarının istikrar sağlama fonksiyonlarını yerine getirmesine olanak tanıyan mekanizma para yanılığının varlığıdır. McKinnon'a göre para yanılığı çok açık ekonomilerde en düşük düzeydedir. Dinamik bir çerçevede bu düşünce geçerli değildir. Bir ülke ne kadar çok sayıda devalüasyon yaparsa, devalüasyonun enflasyonist sonuçlar doğurması o kadar çok muhtemel olacak ve böylelikle gelecekte bir devalüasyon yapılma olasılığını düşürecektir (Horwath, 2003: 15).

Tam açık ekonomi gibi en uç durumda, McKinnon “*döviz kuru değişmelerinin eninde sonunda maliyetlerde tam olarak eşit derecede değişmelere yol açacağını, bunun da esnek döviz kurunu tüm düzeltici fonksiyonlarından yoksun bırakacağını*” vurgulamıştır (Nana-Sinkam, 1978: 107).

Ülkenin büyüklüğünü OPS konuları ile ilişkilendiren bir tartışma da bulunmaktadır. McKinnon, büyük bir alanda, ticarete söz konusu olmayan mallar grubunun, söz konusu alanın yerleşikleri gözünde paraya likidite değeri vermeye yeterli olacağına işaret etmektedir. Fakat küçük bir ülkenin dışarıdaki geniş bir alandan yapılan örnek bir ithal demeti açısından parasının değerini korumak için sabitlemek onu dışarıdaki paraya sabitlemek ile hemen hemen aynı şeydir. Alternatif olarak, birbiri ile yoğun bir biçimde ticaret yapan birçok küçük alan söz konusuysa sabit döviz kuru sistemi gereklidir.

Açık bir ekonomide sabit döviz kuru kullanmanın uygunluğuna yönelik başka bir görüş daha bulunmaktadır. Nan-Sinkam’a (1978: 107-108) göre, tüketilen malların çoğunun ithal edildiği açık bir ekonomide döviz kurundaki değişmeye karşı toplam ithalatın duyarlılığı küçük olacaktır. Bu nedenle, ödemeler bilançosunda belli bir iyileşmeyi etkilemek için döviz kurunda gerçekleşmesi gereken değişim, küçük bir dış ticaret sektörüne sahip olan bir ekonomiye göre çok daha yüksek olmak zorunda kalacaktır.

Corden’e (1972) göre, açık veren bir ülke için, açıklık iki nedenden ötürü, durumu sabit kur lehine güçlendirir. Birincisi, yüksek bir marjinal ithalat eğilimi durumunda, sabit döviz kuru altında ödemeler bilançosu dengesini yeniden sağlamak için gereken bir deflasyonun sebep olduğu kayıp daha azdır. İkincisi, ticaret bir ülke için ne kadar çok önemli ise, uluslararası ticarete fiyatın kesin olmasından ve dolayısıyla sabit kurların temin edilmiş olmasından sağlanacak potansiyel kazançlar o kadar yüksek olacaktır.

McKinnon teorisinde kapalı, ama önemli iki varsayım bulunmaktadır. Biri, *ödemeler bilançolarındaki uyarlanmalara yönelik temel gerekliliğin talep ve arz koşullarındaki mikroekonomik değişmelerden kaynaklanmasıdır. Diğeri, fiyat istikrarının dünyanın geri kalanında sağlanmış olmasıdır. Fakat McKinnon’un*

katkısının yayınlanmasından sonra Corden (1972: 17) uluslararası ekonominin kendisi istikrarlı değilse McKinnon'un sonucunun tamamen tersinmesi gerekeceğini açıkça göstermekteydi. Çünkü dışarıdaki istikrarsızlık sabit kur aracılığıyla doğrudan yurtiçi ekonomiye bulaşacaktır (Nana-Sinkam, 1978: 108).

Fazla veren bir ülke durumunda, döviz kuru sabit ise dış dengenin yeniden sağlanması için yurtiçi fiyatların yükseleceğinin varsayılması gerekir (Corden, 1972). O zaman seçim, ticarete konu malların fiyatlarında istikrarla birlikte yurtiçi malların fiyatlarında istikrarsızlık içeren sabit döviz kuru durumu ve ticarete konu malların fiyatlarında istikrarsızlık ile birlikte yurtiçi malların fiyatlarında istikrar içeren değişken döviz kuru durumu arasındadır. Fiyat istikrarsızlığı maliyeti artırır ve paranın likidite değerini düşürür. O zaman, maliyetlerin sabit veya esnek döviz kuru altında daha yüksek olması ticarete konu mallar ile ticarete konu olmayan malların göreceli önemlerine, yani ekonominin açıklığına bağlıdır.

1.2.4 Kenen ve Ürün Farklılaştırması

OPS teorisine üçünü büyük katkı P.B. Kenen tarafından yapılmıştır. Kenen'in (1969) optimalite tanımı, bir para alanı oluşturmanın uygunluğu anlamında, *“bir ulusun ürün karmasındaki çeşitlilik, tek bir ülke içinde yer alan tek ürünli bölgelerin sayısı”* ile ilişkilidir (Presley ve Dennis, 1976). Kenen'e göre, çok sayıda faaliyetle uğraşan bir ülke aynı zamanda geniş bir ürün yelpazesi ihraç etmeye de yatkındır. Bireysel her ihracat, ya dış talepteki ya da teknolojiye bağlı değişiklikler nedeniyle aksaklıklara maruz kalabilir. İhraç edilen mallardan biri için talep azalırsa ekonomideki işsizlik sabit döviz kuru altında keskin bir şekilde yükselmeyecektir, çünkü iyi bir ürün çeşitliliğine sahip bir ekonomide dış şoka maruz kalan bir endüstrideki istihdam toplam istihdamın sadece bir kısmını oluşturur. Dolayısıyla, toplam istihdam üzerindeki etki daha az olur (Kenen, 1969 ve Nana-Sinkam, 1978).

Kenen'e (1969: 49) göre, dış denge açısından, ihracat çeşitliliği ile ölçülen ekonomik farklılaşma ticaret hadlerinde sıklıkla yaşanan değişimlerin ve böylece ulusal döviz kurlarındaki sık değişimlerin önüne geçmeye yardımcı olur. Diğer bir deyişle,

ticaret hadlerinde gerileme yaşanması veya dış talep eğrisinin aşağı kayması durumunda döviz kurunda uyarlanmalara olan gereksinim esnek döviz kuru düzenlemeleri altında az farklılaşmış bir ekonomide, iyi derecede farklılaşmış bir ekonomiye göre daha yüksek olmalıdır. Bunun yanı sıra, dışsal şokların “ortalama” bir etki yaratması (farklı ihracat ürünleri ve ihracat gelirleri üzerindeki şoklar) yüzünden, farklılaşmış bir ekonomide döviz kurlarında bu kadar sık önemli değişimler yaşanması gerekmeyecektir. Bunlara dayanarak Kenen, yüksek derecede ürün çeşitliliğine sahip ulusların sabit döviz kurlarını tercih edebileceklerini, buna karşılık daha az farklılaşmış ulusal ekonomilerin esnek döviz kurları altında bağımsız (optimum) para sahası olması gerektiği sonucuna varmıştır (Nana-Sinkam, 1978).

Kenen’in (1969: 50) değindiği ikinci nokta *“birincisi ile çok yakından ilişkilidir, fakat ihracattaki dalgalanmaların ortaya çıkmasından sonraki sonuç üzerinde durmaktadır. Hasılanın farklılaştırılması sadece büyük şokların ortaya çıkma olasılığını azaltmayacak, aynı zamanda dış şokların yarattığı hasarı da hafifletecektir.”* Mundell’in analizinde kullanılabilecek benzer bir dışsal dengesizlik düşünelim. Küçük ülkeler tarafından görülen bu tip bir şok ticaret hadlerinde dışsal bir değişim olarak görünecek; büyük ekonomiler tarafından görülecek bu tip bir şok ise veri ticaret hadlerinde ihracat talebinde meydana gelen dışsal bir değişim olarak görünecektir. Ürün farklılaştırması işgücünü her zaman bu tarz şoklardan korumaya yardımcı olacaktır. İki-mallı ekonomi sabit döviz kuru altında istihdamda küçük değişimlere maruz kalacaktır ve ithalata rakip üretimde çalışan işgücünün payı ne kadar yüksekse ticaret hadlerinde ya da ihracat talebinde meydana gelen değişim neticesinde ortaya çıkan istihdamdaki değişim o kadar düşük olacaktır.

Bir ekonomi, özellikle ihracatla ilişkili olarak ne kadar farklılaşmışsa, dış dengesizliklerden o kadar uzak kalacak; yani, daha az farklılaşmış bir ekonomiye kıyasla dış dengesizliklerin ödemeler dengesi pozisyonu ile yurtiçi fiyat ve gelir istikrarı üzerine yansımaları daha zayıf olacaktır. İhracat ürünleri ne kadar çeşitli ise bu telafi mekanizması o kadar büyük olacaktır. Bir ülke az sayıda ihracat ürününe bağlı olduğu zaman denge bu ürünlerin fiyatında ve talebinde meydana gelecek değişikliklere karşı çok duyarlı

olacaktır. Az farklılaşmış ekonomiler döviz kurlarında esnekliğe gereksinim duyabilir, ama çok farklılaşmış olanlar buna gerek duymaz (Presley ve Dennis, 1976: 24).

Daha sonra Kenen (1969) farklılaşma ile ilgili noktaya, ihracattaki çeşitlilik ile *ex ante* olarak sağlanan avantajlar ve ihracat talebi ile sermaye oluşumunun istikrarı arasındaki ilişkiye değinmektedir. Atıl kapasitesi olmayan bir ülkenin ihracatına yönelik talepteki artış zarar verici enflasyonist baskılar yaratacaktır. Bu baskılar ise iki ayrı şekilde güçlenecektir; bilindik Keynesyen çarpan ile ve ihracatçıların, müşterilerini tatmin etmek için sermaye oluşumunu arttırmaları ile. İhracat ve yatırımlar birlikte artacaktır. Kenen'e (1969: 52-53) göre, bir ülke eğer ihracatı derinlemesine çeşitlendirilmiş ise ve bu ihracatı etkileyen dengesizlikler sonuç olarak oldukça iyi rassallaştırılmış ise bu bileşik istikrarsızlığa en az düzeyde maruz kalacaktır. Ekonomiyi dış şoklardan koruyan ihracattaki çeşitlilik sermaye oluşumunun stabilize edilmesine kesinlikle yardımcı olacak, böylelikle iç politikalar tarafından katlanılması gereken yükü hafifletecektir.

Presley ve Dennis'e (1976: 25) göre, fiyat ve ücret değişimleri ile ilişkili olarak ihracat talebindeki değişimler, benzer şekilde, iyi farklılaşmış bir ekonomide nötr olmayabilir. İhraç ürünlerine yönelik talebin arttığı yerde, ilgili sektörlerde fiyat ve ücretlerde muhtemelen artış olacaktır; talebin azaldığı yerde ise, belki yine sendikaların müsaade etmemesi yüzünden fiyat ve ücretlerin de düşmesi muhtemel değildir. Sonuç olarak, bu nedenle fiyat ve ücretler sabit kalmayabilecek, yükselebilecektir. Kısacası Kenen (1969: 54) az farklılaşmış olan ve daha az politika aracına sahip olan az gelişmiş ülkelerin daha sık döviz kuru değişikliğine baş vurma ve belki de tam esnekliğe başvurma gerektiği sonucuna oldukça yaklaşmaktadır.

Kenen'in modeline bazı eleştiriler bulunmaktadır. Kenen modelinde "esnek" terimini birçok ürün ihraç eden bir ekonomiye değil, sadece ithalata rakip endüstrisi bulunan bir ekonomiye işaret etmek için kullanmıştır. Flanders'a göre Kenen'in modelinde bir değil de iki ihraç malı olsaydı ne olacağı belli değildir (Flanders, 1969: 104 ve Nana-Sinkam, 1978: 110). Bu arada, Kenen yukarıda değinilen önermeleri formel modelinde çok özel varsayımlarla kanıtlamıştır. Özellikle, emek arzının veri bir nominal ücret düzeyine sonsuz derecede elastik olduğunu (kapalı olarak)

varsaymaktadır. Kenen'in çalışmasında ayrıca ithal malının uluslararası fiyatı ile nominal ücret düzeyinin aynı oranda değiştiği varsayılmaktadır (Nana-Sinkam, 1978: 110).

Kenen, tezini birçok önemli açıdan kendisi kısıtlamaktadır. Kenen'e göre, dış dengesizlikler nedeniyle atıl hale gelen emek ve sermayeyi absorbe etmek için yeterince mesleki hareketlilik yok ise üretim ve ihracat çeşitliliği, dış şokların ortalama eğiliminde olduğu yerde bile iç istikrarı garanti edemez. İhraç talebindeki değişmelerin konjonktürel dalgalanmalardan kaynaklandığı ve tüm ihraç mallarını vurduğu durumlarda, ihracat çeşitliliğinin ithalattaki istikrarsızlığa karşı koruma sağlaması beklenemez. Kenen ayrıca, farklılaşmış bir ekonomi için sabit döviz kurunun daha uygun olacağına ilişkin sonucuna yöneltilen ana karşı-argümanı da kabul etmektedir. Yani, büyük ve oldukça farklılaşmış bir ekonomide para-maliye politikasının kullanımı, GSYİH'ye kıyasla dış ticaret sektörünün küçüklüğüne rağmen daha yüksek bir istikrarsızlık anlamına gelecektir (Nana-Sinkam, 1978: 111).

Ürün farklılaştırması Herfindahl endeksi kullanılarak aşağıdaki şekilde gösterilebilir (Jonung ve Sjöholm, 1998: 5 ve Mkenda, 2000: 23):

$$\text{Ürün Farklılaştırması} = 100 * \sum_{j=1}^n s_j^2$$

Burada s_j i ülkesinde imalat sanayinin katma değerinde j sektörünün payını göstermektedir. Endeks değeri 0 ile 100 arasında değişmektedir. Yüksek bir değer düşük bir ürün farklılaştırması anlamına gelmektedir.

Uzmanlaşma ise aşağıdaki denklem yardımı ile ölçülebilir (Winschel, 2001: 9):

$$SI = \frac{n}{2(n-1)} \sum_{i=1}^n \left| a_i - \frac{1}{n} \right|$$

Burada a_i bir mal kategorisinin ihracat ya da ithalattaki payını ve n kategori sayısını göstermektedir. Buradaki düşünce, düzgün dağılmış bir ticaret akımından sapmayı hesaplamaktır. Tam farklılaştırma durumunda her kategori $1/n$ payına sahip olacağından $SI=0$ olur.

1.2.5 Parasal Birlik İçinde Reel Döviz Kurundaki Değişmeler

Mal sepetleri arasındaki göreceli fiyatın talep ve arz değişmelerine uyarlanması gerekir. Esnek döviz kuru sisteminde bu, nominal döviz kurundaki değişmeler ile sağlanır. Bu sistemin üç avantajı bulunmaktadır: anlık uyarlanma, göreceli fiyatlardaki değişmelere rağmen iç fiyat istikrarının mümkün olması ve göreceli ücretlerin benzer şekilde nominal döviz kuru aracılığıyla uyarlanması. Parasal birlikte nominal döviz kurları uyarlanamıyorsa, reel döviz kurlarındaki değişime olan gereksinim, enflasyon oranları ve ücret değişimleri gibi, fiyat değişimleri arasındaki farklılıklarla sağlanmak durumundadır.

1.2.5.1 Reel Döviz Kurundaki Değişkenliğin Tahmini

Geleneksel optimal-para literatürü bir bölgenin parasal birlik için hazır olup olmadığının değerlendirilmesi için faktör hareketliliği (Mundell, 1961), ticari entegrasyon (McKinnon, 1963), bölgesel üretim kalıpları (Kenen, 1969) gibi yapısal kriterler önermektedir. Vaubel, ortak para için gerekli koşulları, Reel Döviz Kuru (RER) varyansının potansiyel kaynaklarının büyüklüğü yerine RER'nin ampirik varyansına dayanarak değerlendirmesi önermiştir (Vaubel, 1976). Vaubel'e (1976: 436-437) göre gözlemlenen reel döviz kuru değişikliklerinin parasal birleşmeye dair isteğin ya da isteksizliğin önemli bir ekonomik göstergesi olduğu gösterilebilir, ama bu başka ekonomik kriterler olmadığı anlamına gelmemektedir. Fakat yine de bunların tamamının reel döviz kuru kriteri tarafından yansıtıldığı gösterilebilir.

İlk olarak, emek yüksek derecede hareketli ise arka alanlarda daha az işsizlik olacak, böylece bu alanlarda döviz kuru depresiasyonu yoluyla reel ücret düzeyini düşürmeye yönelik daha az çaba olacaktır. Ayrıca, eğer grup ülkeleri arasındaki ticaret çok farklılaşmışsa büyük sayılar kanununun her ülkenin ticaret hadlerindeki değişimin olasılığını ve büyüklüğünü azaltacağı ve bu ülkelerin, reel döviz kurlarında sadece küçük değişiklikler yaşayacağı belirtilmektedir. Tartışılan diğer bir nokta, mali

entegrasyon arttıkça, ihraç talebindeki bir kaymanın ödemeler dengesi üzerinde ve böylece reel döviz kurları üzerinde yaratacağı net etkinin küçüleceğidir (Vaubel, 1976: 438).

Dördüncü olarak, reel döviz kuru uyarlanmasına yönelik gereksinim söz konusu alanların açıklığına bağlıdır ve ihracatın ithal içeriği arttıkça ve yabancıların üretim araçlarında sahip oldukları pay büyüdükçe gözlemlenen reel döviz kuru değişiklikleri daha küçük olacaktır (Vaubel, 1976: 438).

Vaubel'e göre OPS'ye ilişkin geleneksel kriterlerin tamamı reel döviz kuru kriterince yansıtılmaktadır (Vaubel, 1978b: 319-339). Geleneksel ekonomik kriterler parasal birliğin (döviz kuru esnekliği karşısındaki) maliyeti ile ilgilenmektedir; reel döviz kuru kriteri bu maliyetleri, parasal birlik üyesi ülkeler tarafından kabul edilmesi gereken, birlik fiyat düzeyi istikrarı ve birlik içi döviz kuru değişiklikleri tarafından karakterize edilen, ulusal düzeyde enflasyon ve/veya deflasyon maliyetlerine dönüştürür (Vaubel, 1978a: 67).

RER varyansı kriterinin kullanımı, neyin “büyük” ve neyin “küçük” olduğu sorusunu gündeme getirmektedir. Vaubel (1976, 1978b) ve diğerleri kıstas olarak mevcut parasal alanlardaki gözlemlenen RER varyanslarını kullanmaktadır. Eichengreen (1991) Avrupa Ekonomik Topluluğu ülkeleri arasındaki varyans ile Birleşik Devletler ve Kanada'nın bölgeleri arasındaki varyansı karşılaştırmaktadır. Hagen ve Neumann (1944) Avrupa para alanları arasındaki RER varyansını değerlendirmek için Avrupa'daki mevcut bir parasal birliğin içindeki RER varyansını standart olarak ele almaktadır.

1.2.5.1.1 Tahmin Metodolojisi

Farklı ülkelerin reel döviz kurundaki değişkenliği ölçmek için iki model kullanılmaktadır. Parasal birlik içinde yer alan ülkelerin reel döviz kurları uzun dönemde birlikte hareket ederse, bu durum söz konusu ülkelerin parasal birlik için uygun oluşu anlamına gelir. Bu, ülkelerin döviz kurlarının “eşbütünleşmesi” olarak adlandırılan hipotezdir. İki değişken arasındaki bir eşbütünleşme testi iki aşamalı Engel ve Granger ile yapılır. d kez farklılaştırıldıktan sonra durağan hale gelen, hiç deterministik unsuru

olmayan bir serinin d dereceden entegre olduğu ifade edilir ve bu da $X_t \sim I(d)$ olarak gösterilir. Dolayısıyla, iki değişken arasındaki uzun dönem ilişkisinde hata teriminin $I(0)$ olması için her iki değişkenin aynı dereceden entegre olması gerekir (Engle ve Granger, 1987 ve Chamremza ve Deadman, 1982).

1.2.5.1.2 Tahmin Sonuçları

Avrupa Birliği ülkelerine yönelik karşılaştırmalarda Almanya genellikle standart olarak ele alınır, çünkü Almanya, Birlik içinde merkez konumdaki ve en büyük ekonomidir. Bu nedenle Almanya, Birlik ülkeleri için bir karşılaştırma örneği (*Proxy*) olarak ele alınmaktadır. Burada Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) Temmuz 2004 tarihli Uluslararası Finans İstatistikleri (*International Financial Statistics*) CD-ROM'undan ve OECD'nin Temel Ekonomik Göstergeler (*Main Economic Indicators*) sayfasından alınan 1993-2004 dönemine ilişkin üç aylık verileri kullanılmaktadır. Veriler Avrupa Para Birliği üyesi olan (Belçika, Almanya, Yunanistan, İspanya, Fransa, İrlanda, İtalya, Lüksemburg, Hollanda, Avusturya, Portekiz, Finlandiya, Slovenya, Kıbrıs, Slovakya, Malta ve Estonya) ve Avrupa Birliği üyesi olup da Avrupa Para Birliği içinde yer almayıp kendi ulusal paralarını kullanan (Çek Cumhuriyeti, Danimarka, Macaristan, Letonya, Litvanya, Polonya, İsveç, Bulgaristan, Romanya ve Birleşik Krallık) ile Avrupa Birliği'ne aday olan (Hırvatistan ve Türkiye) ülkeler için toplanmıştır. Bu yöntemi kullanarak tüm bu ülkelerin reel döviz kurlarındaki değişkenliği karşılaştırılmaktadır. Bu nedenle, ilgili veriler aynı dönem için toplanmaktadır. 1990'lardan beri Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinin çoğu geçiş aşamasındadır bu ülkelerin bazıları AB'den bağımsızdır. Buna göre, araştırma 1993 yılı ile başlamaktadır. Sadece, üretici fiyatları verileri Estonya için 1994'den, Portekiz için de 2001'den sonraki dönemi kapsamaktadır.

Değişkenlerin uzun dönemdeki seyrini göstermek için eşbütünleşme testi çok önemlidir. Eğer uzun dönem testi, değişkenler arasındaki eşbütünleşme vektörlerini reddederse, bu değişkenler arasında, uzun dönemde onları birbirleriyle orantılı olarak tutan herhangi bir denge koşulu olmadığı ve bu değişkenlerin uzun dönemde birlikte

hareket etmediği söylenebilir. Bu tür bir sonuç, bu değişkenler arasında bir uzun dönem dengesi olmadığını gösterir. Bu çalışmanın, Avrupa Birliği'ne üye ve aday olan ülkelerin reel döviz kurlarının hareketlerinin incelenmesini içerdiği vurgulanmalıdır. Vaubel'in (1976) reel döviz kuru değişkenliğinin, ülkelerin parasal birlik için uygun olup olmadıklarının belirlenebilmesi konusunda önemli bir koşul olduğuna ilişkin düşüncesini tüm ülkeler için birlikte göstermek açısından önem taşımaktadır. Almanya Avrupa ülkeleri için bir karşılaştırma standardı olduğundan burada Almanya karşılaştırma örneği olarak kullanılmaktadır.

Eşbütünleşme testlerinin sonuçları aşağıda gösterilmiştir. Reel döviz kurlarına ilişkin uzun dönem testlerinin Avrupa Birliğinin görece olarak küçük olan ülkeleri ve Almanya arasında eşbütünleşme vektörlerine işaret ettiği görülmektedir. Küçük ülkelerle karşılaştırıldığında büyük ülkeler Almanya ile herhangi bir eşbütünleşme ilişkisi göstermemektedir. Eşbütünleşme sonuçları aşağıdaki gibidir.

Almanya ve Avusturya: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmeyi reddetmektedir.

Almanya ve Belçika: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmeyi reddetmektedir.

Almanya ve Bulgaristan: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmeyi reddetmektedir.

Almanya ve Hırvatistan: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme ilişkisi bulunan 1 denklem göstermektedir.

Almanya ve Kıbrıs: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmeyi reddetmektedir.

Almanya ve Çek Cumhuriyeti: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmeyi reddetmektedir.

Almanya ve Danimarka: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmeyi reddetmektedir.

Almanya ve Estonya: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme ilişkisi bulunan 1 denklem göstermektedir.

Almanya ve Finlandiya: Uzun dönem testi %10 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme ilişkisi bulunan 2 denklem göstermektedir.

Almanya ve Fransa: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmeyi reddetmektedir.

Almanya ve Yunanistan: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmeyi reddetmektedir.

Almanya ve Hollanda: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmeyi reddetmektedir.

Almanya ve Macaristan: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmeyi reddetmektedir.

Almanya ve İrlanda: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmeyi reddetmektedir.

Almanya ve İtalya: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmeyi reddetmektedir.

Almanya ve Letonya: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme ilişkisi bulunan 1 denklem göstermektedir.

Almanya ve Litvanya: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmeyi reddetmektedir.

Almanya ve Lüksemburg: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmeyi reddetmektedir.

Almanya ve Malta: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmeyi reddetmektedir.

Almanya ve Polonya: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmeyi reddetmektedir.

Almanya ve Portekiz: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmeyi reddetmektedir.

Almanya ve Romanya: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmeyi reddetmektedir.

Almanya ve İspanya: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmeyi reddetmektedir.

Almanya ve Slovakya: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmeyi reddetmektedir.

Almanya ve Slovenya: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmeyi reddetmektedir.

Almanya ve İsveç: Uzun dönem testi %10 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme ilişkisi bulunan 2 denklem göstermektedir.

Almanya ve Birleşik Krallık: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme reddetmektedir.

Almanya ve Türkiye: Uzun dönem testi %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşmeyi reddetmektedir.

Almanya ve Hırvatistan, Almanya ve Letonya, Almanya ve Estonya, Almanya ve Finlandiya arasında %5 anlamlılık düzeyinde eşbütünleşme vektörü bulunduğu görülmektedir. Fakat diğer ülkelere yönelik eşbütünleşme hipotezleri güçlü bir şekilde reddedilmiştir. Yani, iki değişkenin (burada, Almanya'nın reel döviz kuru ve diğer AB ülkelerinin döviz kuru), uzun dönemde onları birbirleriyle orantılı olarak tutan herhangi bir denge koşuluna sahip değildirler. Buna ek olarak bu çalışma, Almanya ile diğer Avrupa Para Birliği ülkeleri arasında hiç eşbütünleşme vektörü bulmamıştır.

Bu sonuçlardan sonra, reel döviz kurundaki değişkenliğin ülkelerin parasal birliğe uygun olup olmadığının belirlenmesine yönelik önemli bir koşul olduğu düşüncesinin gözlemlenmediği söylenebilir. Yani, Avrupa Para Birliğinin bir OPS olmadığı söylenebilir.

X değerlerindeki değişkenlik, X'in örnek varyansı ile de tahmin edilebilir. Burada, reel döviz kurunun standart sapmasını aşağıdaki şekilde hesaplamak için 1980-2004 dönemine ait üç aylık verileri kullanılmaktadır.

$$SDRER_i = SD \left(\ln \frac{RER_i^t}{RER_i^{t-1}} \right)$$

Burada $SDRER_i$, i ülkesi için reel döviz kurundaki standart sapmayı göstermektedir. Böylelikle, $SDRER_i$ 'i birbirini izleyen iki yılın reel döviz kurlarının birbirine oranının logaritmasının standart sapması olarak kullanılmaktadır.

APB Üyeleri:

Malta	0,0375	(01.01.2008'den beri üye)
Yunanistan	0,0407	
İrlanda	0,0455	
İtalya	0,0483	
Fransa	0,0490	
Hollanda	0,0496	
Kıbrıs	0,0496	(01.01.2008'den beri üye)
Finlandiya	0,0502	
Almanya	0,0509	
Belçika	0,0511	
Avusturya	0,0519	
İspanya	0,0522	
Lüksemburg	0,0525	
Portekiz	0,0582	
Slovenya	0,3431	(01.01.2007'den beri üye)
Slovakya	0,0475	(01.01.2009'dan beri üye)
Estonya	0,0584	(01.01.2011'den beri üye)

Avrupa Birliği Ülkeleri

Birleşik Krallık	0,0328	
Letonya	0,0382	
Macaristan	0,0411	
Polonya	0,0432	
İsveç	0,0438	
Danimarka	0,0485	
Çek Cumhuriyeti	0,0578	
Litvanya	0,3669	
Romanya	0,0934	(01.01.2007'den beri üye)
Bulgaristan	0,2816	(01.01.2007'den beri üye)

Avrupa Birliği'ne Aday Ülkeler

Hırvatistan	0,0791	
Türkiye	0,1108	

Bu dönem için Avrupa Para Birliği üyelerinin ortalama RER değışkenliği 0,05'dir. Bu ülkelerden Yunanistan en düşük, Portekiz ise en yüksek RER değışkenliğine sahiptir. Fakat ülkeler arasında RER değışkenliğindeki farklılıklar yüksek değildir.

Karşılaştırılacak olursa, Orta ve Doğu Asya ülkeleri (Çek Cumhuriyeti ve Polonya) görel olarak daha düşük RER değışkenliğine sahiptir. Bunun bir nedeni, bu ülkelerin geçiş sürecinin başında bir çeşit sabit döviz kuru uygulamış olmalarıdır. Sonuçlar, 1992'de Para Kurulu Düzenlemelerini benimsemiş olan Estonya'nın istikrarlı bir döviz kuruna sahip olduğunu göstermektedir. Öte yandan, Bulgaristan, Litvanya, Slovenya ve Romanya'nın görel olarak çok daha yüksek RER değışkenliğine sahip oldukları bulunmuştur. Bulgaristan ve Litvanya'nın geçiş sürecine başlamak için esnek döviz kurunu seçmiş olmaları dikkat çekicidir (Stanaeova, 2002). Açıkça görölmektedir ki Türkiye daha yüksek RER değışkenliğine sahiptir. Türkiye'nin incelenen dönemde önemli derecede değışken bir ekonomik geçmişe sahip olması bu değışkenliğe katkıda bulunmuş olabilir.

1.2.5.2 Optimum Para Endeksleri

Bu modeli tahmin edebilmek için, Bayoumi ve Eichengreen (1997) tarafından önerilen yöntem kullanılmıştır. Araştırmada Samsar (2003), Stanoeva (2002, 2004), Horvath (2001) ve Jonung ve Sjöholm'dan da (1998) yararlanılmıştır.

OPS teorisini işler hale getirmek için Bayoumi ve Eichengreen'in yaklaşımının anahtarı nominal döviz kuru değışkenliğinin belirleyicilerini analiz etmektir. Fakat yukarıda da anlatıldığı gibi RER değışkenliği OPS için daha önemlidir. Reel döviz kurundaki değışkenliğin ülkelerin parasal birlik için uygun olup olmadıklarının belirlenebilmesi için önemli bir koşul olduğu fikrini ilk olarak Vaubel tarafından önerildiği yukarıda anlatılmıştır (1976, 1978a ve 1978b). Bu nedenle, bu araştırmada RER'nin belirleyicileri kullanılmaktadır. Tahmin denklemi şu şekildedir:

$$SD(RER) = a + b_1\text{şok} + b_2\text{sektör} + b_3\text{ticaret} + b_4\text{büyüklük};$$

$$\begin{matrix} (+) & (+) & (-) & (+) \end{matrix}$$

Burada;

- $SD(RER)$, i ve j ülkelerinin paraları arasındaki yılsonu iki-yanlı döviz kurunun logaritmasındaki değişimin standart sapması,
- *şok*, i ve j arasındaki reel hasılanın logaritmasındaki farkın karesi,
- *sektör*, tarım, yakıt ve imalat sanayi ticaretinin toplam mal ticareti içindeki paylarında i ve j ülkeleri arasındaki mutlak farklar,
- *ticaret*, iki ülke için karşılıklı ihracatın yurtiçi GSYİH'ye oranının ortalaması,
- *büyüklik*, ABD doları cinsinden iki GSYİH'nin logaritmasının ortalamasıdır.

Değişkenlerin tahmin edilen işaretleri parantez içinde verilmiştir¹.

OPS teorisine göre şok RER değişkenliği üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir. Reel döviz kurunun değişkenliği, ekonomileri farklı büyük hasıla şoklarından etkilenen ülkeler için yüksektir. Böylece, ülkelerin konjonktürleri ülkeler arasında simetriktir ve ulusal hasıllar birlikte hareket eder. OPS teorisi şokun değerinin küçük olacağını öngörür.

Farklılaşmış endüstriyel yapısı bulunan ülkeler parasal birlik için uygun ülkelerdir. Üretim yapısı parasal birliği oluştururken diğer bir açıdan daha önem arz eder. Benzer endüstriyel yapıya sahip ülkelerin, sektöre özgü dengesizliklerden benzer şekilde etkilenmeleri beklenebilir. Bu nedenle parasal birlik üyelerinin benzer endüstriyel yapılar sergilemesi arzu edilir. İki ülkenin ihracatının mal bileşimindeki farklılık şokların asimetrikliği için ikinci bir vekil olarak dahil edilmiştir, çünkü sektöre özgü şoklar, iki ülke aynı ihracat sektörlerinde açıklanmış karşılaştırmalı üstünlüklere sahip olduğunda daha simetrik olacaktır.

OPS teorisine göre, karşılıklı ticaretleri göreceli olarak yüksek olan ülkelerin parasal birlikte yer almaları gerekir. Bu ülkeler için, döviz kurunun değişkenliğinin fazla

¹ Daha fazla bilgi için bakınız: Utkulu, Utku ve Alekperov, Naib (2008), "On the Optimum Currency Area (OCA) in Europe: New Panel Evidence including a negotiating country, Turkey", 15th World Congress of the International Economic Association, 25-29 Haziran, İstanbul.

olmaması etkindir. Bu ülkeler parasal birlik oluşturarak döviz kuru değişkenliğine ilişkin maliyetleri asgariye indirmek isterler.

Görelî olarak küçük olan ülkeler dış ticarete bağımlıdır. Bu nedenle küçük ülkeler döviz kuru maliyetini asgariye indirmek ister ve parasal birlik oluşturmayı arzular. Teoriye göre, büyüklüğün reel döviz kurunun standart sapması üzerinde pozitif etkisi bulunmaktadır. Kaybedilen makroekonomik politika bağımsızlığı açısından ortak paranın maliyetlerinin, işlemlerde ayrı bir ulusal para kullanma konusunda en az olanağa sahip ekonomilerde en yüksek olacak faydalar karşısında dengelenmesi gerekir. Yani, küçük ekonomilerin, ortak para ile sağlanan hesap birimi, ödeme aracı ve değer saklama aracı fonksiyonlarından en fazla yararlanması gerekir.

OPS teorisine göre, nispeten yüksek açıklık oranlarına sahip ülkeler döviz kuru değişkenliğinin maliyetini asgariye indirmek için parasal birlik oluştururlar. Bu ülkeler parasal birlikten yararlanırlar.

Panel veri modelleri tahmin edilmektedir. Veriler Avusturya, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, İtalya, Hollanda, İspanya, İsveç, Türkiye ve Birleşik Krallık için toplanmıştır. Regresyonları tahmin etmek için veriler tüm ülke çiftleri için hesaplanmıştır (grupların sayısı 55 ve gözlem sayısı 1417'dir). Almanya, Avrupa Birliği ülkeleri için genellikle karşılaştırma standardı olarak ele alınır çünkü Birlik içinde merkezi konumda ve en büyük ekonomidir. Bu nedenle burada Almanya Birlik ülkeleri için vekil olarak kullanılmıştır. Uluslararası Para Fonu'nun Uluslararası Finans İstatistikleri (*International Financial Statistics*) CD-ROM'u, OECD'nin Temel Ekonomik Göstergeler (*Main Economic Indicators*) sayfası, Dünya Bankası'nın Dünya Kalkınma Göstergeleri (*World Development Indicators*), Uluslararası Para Fonu'nun Dış Ticaret İstatistikleri Yıllığı (*Yearbook of Foreign Trade Statistics*) ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'ndan derlenen 1975-2004 dönemine ilişkin yıllık veriler kullanılmıştır.

1.2.5.2.1 Ekonometrik Yöntem Metodolojisi

Bu bölümde Woldridge (2002), Baltagi (2001) ve Greene'in (2003) çalışmaları kullanılmaktadır. Panel veri tahmin yöntemlerini analiz etmeden önce, gözlemlenen açıklayıcı değişkenlerin gözlemlenmeyen etkilerinin ve belli özelliklerinin genel olarak tartışılması yararlı olacaktır. Temel gözlemlenmeyen etkiler modeli (UEM) rastgele seçilen bir yatay kesit gözlem (I) için şu şekilde yazılabilir:

$$y_{it} = x_{it}\beta + c_i + u_{it}, \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (1)$$

Burada;

- x_{it} $1 \times K$ 'dır ve i 'ye göre değil de t 'ye göre değişen gözlemlenebilen değişkenler, t 'ye göre değil de i 'ye göre değişen değişkenler ve i ve t 'ye göre değişen değişkenler içerir;

- c_i 'ler gözlemlenmeyen etkiler olarak adlandırılır;

- u_{it} 'ler idyosenkratik hatalar ya da idyosenkratik dengesizlikler olarak adlandırılır çünkü bunlar i 'nin yanı sıra t 'ye göre de değişir.

Özellikle metodolojik makalelerde, fakat ayrıca uygulamalarda, c_i 'nin rassal etki ya da sabit etki olarak ele alınması konusunda bir tartışmanın olduğu görülür. Fayda ve maliyetleri ölçmek için Bayoumi-Eichengreen (BE) tarafından geliştirilen model çerçevesinde Rassal-Etkiler Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (*Random-Effects Generalized Least Squares-GLS*) regresyonu; Sabit Etkiler regresyonu; Ara regresyon (grup ortalamalarına yönelik regresyon) ve Rassal-Etkiler ML Regresyon yöntemleri kullanılmıştır.

1.2.5.2.2 Tahmin ve Öngörü

Bayoumi-Eichengreen (BE) hasılaya yönelik asimetrik dengesizlikler, ticaret ilişkisi, ekonomik büyüklük ve ekonomilerin bileşimindeki farklılıklara dayanarak paralar arasındaki optimal döviz kuru değişkenliğini tahmin eden OCA endeksini geliştirmişlerdir. Endeks, bir ülkenin para alanına katılmasının optimal olup olmayacağına dair bir işaret sunmaktadır. İki ülke asimetrik şok yaşamıyorsa, aralarında

önemli miktarda ticaret söz konusu ise ve aynı ihracat bileşimine sahiplerse OCA endeksi düşük olacak ve para alanı oluşturmanın sağlayacağı net faydalar daha yüksek olacaktır.

Bunun yanı sıra, BE’de faydalar iki değişken ile verilmektedir: karşılıklı ticaretin payı ve ülkelerin göreceli büyüklükleri. Maliyetler de iki ayrı değişken ile verilmektedir: konjonktürlerin asimetrisi ve ticaret yapısındaki farklılık. Bu değişkenler aslında McKinnon ve Kenen tarafından önerilen OPS kriterleridir: açıklık, büyüklük ve ürün farklılaştırması. BE, değişkenler (bağımsız değişkenler olarak) ve karşılıklı döviz kurunun standart sapması (bağımlı değişken olarak) arasındaki ilişkiyi hesaplar. Döviz kuru değişkenliği, bağımsız değişkenlere dayanan optimal volatilité olarak görülmelidir. BE, bu optimal volatilitéye OCA endeksi demektir. OCA endeksi ile tanımlanan optimal volatilité durumunda faydalar maliyetleri aşar. Fakat, volatilité optimal seviyeyi aşarsa o zaman maliyetler faydaları aşar.

Zaman ile ilgili iki kukla değişken kullanılmaktadır: zaman⁸⁰ (1980) ve zaman⁸¹ (1981). Açıkça görülmektedir ki RER’nin standart sapması o yıllarda diğer yıllara göre, özellikle de Türkiye’de, oldukça yüksektir. 1980’den bu yana Türkiye ekonomik yapısını ithalata yönelik büyümeden ihracata dayalı büyümeye değiştirmiştir. Hausman spesifikasyon testleri, en iyi sonuçları sabit-etki regresyonlarının verdiğini göstermektedir. Bu nedenle diğer yöntemlerin sonuçları bu çalışmada verilmemiştir.

Ayrıca, sabit-etkiler regresyonunda şok değişkeninin katsayısının sıfırdan farklı olmadığı da görülmektedir. Bu sonuçlar OCA kriterlerinin döviz kurlarındaki değişikliğin bir kısmını açıkladığını ortaya koymaktadır. Döviz kurundaki değişikliğin tahmin edilen değeri olan OCA endeksi, regresyon denklemlerinin parametrelerinden (1975-1998 için) hesaplanmıştır. OCA endeksi ne kadar düşükse, söz konusu ülke çifti için parasal entegrasyonda fayda-maliyet oranı o kadar yüksek olacaktır. Bu ülkeler dört gruba ayrılır: Birincisi, endeksin onlar için yüksek yakınsama gösterdiği ülkeler. Bu grupta Avusturya ve Hollanda yer almaktadır. Avusturya, Hollanda ve Almanya için OCA endeks değerlerinde önemli farklılıklar vardır. Ayrıca, bu ekonomilerin yapısal özellikleri açısından ortak paranın benimsenmesinin yararlı sonuçları hakkında herhangi bir şüphe bulunmamaktadır. İkinci grupta Fransa, İsveç ve Birleşik Krallık yer

almaktadır; üçüncü grupta Danimarka, Finlandiya, İtalya, İspanya ve Türkiye yer almaktadır. Türkiye – Almanya çifti için elde edilen sonuçlar, Avronun benimsenmesinin Türkiye için nispeten maliyetli olacağına işaret etmektedir. Yukarıda, Türkiye’nin 2000 ve 2001’de ekonomik krizlerle karşı karşıya kaldığını belirtmiştim. Birleşik Krallığın da görece olarak yüksek bir OCA endeksine sahip olması ayrıca önem taşımaktadır. Yani, Birleşik Krallığın muhtemelen Avrupa Para Birliğine katılmaması gerekmektedir. Diğer ülkeler ile karşılaştırıldığında Fransa’nın düşük bir OCA endeksine sahip olduğunu vurgulamak istiyorum. Almanya–Fransa çifti için elde edilen sonuçlar, OCA kriterleri açısından, Avronun benimsenmesinin potansiyel olarak daha yararlı olabileceğine işaret etmektedir.

REGRESYON

	SABİT ETKİ
TİCARET	-0.0407 (-2.92)***
SOK	0.0562 (1.13)
SEKTÖR	0.0027 (6.96)***
BUYUKLUK	0.00913 (5.22)***
ZAMAN81	0.0672 (3.35)***
ZAMAN80	0.308 (15.21)***
C	-0.885 (-3.41)***
R ² =0.25 (within effect)	
F st.=74.2***	
Gözlem Sayısı: 1417	
Grup Sayısı: 55	

Optimum Para Endeksleri (Sabit Etki)								
Yıllar Ülkeler	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Ortalama (1999-2005)
Avusturya	0.705	0.722	0.693	0.696	0.669	0.671	0.689	0.692
Danimarka	0.752	0.753	0.759	0.746	0.740	0.760	0.734	0.749
Finlandiya	0.737	0.740	0.739	0.736	0.745	0.778	0.775	0.750
Fransa	0.710	0.720	0.707	0.712	0.722	0.696	0.733	0.714
İtalya	0.726	0.733	0.727	0.727	0.751	0.785	0.793	0.748
Hollanda	0.723	0.725	0.735	0.698	0.697	0.691	0.695	0.709
İspanya	0.746	0.753	0.765	0.756	0.729	0.748	0.739	0.748
İsveç	0.733	0.742	0.745	0.742	0.746	0.740	0.743	0.742
Türkiye	0.772	0.762	0.782	0.770	0.737	0.714	0.718	0.751
Birleşik Krallık	0.742	0.754	0.737	0.727	0.696	0.688	0.678	0.717

1.2.6 Finansal Entegrasyon Kavramları

İlk olarak Ingram (1962, 1973) finansal entegrasyonu arttırmanın döviz kuru uyarlanmalarına yönelik gereksinimi azaltacağını önermiştir. Yazarın görüşüne göre, eğer hükümetler sermaye piyasalarının entegre olmasını teşvik etmek ve hatta buna izin vermek için adımlar atarsa, geleneksel döviz kuru rezervlerinin rolü azalacak ve uyarlanma süreçleri daha fazla ve çeşitli menkul kıymetlerin işlem gördüğü sermaye piyasaları aracılığı ile gerçekleştirilecektir. Ayrıca, tam parasal entegrasyonda para otoritelerinin müdahaleleri gerekmemektedir, çünkü üye ülkeler arasındaki ödemeler dengesizlikleri kısa dönemde finans piyasaları ile finanse edilebilir. Bunun yanı sıra, çeşitli tipteki dengesizliklere yönelik uyarlanma süreci emek ve sermaye hareketliliğini teşvik eder, bu da sadece kaynak dağılımını iyileştirmekle kalmaz, ayrıca uyarlanma sürecinin bir parçasını oluşturur. Yazar ayrıca bu kolay sermaye akışının katı bir şekilde sabitlenmiş döviz kurlarıyla kolaylaşacağını da iddia etmektedir. Döviz kurlarına ilişkin uluslararası işlemler tüm kontrollerden arınmış olsaydı, döviz arz ve talebi de çok esnek olacaktır. Böylesi yüksek esneklikler koşullarda meydana gelen herhangi bir değişim karşısında kolay uyarlanmayı sağlayacaktır (Ingram, 1962: 127-133; 1973: 10).

Hawkins (1972) ve Obstfeld (1998) entegre olmuş finans piyasalarının avantajlarını analiz etmişlerdir. Hawkins (1972) finans piyasalarındaki entegrasyonun diğer ülkelerdeki kaynaklar ve fon kullanımı açısından ulusal borç verenler ve alanlar

için anlamlı alternatifler anlamına geldiğini belirtmektedir. Hawkins'e göre, finans piyasası entegrasyonu, diğer ekonomik avantajların yanı sıra tanımlanabilir en az iki ekonomik yararı arttırabilir. Birincisi, finans piyasası entegrasyonu, piyasanın etkin ölçeğini arttırarak işlevsel ölçek ekonomilerine neden olabilir. Bu durum, belli miktardaki tasarrufları yatırıma dönüştürmekte kullanılan ekonomik kaynakların azaltıldığı anlamına gelmektedir. *“Bu, daha büyük ölçüde menkul kıymet yüklenimi, finansal kuruluşların daha dar alanlarda uzmanlaşması, finansal bilgi edinmenin daha düşük birim maliyeti ve finansal piyasalarda daha yüksek rekabet aracılığıyla gerçekleşebilir”* (Hawkins, 1972: 54). İkincisi, finansal piyasa entegrasyonu, finansal sürecin dağılım etkinliğini iyileştirebilir. Bu, bir ülkenin borçluları için çok daha fazla fon olanağının oluşmuş olmasıyla mümkün olur. Obstfeld'e (1998: 2) göre, az sermayeye sahip gelişmekte olan ülkeler, yatırımı finanse etmek için borçlanabilir, böylece tasarruf oranlarında keskin artışlar yaşanmadan ekonomik büyümeyi destekleyebilir. Örneğin, finansal piyasalarda riskleri çeşitlendirebilen üreticiler daha yüksek getirili fakat riskli yatırımları üstlenebilirler, bu da ortalama ekonomik büyüme oranlarını yükseltir. Organize para ve sermaye piyasalarının entegrasyonla birlikte daha aktif hale gelebildiği ölçüde pazarlanabilir menkul kıymetlerin likiditesi artar ve para riski azalır (Hawkins, 1972: 55).

Bu bağlamda, ilk olarak finansal entegrasyonun önündeki engellerin gösterilmesi gerekmektedir. Birincisi, iki ülke farklı paralara sahip ise döviz kurundaki dalgalanmalar ilave risk doğuracaktır ve yatırımcılar, döviz cinsinden menkul kıymetleri tutmak için bir risk primi talep edecektir. Hatta döviz kurlarında bir dalgalanma olmasa bile paraların dönüştürülmesine yönelik işlem maliyetleri uluslararası arbitrajda bir sapmaya sebep olacaktır. Entegrasyona yönelik ikinci engel, ülkeler arasında sermayenin vergi sonrası maliyetinde fark doğuran, vergi ve sübvansiyon farklılıklarından kaynaklanır. Yasal düzenleme ve uygulamalardaki farklılıklar da finansal araçların sınır ötesinde eşit şartlarda rekabet etmesini önler. Son olarak, giriş engelleri yasal kısıtlamalardan değil de giriş yapacak potansiyel yabancılar ile yerli yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgiden kaynaklanabilir (Jappelli ve Pagano, 2008: 5).

Konunun daha iyi anlaşılması için, entegre finans piyasalarını uygun bir şekilde tanımlamamız gerekmektedir. Hartman ve diğerlerine (2003) göre finansal entegrasyon finansal yapıdan farklıdır. Finansal araçlar bölgeler arasında, ulusal sınırlar ötesinde ve hatta dünya çapında alınıp satılabilirse (o alanda fonlara erişme veya fonlarda yatırım yapma konusunda ekonomik ajanlar arasında coğrafi konuma bağlı ayrımcılığa sebep olan herhangi bir engel yoksa) o zaman bu piyasaların entegre olduğu söylenebilir. Bu tanımın sonucu olarak i) iki piyasanın entegrasyonu genellikle tek fiyat kanununun uygulanması ile tanımlanır ve ölçülür, ii) alan içinde, ekonomik ajanların portföy dağılımında ve fon kaynaklarında sistematik farklılıkların olmaması gerekir. Birçok teorik açıklamada, her iki piyasada fiyatlar aynı olduğunda ve ikisi de tek piyasa olarak hareket ettiğinde, bu iki piyasanın tam olarak entegre olduğu söylenir. Çeşitli ampirik araştırmalarda, entegrasyon derecesi piyasa fiyatları arasındaki farklılıkların ortalamaları ile ve diğer, oldukça karmaşık, yakınsama ve dağılım endeksleri ile ölçülmektedir (Kenen, 1976: 8).

İki ve veya daha fazla menkul kıymet piyasası arasındaki entegrasyon derecesi, bu menkul kıymetler arasındaki ikame edilebilirlik derecesini yansıtır. Alternatif olarak, entegrasyon derecesi, ilgili piyasaların tek bir piyasa gibi işlemeye, bir menkul kıymetin satılmasının ve hemen diğer bir başkasının alınmasının hiçbir şekilde onların göreceli fiyatlarını etkilemediği bir yapıya ne kadar yakın olduğunu gösterdiği de söylenebilir (Allen, 1976: 19).

Finans piyasalarının entegrasyonuna yönelik araştırmalarda ayırt edilebilir bazı önemli konular bulunmaktadır (Logue ve diğerleri, 1976). Birincisi, uluslararası sermaye akımlarının güvenceli faiz oranı farklılıklarına, bazı durumlarda da güvencesiz faiz oranı farklılıklarına olan duyarlılığı üzerine odaklanır. Bu yaklaşım, çeşitli ülkelerde para politikaları neticesinde faiz oranları değiştiğinde sermayenin ülkeler arasında hareket edeceği görüşü ile desteklenmektedir. Güvenceli ve güvencesiz faiz paritesini kısaca açıklayalım. Güvenceli faiz paritesi, yerli bir finansal varlığın faiz oranı ile yabancı bir finansal varlığın faizi arasındaki farkın yaklaşık olarak vadeli kur primine veya iskontosuna eşit olduğunu söyleyen bir koşuldur. Bu, şu şekilde formüle edilebilir:

$$r - r^* \cong \frac{f - s}{s}$$

Burada r yerli finansal varlığın faizin oranı, r^* yabancı finansal varlığın faiz oranı, f vadeli döviz kuru ve s spot döviz kurunu göstermektedir. Güvencesiz faiz paritesi, iki ülkenin benzer finansal araçları arasındaki faiz oranı farklılığını, iki ülke arasındaki spot döviz kurunda beklenen değişme ile ilişkilendiren bir koşuldur. Güvencesiz faiz paritesini gösteren koşul aşağıdaki gibidir.

$$r - r^* = \frac{s_{t+1}^e - s}{s}$$

Diğer bir değişle, denge durumunda, benzer iki finansal varlığın faiz oranı farkı yaklaşık olarak yabancı paranın beklenen değer kaybına ya da kazancına (s_{t+1}^e) eşittir (Daniels ve van Hoose, 2005: 114-119). Sermaye akımlarının güvenceli farklılıklara duyarlılığı ne kadar yüksekse ve bu akımlar ne kadar büyük ise politika tabanı o kadar çok kısıtlı olacaktır. Fakat faiz paritesi koşulları içeren çalışmaların, borsa entegrasyon derecesini değerlendirmek için genellikle para piyasası oranlarına odaklandığını belirtmek burada önem taşımaktadır (Schüler ve Heinemann, 2002: 5).

Diğer yaklaşım basitçe birçok ülke arasındaki faiz oranları seviyesi ile ilgilenmektedir. Buna göre, entegrasyon derecesi faiz oranlarının yakınsaması ile pozitif ilişkilidir. Üçüncü bir yaklaşım faiz oranlarının eş-değişkenliliğini (*covariability*) incelemektedir: bunun mantığı sermaye piyasası teorisine ve sermaye entegrasyonuna ilişkin yeni görüşlere dayanmaktadır. Eş-değişkenlik görüşü, belli ülkelerdeki finansal varlık fiyatlarının benzer şekilde hareket ettiği fakat gerçek faiz oranı seviyelerinin benzer olması gerekmediğine işaret etmektedir. Sonuç olarak, eğer eş-değişkenlik ve faiz oranları arasındaki değişme yüksek ise, bunların seviyeleri aynı olmasa bile finans piyasası entegrasyonu mümkün olabilir (Logue ve diğerleri, 1976).

Avro alanı içinde gittikçe daha çok entegre olan sermaye piyasalarının etkilerini birçok çalışma göstermektedir. Örneğin, Decressin ve Disyatat (2000) Avro alanındaki sermaye piyasalarının Avrupa Para Birliğinin oluşturulmasından önce zaten iyi derecede entegre olduğunu göstermişlerdir. Fakat yazarlar tek paranın benimsenmesinin Avro alanı ülkeleri arasında, ülkelerin denge cari işlemler dengelerinde büyük kaymalar

gerektiren, sermayenin büyük ölçüde yeniden dağılımına yol açması gerektiğini belirtmektedirler. Hartman ve diğerleri (2003) emniyetsiz para piyasasının, tek para olarak Avronun ortaya çıkmasıyla beraber oldukça entegre hale geldiğini ve Avro alanı içinde yüksek değerli ödeme sistemlerinin farklı ülkeleri iyi bir şekilde birbirine bağladığını göstermişlerdir. Fakat aynı şey repo piyasası için söylenemez. Schüler ve Heinemann (2002) hane halklarına yönelik ödünç verme piyasasının kurumsal piyasaya göre daha az entegre olduğunu göstermiştir. Hane halklarına ödünç verme ile ilgili olarak, ipotekli gayrimenkul kredilerinin (*mortgages*) tüketici kredilerinden daha fazla entegre olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca hane halklarına verilen tüketici kredilerinin hiç entegre olmadığını da göstermişlerdir. Muhtemelen vadeli mevduatların geleneksel olarak para piyasası ile güçlü bir şekilde ilişkili olmasından dolayı, Avrupa vadeli mevduat piyasasının oldukça entegre olduğunu ortaya koymuşlardır. Tasarruf mevduatları piyasasına yönelik analizler görece olarak düşük entegrasyon derecesi ortaya koymuştur (Schüler ve Heinemann, 23).

Bu konuyla ilgili analizler finansal piyasaların etkin işleyişi varsayımı üzerine yapılmıştır. Fakat özellikle 2008 yılı dünya ekonomik krizinden sonra ise bu varsayım şüphe ile karşılanmıştır. Gelissner'e (2010) göre 2008 krizine yol açan sebepler bankaların ve yatırımcıların sürekli kar maksimumlaştırılması güdüsü ile faaliyet göstermeleri ve risk faktörünü göz ardı etmeleridir. Bu krizin kaynağının ABD taşınmaz mal piyasası olduğu bilinmektedir. Fakat Gleissner'e (2010) göre krizi derinleştiren faktör ise risk faktörünün çeşitliliğini ve büyüklüğünü belirlemeye ve prognozlaştırmaya yarayacak ve aynı zamanda bankaların ve firmaların gelecek gelişmelerini açıklayan ekonomik modellerin olmamasıydı. Yunanistan, İrlanda ve Portekiz'de görülen bütçe açığı krizleri krizin yeni boyutu olarak değerlendirilmelidir.

Fransa'da yayın yapan "Le Monde" gazetesinde bir grup iktisatçının manifestosu yayınlandı. Bilim adamları finans piyasalarının etkin işleyişi mekanizmasını sorgulamaktadırlar. Bilim adamlarına göre finans piyasaları işleyiş mekanizmalarını açıklayan teori mal piyasasından alınmıştır. Mal piyasasının işleyiş mekanizması arz ve talep koşulları esasına göre kurulmuştur. Bu mekanizmaya göre fiyat artışı herhangi bir mala olan talebi azaltmaktadır. Fakat finans piyasalarında fiyatı artan bir ürün

spekölasyon amaçlı olarak daha da fazla talep edilmektedir. Bu da finans piyasalarında krize yol açan en önemli faktörlerdendir. Bilim adamları finansal krizleri önlemeye yönelik olarak aşağıdakileri önermektedirler: a) Finans piyasalarında aşırı şişmelerin ve dengesizliklerin önlenmesi amacıyla bankaların kendi hesaplarına spekölasyon yapmaları önlenerek finans piyasalarındaki aktörlerin faaliyetlerinin finans piyasalarından kesin bir şekilde ayrıştırılması; b) Sermaye hareketlerinin kontrolü ile spekölasyonun yol açtığı istikrarsızlığı önlemek ve finansal işlemlere vergi koymak; c) Finans piyasalarında işlemlerin reel ekonominin daha iyi işlemesine hizmet edecek şekilde sınırlandırılması; d) Finansal piyasalarda menkul kıymetlerin alınıp satılmasından elde edilen gelirlerin sınırlandırılması (Rinnberger, 2011).

Tablo 1'in gösterdiği gibi, kredi tipine göre faiz oranlarının Avro alanı üyesi ölkelerde diğer ölkelere göre daha yakınsak olduğu görölebilir. Tablo 2 ve 3 Türkiye'nin en yüksek kısa vadeli ve uzun vadeli faiz oranlarına sahip olduğunu göstermektedir. Türkiye diğer ölkelerle karşılaştırılamayacak kadar yüksek faizlere sahiptir. 4. bölümde Feldstein ve Horioka (1980) yaklaşımı Türkiye açısından incelenmektedir. Sonuçlar, yurtiçi toplam tasarruf ve yatırımın birbiri ile yakın ilişkili olduğunu ve 1980'de uygulanan yapısal uyum reformlarından sonra uzun dönemli bir ilişkiye sahip olduklarını göstermektedir. Bu tablolar ve bulgular ayrıca diğer ölkelerle karşılaştırıldığında Türkiye'nin görel olarak kapalı finansal sektöre sahip olduğunu göstermektedir.

Tablo 1: Kredi Tipine Göre Faiz Oranlarındaki Yakınsama

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	1 yıla kadar vadeli şirket kredileri											
AB (27 ülke)	62.4 ^(s)	60.1 ^(s)	58.8 ^(s)	53.6 ^(s)	45.1 ^(s)	41.7 ^(s)	36.5 ^(s)	32.7 ^(s)	43.5 ^(s)	33.8 ^(s)	22.4 ^(s)	22.5 ^(s)
AB (25 ülke)	62.4 ^(s)	60.1 ^(s)	58.8 ^(s)	53.6 ^(s)	45.1 ^(s)	41.7 ^(s)	36.5 ^(s)	32.7 ^(s)	43.5 ^(s)	33.8 ^(s)	22.4 ^(s)	22.5 ^(s)
AB (15 ülke)	50.0 ^(s)	46.1 ^(s)	45.7 ^(s)	42.8 ^(s)	22.2 ^(s)	12.0 ^(s)	11.8 ^(s)	15.5 ^(s)	16.2 ^(s)	18.5 ^(s)	15.9	11.7
Avro alanı	39.3 ^(s)	28.7 ^(s)	19.8 ^(s)	12.5 ^(s)	8.3 ^(s)	12.4 ^(s)	12.2 ^(s)	15.9	16.9	16.7	14.5	10.9
Avro alanı (15 ülke)	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
	1 yıldan uzun vadeli şirket kredileri											
AB (27 ülke)	61.5 ^(s)	60.5 ^(s)	59.6 ^(s)	53.0 ^(s)	46.6 ^(s)	44.2 ^(s)	38.3 ^(s)	29.1 ^(s)	39.9 ^(s)	28.3 ^(s)	21.9 ^(s)	24.1 ^(s)
AB (25 ülke)	61.5 ^(s)	60.5 ^(s)	59.6 ^(s)	53.0 ^(s)	46.6 ^(s)	44.2 ^(s)	38.3 ^(s)	29.1 ^(s)	39.9 ^(s)	28.3 ^(s)	21.9 ^(s)	24.1 ^(s)
AB (15 ülke)	39.5 ^(s)	36.3 ^(s)	38.4 ^(s)	36.0 ^(s)	21.9 ^(s)	17.1 ^(s)	14.2 ^(s)	11.9 ^(s)	13.3 ^(s)	12.2 ^(s)	9.2	9.0
Avro alanı	28.0 ^(s)	19.0 ^(s)	12.1 ^(s)	13.3 ^(s)	15.7 ^(s)	17.8 ^(s)	14.8 ^(s)	11.6	13.2	12.8	9.9	8.9
Avro alanı (15 ülke)	55.0 ^(s)	54.1 ^(s)	50.0 ^(s)	47.5 ^(s)	44.3 ^(s)	43.5 ^(s)	42.7 ^(s)	16.6 ^(s)	22.5 ^(s)	22.0 ^(s)	10.7 ^(s)	8.9 ^(s)
	Hane halklarına verilen konut kredileri											
AB (27 ülke)	61.5 ^(s)	58.1 ^(s)	57.8 ^(s)	55.8 ^(s)	41.4 ^(s)	36.8 ^(s)	35.4 ^(s)	37.5 ^(s)	42.0 ^(s)	38.8 ^(s)	28.2 ^(s)	26.0 ^(s)
AB (25 ülke)	61.5 ^(s)	58.1 ^(s)	57.8 ^(s)	55.8 ^(s)	41.4 ^(s)	36.8 ^(s)	35.4 ^(s)	37.5 ^(s)	42.0 ^(s)	38.8 ^(s)	28.2 ^(s)	26.0 ^(s)
AB (15 ülke)	27.3 ^(s)	23.1 ^(s)	14.2 ^(s)	17.2 ^(s)	12.4 ^(s)	9.4 ^(s)	12.6 ^(s)	15.2 ^(s)	17.6 ^(s)	16.3 ^(s)	10.5	6.5
Avro alanı	28.3 ^(s)	23.7 ^(s)	14.9 ^(s)	11.3 ^(s)	12.6 ^(s)	8.3 ^(s)	12.3 ^(s)	14.0	17.4	16.6	10.3	5.5
Avro alanı (15 ülke)	43.2 ^(s)	41.8 ^(s)	36.1 ^(s)	30.5 ^(s)	31.4 ^(s)	30.1 ^(s)	32.6 ^(s)	15.6 ^(s)	21.8 ^(s)	23.7 ^(s)	14.2 ^(s)	5.5 ^(s)

(.) Veri mevcut değil.

(s) Eurostat tahmini

Kaynak: Eurostat

Tablo 2: Kısa Vadeli Faiz Oranları (%)

Yıllar Ülkeler	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Avustralya	5.7	7.7	7.2	5.4	5.0	5.0	6.2	4.9	4.7	4.9	5.5	5.6	6.0	6.7
Avusturya	5.1	4.6	3.4	3.5	3.6									
Belçika	5.7	4.8	3.2	3.4	3.6									
Çek Cumhuriyeti	9.1	10.9	12.0	16.0	14.3	6.9	5.4	5.2	3.5	2.3	2.4	2.0	2.3	3.1
Danimarka	6.1	6.1	3.9	3.7	4.1	3.3	4.9	4.6	3.5	2.4	2.1	2.2	3.1	4.3
Finlandiya	5.4	5.8	3.6	3.2	3.6									
Fransa	5.8	6.6	3.9	3.5	3.6									
Almanya	5.4	4.5	3.3	3.3	3.5									
Yunanistan	19.3	15.5	12.8	10.4	11.6	8.9	4.4							
Macaristan	26.9	32.0	24.0	20.1	18.0	14.7	11.0	10.8	8.9	8.2	11.3	7.0	6.9	7.6
İzlanda	4.9	7.0	7.0	7.1	7.5	9.3	11.2	12.0	9.0	5.3	6.3	9.4	12.4	14.3
İrlanda	5.9	6.2	5.4	6.1	5.4									
İtalya	8.5	10.5	8.8	6.9	5.0									
Lüksemburg	5.7	4.8	3.2	3.4	3.6									
Hollanda	5.2	4.4	3.0	3.3	3.5									
Polonya	31.8	27.7	21.3	23.1	19.9	14.7	18.9	15.7	8.8	5.7	6.2	5.2	4.2	4.8
Portekiz	11.1	9.8	7.4	5.7	4.3									
Slovakya	..	8.4	12.0	22.4	21.1	15.7	8.6	7.8	7.8	6.2	4.7	2.9	4.3	4.3
İspanya	8.0	9.4	7.5	5.4	4.2									
İsveç	7.4	8.7	5.8	4.1	4.2	3.1	4.0	4.0	4.1	3.0	2.1	1.7	2.3	3.6
İsviçre	4.2	2.9	2.0	1.6	1.5	1.4	3.2	2.9	1.1	0.3	0.5	0.8	1.6	2.6
Türkiye	..	..	..	..	..	..	38.9	92.4	59.5	38.5	23.8	15.6	17.9	18.3
Birleşik Krallık	5.5	6.7	6.0	6.8	7.3	5.4	6.1	5.0	4.0	3.7	4.6	4.7	4.8	6.0
Avro Alanı	6.3	6.5	4.8	4.3	3.9	3.0	4.4	4.3	3.3	2.3	2.1	2.2	3.1	4.3

Kaynak: OECD Economic Outlook No. 84.

Tablo 3: Uzun Dönem Faiz Oranları (%)

Yıllar Ülkeler	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Avustralya	8.9	9.2	8.2	7.0	5.5	6.0	6.3	5.6	5.8	5.4	5.6	5.3	5.6	6.0
Avusturya	7.0	7.1	6.3	5.7	4.7	4.7	5.6	5.1	5.0	4.2	4.2	3.4	3.8	4.3
Belçika	7.7	7.4	6.3	5.6	4.7	4.7	5.6	5.1	4.9	4.1	4.1	3.4	3.8	4.3
Çek Cumhuriyeti	..	..	..	..	..	..	..	6.3	4.9	4.1	4.8	3.5	3.8	4.3
Danimarka	7.8	8.3	7.2	6.3	5.0	4.9	5.7	5.1	5.1	4.3	4.3	3.4	3.8	4.3
Finlandiya	9.0	8.8	7.1	6.0	4.8	4.7	5.5	5.0	5.0	4.1	4.1	3.4	3.8	4.3
Fransa	7.2	7.5	6.3	5.6	4.6	4.6	5.4	4.9	4.9	4.1	4.1	3.4	3.8	4.3
Almanya	6.9	6.9	6.2	5.7	4.6	4.5	5.3	4.8	4.8	4.1	4.0	3.4	3.8	4.2
Yunanistan	..	..	..	9.8	8.5	6.3	6.1	5.3	5.1	4.3	4.3	3.6	4.1	4.5
Macaristan	..	..	..	..	..	..	8.6	7.9	7.1	6.8	8.3	6.6	7.1	6.7
İzlanda	7.0	9.7	9.2	8.7	7.7	8.5	11.2	10.4	8.0	6.7	7.5	7.7	9.3	9.8
İrlanda	8.0	8.2	7.2	6.3	4.7	4.8	5.5	5.0	5.0	4.1	4.1	3.3	3.8	4.3
İtalya	10.5	12.2	9.4	6.9	4.9	4.7	5.6	5.2	5.0	4.3	4.3	3.6	4.0	4.5
Lüksemburg	7.2	7.2	6.3	5.6	4.7	4.7	5.5	4.9	4.7	3.3	2.8	2.4	3.3	4.4
Hollanda	6.9	6.9	6.2	5.6	4.6	4.6	5.4	5.0	4.9	4.1	4.1	3.4	3.8	4.3
Portekiz	10.5	11.5	8.6	6.4	4.9	4.8	5.6	5.2	5.0	4.2	4.1	3.4	3.9	4.4
Slovakya	..	..	9.7	9.4	21.7	16.2	9.8	8.0	6.9	5.0	5.0	3.5	4.4	4.5
İspanya	10.0	11.3	8.7	6.4	4.8	4.7	5.5	5.1	5.0	4.1	4.1	3.4	3.8	4.3
İsveç	9.5	10.2	8.0	6.6	5.0	5.0	5.4	5.1	5.3	4.6	4.4	3.4	3.7	4.2
İsviçre	5.0	4.5	4.0	3.4	3.0	3.0	3.9	3.4	3.2	2.7	2.7	2.1	2.5	2.9
Türkiye	..	..	..	..	..	..	37.7	99.6	63.5	44.1	24.9	16.2	18.0	18.3
Birleşik Krallık	8.1	8.2	7.8	7.1	5.6	5.1	5.3	4.9	4.9	4.5	4.9	4.4	4.5	5.0
Avro Alanı	8.0	8.4	7.1	6.0	4.8	4.7	5.4	5.0	4.9	4.1	4.1	3.4	3.8	4.3

Kaynak: OECD Economic Outlook No. 84.

1.2.7 Enflasyon Oranlarının Benzerliği Kavramı

İlk olarak Haberler (1970) ve Fleming (1971) benzer bir enflasyon oranının bir OPS için kriter olması gerektiğini savunmuşlardır. Özellikle Haberler (1970) ülkelerin bölgeleri arasındaki ödemeler dengesi güçlüklerinin daha az sıklıkta gerçekleştiğini, fakat ülkeler arasında çok yaygın olduklarını iddia etmiştir. Bu şöyle açıklanabilir: üretim faktörlerinin hareketliliğinin yüksekliği, vergilerin ve kamu harcamalarının yeniden düzenlenmesi yoluyla dengesizliklerin geniş çapta otomatik finansmanı ve bölgeler arasında tam ve otomatik olarak uyumlaştırılan para ve maliye politikaları. Ancak Haberler'e göre ödemeler dengesi problemlerindeki bu eğilimin temel sebebi politika hedeflerdir. Daha açık olmak gerekirse, tam istihdam ve büyüme ile fiyat istikrarına verilen önem ülkeler arasında önemli derecede farklılık gösterir.

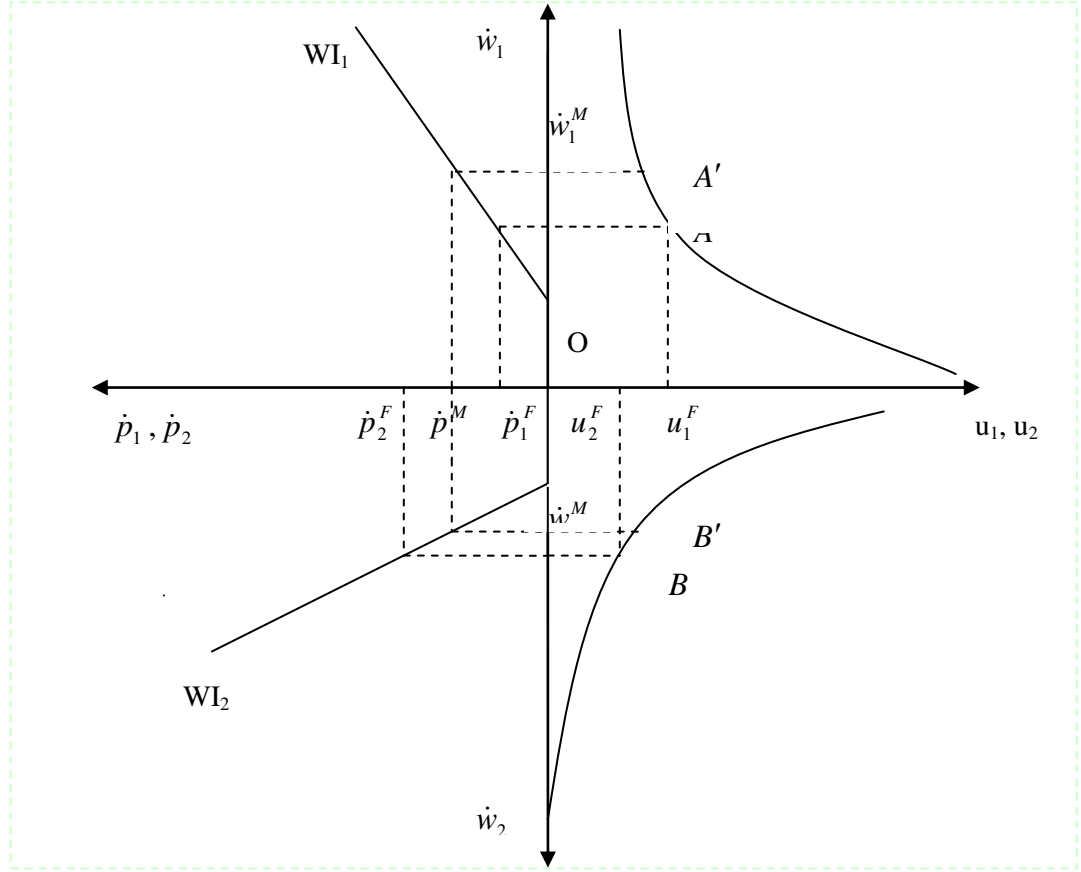
Fleming'in (1971) vardığı sonuca göre enflasyon oranlarının benzerliği faktörü en az OPS'ye yönelik ilk çalışmalarda tartışılan faktörlerden herhangi biri kadar önemlidir. *Enflasyon oranlarında benzerliği destekleyen faktörler 1) ulusal amaçlarda benzerlik, 2) verimlilik artış oranlarında benzerlik ve 3) sendikaların agresiflik derecesindeki benzerliktir. Bu kriterler dikkati, talep ve arz koşullarındaki mikroekonomik dengesizliklerden uzaklaştırır ve bunun yerine makroekonomik olgulara odaklanır* (Ishiyama, 1975).

Bilindiği gibi APB'ni planlayan Maastricht Anlaşması'nın, para birliğine üyeliğine kabul edilebilmesi için bir ülkenin enflasyon oranının, AB içinde en düşük enflasyona sahip üç ülkenin enflasyon oranları ortalamasını 1.5 puan geçmemesi gerektiğini belirtmektedir. APB açısından değerlendirme yaparsak, kaçınılması gereken en önemli iki tehlike, üye bir hükümetin borcunu ödeyememesi veya bu tür bir temerrüdü önleme konusunda APB'nin para politikasına taviz verileceğine dair beklenti ve APB'ye girerken nispeten yüksek enflasyona sahip bir ülkenin enflasyon nedeniyle reel döviz kurunda önemli bir yükselme yaşamasıdır. Bu, söz konusu ülkenin özel sektörünü zayıflatır ve hükümetin gelirlerini azaltır ve böylece mali problemini daha da büyütür. APB'ye katılan bir ülkede bunların her ikisi aynı zamanda gerçekleşirse, bu ülke hükümetinin diğer hükümetler tarafından kurtarılmak zorunda kalması riski oldukça yüksek olacaktır. Düşük enflasyonlu ülkelerde özel bir önem taşıyacak olan yakınsamanın neden gerekli olduğunu gösteren, külfet-paylaşımı olarak adlandırılan başka bir sebep daha bulunmaktadır. Eğer üçüncü aşama başlamadan önce her ülke enflasyonu bir hedef düzeyine indirmek zorundaysa, gerekli eylemlerin yükü temel olarak her ülkeye, hedef oranın üzerinde sahip olduğu aşırı enflasyon oranında dağıtılmalıdır. Eğer enflasyon kriteri olmasaydı yakınsama Avrupa Merkez Bankaları Sisteminin (AMBS) ve tek para politikasının gelmesini bekleyecekti ki bu durumda anti-enflasyonist önlemlerin yükü AB içinde eşit olarak dağılacaktı. Avro-fed'in [~Avrupa merkez bankası'nın AMB'nin] deflasyonist eylemlerinin reel maliyeti tüm üye ülkeler arasında dağılacağı için düşük enflasyonlu ülkeler o zaman yüksek enflasyonlu ülkelerle maliyeti paylaşacaktı (Crawford, 1996: 208).

Bunun yanı sıra Grauwe (1975) başarılı bir parasal entegrasyona yönelik koşulların sistematik analizine olanak veren bir çerçeve sunmuştur. Bu analizi, enflasyon-işsizlik mübadelesi ile ilgili iki alternatif varsayım altında yapmıştır. Analizinin ilk versiyonunda Phillips eğrisi varsayımlarına dayanan model kullanılmıştır. Phillips'e (1958) göre, işsizlik oranı düşük olduğunda parasal ücret hadlerinin değişim oranının yüksek, işsizlik yüksek olduğunda ise düşük ya da negatif olmasına ilişkin belirgin bir eğilim söz konusudur. Yani, parasal ücretteki değişim oranı ile işsizlik arasında bir mübadele söz konusudur. Buna karşılık Samuelson ve Solow (1960) Phillips diyagramını, enflasyon ile işsizlik arasında bir mübadeleyi gösterdiği şeklinde yorumlamışlardır. Çalışmasının ikinci versiyonunda Grauwe (1975) "monetarist" varsayımları kullanmıştır. Monetaristler, eğer işsizlik ve enflasyon arasında bu tür bir mübadele varsa bunun çok kısa dönemli olması gerektiğini belirtmişlerdir. Ayrıca, Phelps-Friedman işsizlik oranının enflasyon oranından bağımsız olduğunu savunmuşlardır. Her ekonomide bir doğal işsizlik oranı vardır ve işsizliği "doğal" oranının altında tutmaya yönelik her çaba hızlanan bir enflasyon süreci başlatacaktır. Eğer gerçekten durum bu ise o zaman Phillips eğrisi uygun biçimde dikey bir çizgi ile gösterilebilir.

Bu çalışma için, Grauwe'nin (1975) ortaya koyduğu modelin birinci versiyonunu gözden geçirmek yararlı olacaktır. Temel model aşağıda gösterilmiştir. Şekil 2.'de birinci ve ikinci ülkenin Phillips eğrileri gösterilmektedir. Ulusal otoritelerin, işsizlik ve ücret haddi değişimleri arasında belli bir tercih sıralamasına sahip olduğu varsayılmaktadır.

Şekil 2: Phillips Eğrisi Dünyasında Parasal Birlik



Kaynak: Grauwe, 1975, s.636

Şekilde kullanılan semboller şunları ifade etmektedir: u_1 ve u_2 sırasıyla 1. ülke ve 2. ülkedeki işsizlik oranlarıdır; w_1 ve w_2 sırasıyla 1. ülke ve 2. ülkedeki ücret değişim oranlarıdır ($\dot{w} = \frac{1}{w} \frac{dw}{dt}$); p_1 ve p_2 sırasıyla 1. ülke ve 2. ülkede fiyatlardaki değişim oranlarıdır; ve $\dot{e} = \dot{p}_2^F - \dot{p}_1^F$ 1. ülkenin parasının değerlenme oranıdır. WI_1 ve WI_2 çizgileri, sırasıyla, 1. ülke ve 2. ülkede fiyatlardaki ve ücretteki değişim oranı arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Diğer bir deyişle, bu çizgiler, sırasıyla, 1. ülke ve 2. ülkede verimlilikteki değişim oranını yansıtmaktadır. Burada kullanılan birinci varsayım 1. ülke yetkililerinin Phillips eğrisi üzerindeki A noktasını seçtiği, 2. ülkedekilerin de

kendilerinin mübadele eğrisi üzerinde en optimal nokta olarak B noktasını belirlediğidir. İkinci varsayım, verimlilikteki artış oranının 1. ülkede, 2. ülkedekinden yüksek olduğudur. Bu, her iki ülkede ücret haddinde benzer bir artış karşısında denge fiyatındaki artışın 1. ülkede 2. ülkeye göre daha düşük olacağı anlamına gelmektedir. Bu nedenle Şekil 2’de WI_1 , WI_2 ’ye göre mutlak olarak daha büyük bir kesişim noktasına sahiptir. Şekil 2, ülkelerin Phillips eğrisinin konumunun, bu ülkelerin verimlilik artış oranlarının ve enflasyon ile işsizlik arasındaki tercihlerinin farklı olduğunu göstermektedir. Şekil 2’de 2. ülke, 1. ülkeye göre daha yüksek bir enflasyon oranına sahiptir. Eğer 2. ülkenin parasının 1. ülke parası karşısında değer kaybetmesine olanak verilirse sistem dengededir ve her iki ülke A ve B noktaları ile gösterilen hedeflere ulaşabilecektir. Şekil 1.2’de $\dot{e} = \dot{p}_2^F - \dot{p}_1^F$ denklemi 1. ülke parasının denge değerlenme oranını göstermektedir (Grauwe, 1975: 635-637).

1. ülke ile 2. ülke arasında bir parasal birliğin oluşturulması, döviz kurunun geri dönülemeyecek şekilde sabit olması veya buna eşdeğer şekilde, enflasyon oranlarının her iki ülkede aynı olması gerektiği (yani, $\dot{p}_1 = \dot{p}_2 = 0$ ($\dot{e} = 0$)) anlamına gelmektedir. Sonuç olarak, parasal birlik ancak ulusal otoritelerin enflasyon-işsizlik bileşimi konusunda ulusal hedefler koymaktan kaçınması sayesinde sürdürülebilir. Parasal birliğin yokluğunda, birlik enflasyon oranının ($\dot{p}^M$) ulusal enflasyon oranları arasında olması her iki ülkenin, ilgili ulusal bakış açılarına göre optimal-altı olan bir enflasyon-işsizlik bileşimini kabul etmesi gerekeceğini gösterir. Reel ücretlerde (verimlilik artışındaki farklılığı yansıtan) iraksak hareketin değişmeden bırakılması durumunda bu koşul aynı zamanda yeterlidir de. Böyle bir durumda, ödemeler balaçosu problemi yaşamak mümkün değildir. Düşük verimlilik artışı oranına sahip olan ülke yüksek verimlilik artışı oranına sahip olan ülke kadar “rekabetçi” olacaktır, çünkü reel ücretlerde daha düşük artışları kabul etmeye isteklidir. Bu modele göre 2. ülke arzu edilenden daha yüksek işsizlik oranını kabul etmesi gerekirken, 1. ülke de arzu edilenden daha yüksek enflasyon oranını kabul etmelidir (Grauwe, 1975: 638).

Şekil 2’de gösterilen parasal birlik içinde, büyüme oranları açısından 1.ülke ile 2.ülke arasında kısa dönemde fark olacaktır. Fakat, tüm ülkeler için kabul edilebilir bir

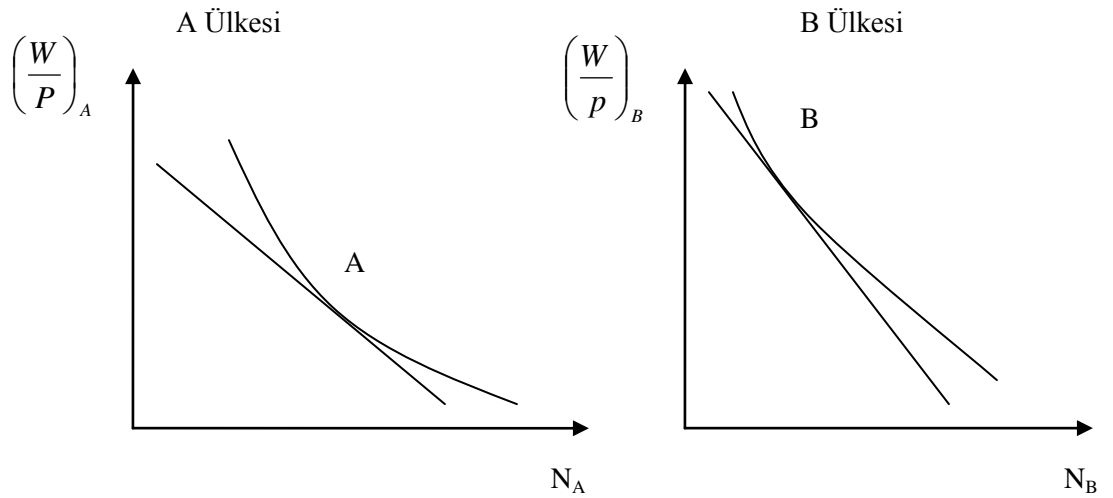
düzenleme olabilmesi için, birliğe katılan ülkeler arasında uzun dönemde birbirine benzer büyüme oranlarının olması gerekir. Bu nedenle, birliğin veri bir enflasyon oranında nominal ücretlerdeki ve reel ücretlerdeki değişmelerin iki ülke arasında uyumlaşması, gerekli olan ilave bir koşuldur. Bu kaymalar iki farklı şekilde meydana gelebilir. Birinci olasılık, 1.ülkeden 2.ülkeye, verimlilik artış oranlarını etkilemeden 1.ülkede ücret vergisi ile, 2.ülkede ücret sübvansiyonu ile elde edilen transfer ödemeleri başlatmaktır. Dengeye ancak mali transferin, net ücret haddindeki değişmelerin iki ülkede aynı olmasını sağladığı zaman ulaşılır. İkinci olasılık, iki ülkedeki verimlilik artış oranlarını eşitlemeyi amaçlayan politikalar ortaya koymaktır. Bu durumda, bölgesel politikalar her iki bölgedeki verimlilik artışını eşitlemek için kullanılabilir. İkinci olarak, verimlilikte benzer artış oranlarına doğru gitmek eğer yüksek verimlilik artışına sahip ülkede daha düşük bir verimlilik anlamına geliyorsa parasal birlik ikinci ülke için pek cazip görünmeyecektir. Bu ülkenin birliğe katılma kararı, parasal birlik ile ilişkili diğer yararların reel gelir artışındaki bu kaybı telafi edip etmediğine bağlı olacaktır (Grauwe, 1975: 640).

Bununla ilgili olarak, işçi sendikaları tarafından yapılan ücret pazarlığının yukarıdaki problemleri nasıl etkilediğine ilişkin önemli bir konu gündeme gelmektedir. Şekil 2’de gösterildiği gibi, parasal birliğin geçerli olabilmesi için gerekli koşul, iki ülkede sendikaların, verimlilikteki artış oranlarındaki farklılığı yansıtan, farklı nominal ücret haddi değişmeleri (sırasıyla $\dot{w}_1^M$ ve $\dot{w}_2^M$) için pazarlık yapmasıdır (Grauwe, 1975: 640).

Dikey Phillips eğrileri durumunda bir parasal birliğe katılma anlaşması maliyetsiz bir işlemdir, çünkü iki ülkeden hiçbirisi için bir refah kaybına yol açmaz. Böyle bir durumda, parasal birliğin sağlanmasına yönelik gerekli koşul ulusal enflasyon oranlarının yönetimidir. Bu, eğer ulusal hükümetler yurtiçi enflasyon oranını kontrol etmek için para politikası kullanırlarsa (hükümetler işsizlik oranını etkilemek için para politikasını kullanmaktan çekinirler), aynı zamanda tek bir enflasyon oranı belirleme konusunda da karar verebilecekleri anlamına gelir (Grauwe, 1975: 642-643).

Yukarıdan da anlaşılabileceği üzere, parasal birlik içinde farklı enflasyon oranları olabileceğine dair çok çeşitli nedenler bulunmaktadır. Her şeyden önce, farklı ülkelerde emek piyasalarının işleyişindeki farklılıklar gelmektedir. Grauwe (2005) bu farklılıkları McDonald ve Solow'un (1981) modeli kullanarak açıklamıştır. Bir parasal birliğe aday olan iki ülkenin emek piyasalarını incelemiştir. McDonald ve Solow (1981) emek talebindeki dalgalanmaların, istihdamda büyük değişimlere ve reel ücretlerde küçük ve sistematik olmayan değişimlere neden sık sık yol açtığını incelemektedir.

Şekil 3: Emek Piyasalarının İşleyişlerindeki Farklılıklar



Kaynak: Paul De Grauwe, 2003, s.30.

$\left(\frac{W}{P}\right)$ reel ücret düzeyidir ve N her iki ülkedeki istihdam düzeyini göstermektedir. Reel ücret düzeyi dikey eksen, istihdam düzeyi ise yatay eksen üzerinde gösterilmektedir. Negatif eğimli çizgi, ekonomide genel emek talebi eğrisidir. Birlik, hem reel ücret düzeyine, hem de üyelerinin istihdamına dayanan faydasını maksimize eder (Grauwe, 2003: 30).

Şekil 3, B ülkesinin istihdam çizgisinin, A ülkesininkinden daha dik olduğunu ve B ülkesindeki otoritelerin, genişletici istihdam politikaları yoluyla birliğin ücret belirleme davranışına uyum sağlamaya daha istekli olacağını göstermektedir. Fakat bir parasal birlikte politikalar, iki ülkenin sendikalarının, para otoritelerinin aynı tepkileri ile

karşı karşıya kalmasını sağlayacak şekilde merkezileştirilmiştir. Bu durum, iki sendikanın benzer ücret oranları ve istihdam düzeyleri kombinasyonlarını seçme eğiliminde olduğunu göstermektedir, çünkü bir parasal birlikte iki ülkenin istihdam çizgileri benzer bir dikliğe sahip olmaya başlar. Sendikaların davranışları arasındaki farklılıklar daha az belirgin hale gelse de bu farklılıkların kesinlikle tamamen ortadan kalkmayacakları unutulmamalıdır, çünkü ulusal hükümetler para politikalarının yanı sıra tasarrufları altında başka istihdam politikalarına da sahiptirler. Bu model her iki ülkede tam olarak merkezileşmiş bir sendikanın bulunduğunu bir varsayım olarak ele almaktadır. Ancak, sendikalar ademi merkeziyetçilik nedeniyle ülkeler arasında farklılık gösterirler ve parasal birliğin bu kurumsal farklılıkları nasıl değiştireceği kesin değildir (Grauwe, 2005: 31).

Diğer bir değişle, her ülke için parasal birliğin etkisi, ücret müzakerelerinin şoklar karşısındaki tepkisine bağlıdır. Arz şoklarının etkileri, ücret pazarlığının merkezileşme derecesinden etkilenebilir. Bir parasal birlik içinde, göreceli ücretleri uyarlayacak bir nominal döviz kuru bulunmamaktadır. Bu nedenle, sektörel ya da ulusal ücret pazarlığı yapısı bulunan ülkeler eksik döviz kurunu ücret esnekliği ile dengelemekte daha büyük güçlüklerle karşılaşabilirler. Şirket düzeyinde pazarlık yapmak şoklarla mücadele etme konusunda daha çok esneklik sunabilir (Winschel, 2005: 15). Dünya İşgücü Raporu (*The World Labour Report*) (1997-98) son on yıl içinde kolektif pazarlık yapısının baskın olduğunu göstermektedir. Bu rapora göre, N/S ulusal/sektörel düzeyi, C de şirket/tesis düzeyini temsil etmek üzere şunlar gösterilebilir: Çek Cumhuriyeti-C; Estonya-C; Macaristan-C; İrlanda-C; Polonya-C; Slovakya-C; Birleşik Krallık-C; Bulgaristan-N/S, C; Finlandiya-N/S, C; Slovenya-N/S; Kıbrıs-N/S; Danimarka-N/S; İsveç-N/S; Yunanistan-N/S; Avusturya-N/S; Belçika-N/S; Fransa-N/S; Almanya-N/S; İtalya-N/S; Hollanda-N/S; Portekiz-N/S; İspanya-N/S (World Labour Report, 1997-98: 247-248). Açıkça görülmektedir ki, eski sosyalist ülkelerin şirket düzeyinde ücret pazarlığı yaptığına dair belirgin bir eğilim söz konusudur ve dolayısıyla bu ülkeler daha esnek emek piyasalarına sahip olabilirler.

İkinci olarak, parasal birlik içindeki ülkeler arasında verimlilik artışlarında farklılıklar varsa o zaman (tüketici fiyatları endeksi ile ölçülen) enflasyon oranlarının da farklı olması gerekir. Verimlilik farklılıklarının enflasyon oranları üzerindeki bu etkisi Balassa-Samuelson etkisi olarak adlandırılır. Yine de parasal birlik, genellikle verimlilik ve gelirlere uyumlu olarak göreceli ücret düzeylerinde kalıcı ayrılmaları sürdürür. Sonuçta, ticarete söz konusu olmayan hizmetlerin fiyatları yüksek gelirli ülkelerdeki seviyelere yakınsadığından, ortalama olarak tüketici fiyatları için tüm topluluk içindekinden biraz daha hızlı yükseleceği bir marj olacaktır. Ayrıca, az gelişmiş üye ülkelerin yetiştirme süreci ilerledikçe, ticarete söz konusu olmayan ürünlerin göreceli fiyatlarındaki yakınsama nedeniyle bu ülkelerin reel döviz kurunun biraz daha yüksek bir enflasyon oranıyla değerlendirilmesi gerekir. Kabataslak hesaplamalar, bu farklılıkların bazı durumlarda yıllık olarak %1'den ve hatta %2'den fazla olabileceğini ortaya koymaktadır. Aynı durum, farklılıkların daha da büyük olabileceği ücretler ve emek maliyetleri için de geçerlidir (Emerson ve diğerleri, 1992: 31).

Şimdi 1.ülke ile 2.ülkede enflasyon oranlarını aşağıdaki şekilde² tanımlayalım (Grauwe, 2005: 44):

$$\dot{p}c_1 = \alpha \dot{p}_1 + (1 - \alpha) \dot{w}_1 \quad (1)$$

$$\dot{p}c_2 = \alpha \dot{p}_2 + (1 - \alpha) \dot{w}_2 \quad (2)$$

$$\dot{p}c_1 - \dot{p}c_2 = (1 - \alpha)(\dot{w}_1 - \dot{w}_2) \quad (3)$$

Burada $\dot{p}c_1$ ve $\dot{p}c_2$ sırasıyla 1.ülkede ve 2.ülkede tüketici fiyat endeksindeki değişimi göstermektedir. Bunlar ticarete söz konusu olan ve olmayan malların fiyat artış oranları kullanılarak ağırlıklandırılmış ve ağırlıklar sırasıyla α ve $1 - \alpha$ olarak belirtilmiştir. Bir parasal birlik içinde rekabet, ticarete söz konusu olan mallar sektöründeki fiyat değişimlerinin 1. ve 2. ülkede eşit olmasını sağlar. Fakat bu tür bir eşitleme ticarete söz konusu olmayana mallar sektöründe gerçekleşmez, çünkü burada uluslararası rekabet yoktur. O zaman, (1) ve (2) numaralı eşitlikleri (3) numaralı eşitlikte bir arada kullanabiliriz. Verimlilikteki artışın (q) 1.ülkede 2.ülkedekinden daha yüksek olduğunu varsayalım. Eğer her iki ülke parasal birliğe katılırsa bu durum, 2.ülkede

² Bu model, Grauwe (2003)'den alınmıştır.

nominal ücret değişikliklerinin 1.ülkedekinden daha düşük olması gerektiğini gösterir. Bu açıklamalara göre;

$$\dot{w}_1 - \dot{q}_1 = \dot{w}_2 - \dot{q}_2 \quad (4)$$

veya

$$\dot{w}_1 - \dot{w}_2 = \dot{q}_2 - \dot{q}_1 \quad (5)$$

Eğer (5) numaralı eşitlik (3) numaralı eşitliğe yerleştirilirse aşağıdaki eşitliği elde ederiz:

$$\dot{p}c_1 - \dot{p}c_2 = (1 - \alpha)(\dot{q}_1 - \dot{q}_2) \quad (6)$$

Eşitlik (6) parasal birlik ölkeleri arasında verimlilikteki artış farklılıkları nedeniyle enflasyon oranlarının da farklı olması gerektiğini göstermektedir. Genel olarak, Avro-alanındaki düşük gelirli ölkeler daha hızlı bir verimlilik artışı ve böylece daha yüksek bir enflasyon yaşama eğilimindedir. Verimlilik artışının enflasyon üzerindeki bu etkisi her iki ölkenin ticari mallar sektörünün rekabetçi konumunu sabit tutar (Grauwe, 2005: 45-46).

Araştırmacılar, çeşitli ölkelerde Balassa-Samuelson etkisinin kanıtlarını bulabilmek için farklı araştırmalar ortaya koymuşlardır. Égert (2005) açık sektördeki verimlilik kazançlarından ticarete söz konusu olmayan malın görelî fiyatına geçişin (Balassa-Samuelson etkisi) orantılı olmadığını, çünkü *(a) açık sektörde reel ücretler verimlilikle orantılı bir şekilde ilişkilendirilmemiştir, (b) sektörler arasındaki ücret eşitleme süreci mükemmel olmaktan uzaktır ve (c) diğer iki varsayımın kusurlu işleyişi dikkate alındığında bile, ticarete söz konusu olmayan malların görelî fiyatı verimlilik kazançlarından daha hızlı ya da daha yavaş artabilir.* Yazar, Balassa-Samuelson etkisinin genel enflasyonda ve reel döviz kuru belirlemede sadece sınırlı bir rol oynadığını savunmaktadır. Diğer bir değişle, geçiş ekonomilerindeki enflasyon farklılıklarını açıklamak için başka faktörlerin bulunması gerekmektedir. Örneğin, Fischer (2004) toplam faktör verimliliği şoklarının reel döviz kuru üzerinde sadece Balassa-Samuelson tarzı bir arz kanalıyla değil, ayrıca bir yatırım talebi kanalıyla da etki yarattığını göstermiştir. Herhangi bir sektördeki verimlilik artışının bir ekonomideki

denge sermaye stokunu arttırdığı ve böylece yatırım talebini arttırdığı, bunun da fiyatları arttırdığı söylenebilir.

Buna karşılık, geçiş dönemi öncesinde var olan koşulların da dikkate alınması gereklidir. Broeck ve Sløk (2006) reel döviz kurunda verimliliğe dayalı değişmelerin (Balassa-Samuelson etkisi) rolünün hem ticarete konu olan mallar sektöründe yapısal dönüşüm sürecinin verimlilik üzerindeki etkisini, hem de değişmelerin ticarete konu olan ve olmayan verimlilikteki etkileri yansıttığı ifade edilebilir.

Sonuç olarak, (Balassa-Samuelson etkisi nedeniyle) ticaret sektöründeki verimlilik kazançlarını yansıtan reel döviz kurundaki değerlenmelerin bir denge olgusu olduğunun ve rekabet gücünü yıpratmadığının vurgulanması gereklidir. Bu durumda bir politika tepkisi gerektirmemektedirler. Geçiş ekonomilerindeki başarılı bir dönüşüm reel değerlenme durduğunda tamamlanacaktır. Bu, ya söz konusu ülkelerin nominal döviz kurlarının Avrupa Para Birliğinin ortalama enflasyonu ile trend değerlemesi ya da, eğer Avro karşındaki döviz kuru sabit tutulursa, Avrupa Para Birliği ortalamasını aşan bir enflasyon ve hatta, eğer nominal döviz kurunun değer kaybetmesine izin verilirse daha da yüksek bir enflasyon anlamına gelir (Breuss, 2003: 25-26).

AB üyesi ülkeler arasındaki fiyat yakınsaması Tablo 4.'de görülmektedir. Tablo 4. bize, her ülke için Satın Alma Gücü Pariteleri (SAGP) ile piyasa döviz kurları arasındaki oran olarak elde edilen karşılaştırmalı fiyat seviyelerini göstermektedir. SAGP'ler, ulusal paralar cinsinden ifade edilen ekonomik göstergeleri, farklı ulusal paraların satın alma gücünü eşitleyen ve böylece anlamlı karşılaştırmaya olanak veren ve Satın Alma Gücü Standardı olarak bilinen ortak bir para birimine dönüştüren parasal dönüşüm oranlarıdır. Eğer bir ülke grubunun karşılaştırmalı fiyat seviyelerine ilişkin varyasyon katsayısı zamanla azalırsa/artarsa o zaman üye ülkelerdeki ulusal fiyat seviyeleri yakınsıyor/ıraksıyor demektir. Açıkça görülmektedir ki, 1995 yılı ile karşılaştırıldığında, tüm AB ülkelerinin fiyat seviyeleri 2004 yılında yakınsamaktadır. Yani, tüm AB ülkelerinde fiyat seviyeleri yakınsamaktadır.

Tablo 4: AB Üyesi Devletler Arasında Fiyat Yakınsaması

Yıllar	AB 27	APB 15	APB 12
1995	42.6	28.3	16. 8
1996	41	25.7	13. 8
1997	37.8	24.2	12. 6
1998	35.4	23	12.7
1999	35.6	22.7	12. 9
2000	33.3	21.6	11.1
2001	32.4	22	12.2
2002	32	22.1	12.9
2003	32.9	21.5	12.3
2004	31.7	20.2	11.2
2004	29.7	19.9	11.1
2006	28.3	18.9	11
2007	26.2	17.2	10.6

Kaynak: Eurostat

Busetti ve diğerleri (2006) Avrupa Para Birliği içinde üç grup tanımlamıştır: Almanya, Fransa, Belçika, Avusturya ve Finlandiya'dan oluşan bir düşük enflasyonu grubu; İspanya, Yunanistan, Portekiz ve İrlanda'dan oluşan bir yüksek enflasyon grubu; bu iki grup arasında kalan İtalya, Hollanda ve Lüksemburg grubu. Yazarların araştırması, bir parasal birliğin üyeleri arasındaki kalıcı enflasyon farklılıklarının, faiz oranı politikasının tüm ülkeler için eşit bir şekilde oluşturulduğu dikkate alındığında, aslında reel faiz oranları arasında farklılığa neden olacağını göstermiştir.

Fakat Almanya Federal Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın da ortaya koyduğu gibi, birçok araştırma parasal birlik ile fiyatlarda yakınsama arasındaki ilişkinin ihtiyatlı olarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Çünkü bu araştırmalara göre APB'nin fiyatlardaki yakınsama üzerindeki etkisi ölçülü olarak gerçekleşmiştir. Özellikle bu etki örneğin Avro para biriminin piyasaya sürülmesinden önceki 10 yıllık zamanla kıyaslandığında bu etki gözle görülür biçimde azalmıştır. Bunun sebebi APB'ye üye ülkelerin ekonomilerinin rekabet yapılarındaki farklılıklar ve işgücü maliyetleri ile

açıklanabilir. Fakat Avrupa’da ekonomik entegrasyonun fiyatlarda yakınsama üzerinde önemli dürtü etkisi yarattığı söylenebilir (Deutsche Bank, Monatsbericht, März, 2009).

Enflasyon oranlarındaki farklılıklar ekonomik döngülerdeki farklılıklarla da açıklanabilir. Enflasyon farklılıkları nedeniyle reel faiz oranlarında ortaya çıkan farklılıklar konjonktürel düşüncelerle daha da şiddetlenebilir: ekonomik aktivitenin nispeten bastırılmış olduğu bir ülke muhtemelen zayıf enflasyonist baskılara sahip olacak ve bu nedenle nispeten yüksek bir reel faiz oranı yaşayacaktır ki, bu da enflasyonun ıraksamasına neden olabilecektir.

Enflasyon oranındaki ve diğer konjonktürel değişkenlerdeki farklılıklar büyük para alanlarında sıra dışı durumlar değildir. Angeloni ve Ehrmann (2004) parasal birlik içinde enflasyon farklılıklarının nedenlerini şu şekilde açıklamaktadır: İlk olarak, Avrupa’daki mal ve emek piyasaları hala sadece kısmen entegre olmuş durumdadır. İkinci olarak, bütçe ve vergi politikaları; hem toptan hem de perakende sektörlerdeki rekabet politikaları; emek piyasasındaki düzenlemeler gibi, bu tür farklılıkları arttıran faktörlerin çoğu büyük ölçüde ulusal kontrol altındaki politikalara bağlıdır. Üçüncü olarak, önemli birçok politik-ekonomik faktör Avro alanı durumunda ortaya çıkar. Yüksek enflasyonlu ülkelerde kamuoyu ve politikacılar bunun sebeplerini yanlış yorumlayabilir ve suçu para birimine atabilir. Ulusal farklılıklar Avro alanına ilişkin göstergelerin, alanın bütünü için para politikası oluşturmakla görevlendirilen AMB tarafından yorumlanmasını da güçleştirebilir.

Tablo 5: Enflasyon Oranı: Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endekslerinde (HIPC) Yıllık Ortalama Değişme Oranı

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Avrupa Birliği (Farklı bileşim)	1,9	2,2	2,1	2	2	2,2	2,2	2,3	3,7	1
APB (17 Ülke)	2,2	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3
Belçika	2,7	2,4	1,6	1,5	1,9	2,5	2,3	1,8	4,5	0
Bulgaristan	10,3	7,4	5,8	2,3	6,1	6	7,4	7,6	12	2,5
Çek Cumhuriyeti	3,9	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6	2,1	3	6,3	0,6
Danimarka	2,7	2,3	2,4	2	0,9	1,7	1,9	1,7	3,6	1,1
Almanya	1,4	1,9	1,4	1	1,8	1,9	1,8	2,3	2,8	0,2
Estonya	3,9	5,6	3,6	1,4	3	4,1	4,4	6,7	10,6	0,2
İrlanda	5,3	4	4,7	4	2,3	2,2	2,7	2,9	3,1	-1,7
Yunanistan	2,9	3,7	3,9	3,4	3	3,5	3,3	3	4,2	1,3
İspanya	3,5	2,8	3,6	3,1	3,1	3,4	3,6	2,8	4,1	-0,2
Fransa	1,8	1,8	1,9	2,2	2,3	1,9	1,9	1,6	3,2	0,1
İtalya	2,6	2,3	2,6	2,8	2,3	2,2	2,2	2	3,5	0,8
Güney Kıbrıs Cumhuriyeti	4,9	2	2,8	4	1,9	2	2,2	2,2	4,4	0,2
Letonya	2,6	2,5	2	2,9	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	3,3
Litvanya	1,1	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1	4,2
Lüksemburg	3,8	2,4	2,1	2,5	3,2	3,8	3	2,7	4,1	0
Macaristan	10 (i)	9,1(i)	5,2	4,7	6,8	3,5	4	7,9	6	4
Malta	3	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7	4,7	1,8
Hollanda	2,3	5,1	3,9	2,2	1,4	1,5	1,7	1,6	2,2	1
Avusturya	2	2,3	1,7	1,3	2	2,1	1,7	2,2	3,2	0,4
Polonya	10,1	5,3	1,9	0,7	3,6	2,2	1,3	2,6	4,2	4
Portekiz	2,8	4,4	3,7	3,3	2,5	2,1	3	2,4	2,7	-0,9
Romanya	45,7 (i)	34,5 (i)	22,5 (i)	15,3(i)	11,9(i)	9,1(i)	6,6	4,9	7,9	5,6
Slovenya	8,9	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,5	3,8	5,5	0,9
Slovakya	12,2	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	0,9
Finlandiya	2,9	2,7	2	1,3	0,1	0,8	1,3	1,6	3,9	1,6
İsveç	1,3	2,7	1,9	2,3	1	0,8	1,5	1,7	3,3	1,9
Büyük Britanya	0,8	1,2	1,3	1,4	1,3	2,1	2,3	2,3	3,6	2,2
İzlanda	4,4	6,6	5,3	1,4	2,3	1,4	4,6	3,6	12,8	16,3
Norveç	3	2,7	0,8	2	0,6	1,5	2,5	0,7	3,4	2,3
İsviçre	:	:	:	:	:	:	1	0,8	2,3	-0,7
Karadağ Cumhuriyeti	:	:	:	:	:	:	:	:	:	:
Hırvatistan	4,5 (i)	4,3(i)	2,5(i)	2,4(i)	2,1(i)	3(i)	3,3(i)	2,7(i)	5,8(i)	2,2(i)
Türkiye	53,2(i)	56,8 (i)	47(i)	25,3(i)	10,1(i)	8,1(i)	9,3(i)	8,8(i)	10,4(i)	6,3(i)

Kaynak: Eurostat

Tablo 5 bize Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endekslerinde (HIPC) Yıllık Ortalama Değişme Oranını göstermektedir. Bu endeksler tüketici fiyatları enflasyonunda uluslararası karşılaştırmalar için tasarlanmıştır. Örneğin HICP AMB tarafından

Ekonomik ve Parasal Birlik içinde enflasyonun gözlemlenmesi ve Amsterdam Anlaşmasının 121.maddesi gereğince enflasyon yakınsamasının değerlendirilmesi için kullanılmaktadır. Türkiye’de enflasyon oranının özellikle 2002 yılından sonra düştüğü açıkça görülebilir. Bunun temel nedenleri Türk lirasının değer kaybetmesi ve sıkı maliye politikalarıdır. 2000 ve 2001 krizlerinden sonra, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın 2001’den beri Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı uygulaması gereği ortaya çıkmıştır. Bu programın temel hedefleri enflasyonla mücadeleyle devam etmek ve bankacılık sektörünü güçlendirmektir. Tablo bize AB için en yüksek enflasyon oranının 2008 yılında görüldüğünü ve 2009 yılında ise bu oranda sert bir düşme yaşandığını göstermektedir.

Enflasyon beklentileri ve mali sonuçlar Türkiye’de fiyat belirleme sürecinde baskın olmuştur. Yapılan araştırmaların çoğu, fiyat belirleyicilerinin enflasyonun nispeten durağan olduğu durumlarda beklentilerini oluştururken geçmiş enflasyona yüksek önem verdiğini ortaya koymuştur. Eğer enflasyon beklentileri fiyat belirleme sürecinde baskın olurlarsa, beklentilerin sabitlenmesi enflasyonun başarılı bir şekilde düşürülmesi için hayati önem taşır. Faiz dışı mali dengenin beklenen enflasyon üzerinde dolaylı bir etkisi olduğunu belirtmek de önem taşımaktadır. Buna göre, faiz dışı mali dengeler beklenen enflasyon konusunda önemli bir sinyal vazifesi görmektedir (Celasun ve McGettigan, 2005). Celasun, Gelos ve Prati (2004) standart değişkenler setiyle (parasal büyüme, gecelik faiz ve mevduat faizi arasındaki fark, kapasite kullanımı, geçmiş enflasyon ve döviz kuru değişimleri) Türkiye’de enflasyon beklentilerinin rolüne dikkat çekmişlerdir. Yazarlar ayrıca enflasyon beklentilerini mali açığın büyüklüğü ile ilişkilendirmişlerdir. Onlara göre, mali açıklar enflasyon beklentilerini etkilemektedir ve bu, sadece, yüksek mali açıkların beklenen parasal büyüme artışını arttırmasından değil, ayrıca uzun dönemde parasallaşma olasılığını da yükselttikleri ve böylelikle, ileriye dönük yeterli bir para talebi altında kısa dönemde beklenen enflasyonu etkilemelerinden kaynaklanır. Togan (1987) para arzının büyüme oranında %10’luk bir artışın enflasyon oranını başlangıçta %10’dan fazla arttıracak gerçeğine odaklanmıştır. Ona göre, bu sonuç enflasyon oranındaki artışın bir sonraki dönemde de enflasyon beklentilerini arttıracak gerçeğine dayanmaktadır. Bu ayrıca parayı elde tutmanın reel getirisini de

azaltır. Sonuç olarak, paranın dolaşım hızı ve enflasyon oranı artar. Bu süreç birkaç dönemden sonra, beklenen enflasyon oranı düşmeye başladığında tersine döner. Enflasyon oranının yeni durağan durum değeri etrafında dalgalandıktan sonra sistem bu yeni dengede yerleşir. Togan (1987) nihai olarak, para ve faiz oranının zaman patikasının Türkiye’de enflasyon oranındaki değişimleri belirlediği sonucuna varmıştır.

Döviz kuru aktarması da Türkiye’de enflasyon hareketlerini açıklamada önem taşımaktadır (Kara ve diğerleri, 2005). Faiz serisinin aktarım davranışlarına ilişkin tüm sonuçlarını gözlemledikten sonra yazarlar endeksleme davranışının Mayıs 2001’den sonra önemli derecede azaldığı sonucuna varmışlardır. Dalgalı döviz kuru rejiminden ve makroekonomik istikrar programından sonra aktarım parametrelerinin yapısında bir değişme söz konusu olmuştur. Enflasyonla mücadele programı göz önünde bulundurulduğunda, endüstriyel verimlilik ve hasıla açığı gibi diğer faktörlerin de bu düşüşe yardımcı olduğu söylenebilir.

Bundan ilave 1980’lerin sonlarından bu yana Türkiye’deki konjonktürde çıkış ve inişlerin yaşanmış olduğu görülür (Leigh ve Rossi, 2002). Ekonomik istikrarın olmaması sadece ekonomik büyüme ve enflasyonu olumsuz etkilemekle kalmamış aynı zamanda bunlardaki değişkenliği de arttırmıştır. Yazarlar ayrıca enflasyon ve büyüme belirsizliğinin, bu değişkenleri tahmin etmeyi daha da güçlendirdiğini göstermişlerdir. Agénor ve Hoffmaister (1997) negatif ve geçici bir döviz kuru şokunun, Türkiye için sonraki dönemde, enflasyon üzerinde önemli derecede bastırıcı bir etkisi olduğunu, hasılanın ise bazı durumlarda arttığını bazı durumlarda da azaldığını göstermişlerdir. Bu nedenle, enflasyonda başlangıçta yaşanan azalış, depresiasyon oranındaki azalmaya (örneğin, girdi fiyatlarındaki azalmaya) bağlı olarak ortaya çıkan enflasyon üzerindeki aşağı yönlü baskılar, hasılanın fiilen arttığı durumlarda talepten kaynaklanan baskıları aşar. Domaç’a (2004) göre, hasıla açığının ve parasal dengesizliğin Türkiye’deki enflasyon sürecindeki görece önemi enflasyon hedeflemesi kuralı altında artmıştır.

Agénor ve Hoffmaister (1997) parasal büyüme, döviz kuru depresiasyonu, nominal ücret artışı, hasılda konjonktürel değişimler ve enflasyon arasındaki kısa dönem ilişkilerini, gelişmekte olan orta gelirli dört ülke için (Şili, Kore, Meksika ve Türkiye) analiz etmiştir. Yazarlar, nominal ücret artışında bir iyileşmenin 4 ülkenin

hepsinde enflasyonu arttırdığını göstermişlerdir. Fakat nominal ücretlerdeki artışın enflasyon üzerindeki etkisi kısa sürelidir. Yazarlar ayrıca, Türkiye’de ücret şokunun hasıladaki kısa süreli genişleme ile ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Reel ücretlerdeki artış arz ve talep yanlı etkiler doğurur. Bir yandan, işgücü talebini ve hasıla arzını azaltma eğilimi taşır. Öte yandan, kullanılabilir geliri artırır ki bu da toplam talebi canlandırır. Hasıla üzerindeki net etki (hem etki hem de zaman üzerinde) bu nedenle talep ve arz yanlı faktörlerin hangisinin baskın çıkacağına bağlıdır. Çalışmalarının ampirik sonuçları, talep yönlü etkinin Türkiye’de etki üzerinde baskın olduğunu göstermiştir. Yazarlar ayrıca döviz kuru şokunun enflasyon ve hasıla üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir.

Parasal büyüme oranında bir artış, enflasyonun bu parasal artışa yönelik gecikmeli tepkisi ile birlikte, hem nominal hem de reel para balanslarını arttıracaktır. Bu durum, fiyatların hemen tepki vermemesinden kaynaklanmaktadır. Ayrıca, nominal para stokunun büyüme oranında geçici bir artış her durumda hasıla üzerinde genişletici bir etki yaratır. Fakat şokun enflasyon üzerindeki etkisi oldukça hızlı ve geçicidir. Özellikle Türkiye’de enflasyondaki artışlar başlangıçta keskin bir şekilde etkilenir, fakat daha sonra fark edilebilir bir etki kalmaz.

1.2.8 Parasal Entegrasyonda Politik Faktörler

Bu bölüm döviz kuru politikası seçimiyle ilgili politik faktörleri açıklamaya çalışmaktadır. “Politik ekonomi” terimini kullandığımız zaman, ekonomiyi politika olarak nitelendirmiş oluyoruz: yani, kurumlar, kurallar ve normlar tarafından çerçevelenmiş, içinde ekonomik, politik ve kültürel süreçlerin ayrılmamacasına birbirine girmiş bir sosyal ilişkiler, güç ve çatışma sistemi (Magnusson ve Bo STRÅD, 2001).

Avrupa Parasal Birleşmesi elbette hem ekonomik hem de politik bir olgudur. Parasal birleşme Avrupa genelinde ekonomik politika ve performans açısından büyük sonuçlara ulaşmış olması açısından ekonomiyle ilgilidir. Tek para biriminin ortaya çıkması işlem maliyetlerini azalttı ve Avrupa içi ticaret ve sermaye akışını canlandırdı. Kurucu devletlerin ayrı parasal politikaları, AMB adı altında tek bir politikayla değiştirilmiş ve faiz oranları da daraltılmıştır. Ama bu da politik bir olgudur. Parasal

birliği oluşturma, kimin kabul edileceği ve AMB'ni yönetmek için kimin atanacağı ile ilgili kararlar siyasi kısıtlamaları olan, siyasi liderler tarafından alınan siyasi kararlardır (Eichengreen ve A. Frieden, 2001).

Parasal entegrasyon konusunda literatürün büyük kısmı, ye ülkelerin siyasi tutumlarının benzerliğinin aslında bir grup ülkeyi başarılı bir para alanı yapmayla ilgili olduğunu vurgulamaktadır. Bu durumda, Mintz (1960) parasal entegrasyon için başlıca ve belki de tek reel koşulun muhtemel üyeler açısından entegrasyon sağlayacak olan siyasi istek olduğunu savunmaktadır. Çeşitli politik entegrasyon teorileri içerisinde adı geçen iddialar arasından çok ilginç mukayeseler çıkarılabilir. Örneğin, Willet ve Tower (1970) işsizliğe karşı düşük toleranslı bir ulusun, işçi sendikalarının ücret için güçlü bir şekilde bastırması ve yoğunlaşmış endüstrilerden gelen fiyat baskıları ile enflasyona karşı düşük toleranslı ve yüksek verimlilik artışı olan bir ülkeyle kötü bir ortaklık oluşturacağını savunmuşlardır.

AB'nin uluslararası ağırlığının yerel aktörlerin varsayılan davranışlarını ve yerel politika sahnesindeki karşılıklı etkileşimlerini etkilediği açıktır. Bir lke içerisindeki siyasi faktörler uluslararası arenada koordinasyon ve işbirliği için iki çeşit temel baskıya sebep olurlar. Bir yanda, döviz kuru politikaları yerel dağıtımla ilgili ıkarsamalarla karşılıklı mübadele (trade-off) içerisine girerler. Uluslararası koordinasyon ve işbirliği, eğer kaybedenler yeterince güçlüyse, ulus içerisinde yeterli desteği bulamayabilir. Diğer yandan, döviz kuru politikalarının seçimle ilgili çıkarsamaları da vardır (Frieden, 1991).

Benzer bir yaklaşım, politikanın kendi gelirlerini arttırıp azaltmasına bağlı olarak politik ajanların söz konusu politikayı desteklediklerini veya karşı çıktıklarını varsayan ekonomik bencillik yaklaşımında da mevcuttur. Ekonomik bencillik yaklaşımının teorik iki unsuru bulunmaktadır: uluslararası ekonomik politikaların dağıtım ile ilgili sonuçlarına ilişkin bir teori ve dağıtımla ilgili sonuçların politik ajanlar aracılığıyla politika oluşturma ile nasıl ilişkili olduğuna yönelik bir politik teori. Döviz kuru o kadar önemli bir fiyat ki politikacılar, uluslararası bir rejime istikrar kazandırmak yerine sırf seçim kazanmak adına bunu manipüle etmek isteyebilirler. Döviz kuru rejimi seçiminin dağıtımla ilgili etkileri toplam maliyetler ve faydalardan ileri gelmektedir: dış ticaret ve yatırımla ilgilenen gruplar (uluslararası bankalar ve yatırımcılar, ihracatçılar) sabit kurlu

sistemleri tercih etmelidirler çünkü, döviz kuru istikrarı ticaret ve yatırımı arttırır. Uluslararası boyutta ticaret yapanlar ve yatırımcılar ile ihracat odaklı ticari mal üreticileri döviz kuru değişkenliğinden dolayı sıkıntı çekmektedirler, çünkü bu, işlerini daha riskli bir hale getirmektedir. Bunun aksine, ekonomik aktivitesi yerel ekonomiyle sınırlı olan gruplar (ticarete söz konu olmayan malları üretenler, ithalata rakip sektörler) hükümete, yerel ekonomik şartları stabilize etme imkanı tanıyan dalgalı bir rejimi tercih etmelidirler (Frieden, (1991).

Türkiye'nin durumunu ele alırsak, açıkça görebiliriz ki Türk Parlamentosu, Türk demokrasisini Avrupa standartlarıyla uyumlu hale getirmek için 2002 Ağustos'undan bu yana bir dizi önemli yasal ve kurumsal değişiklikler yapmıştır. Türkiye'ye tam üyelik için aday ülke statüsü verildiği 1999 Helsinki Zirvesinden bu yana Türkiye-AB ilişkileri 'kesinlik' kazanmıştır. Bu kesinlik Türkiye'deki siyasi ve devlet aktörlerini demokrasi üzerinde odaklanmaya zorlamıştır, çünkü aday ülke statüsü Türkiye'nin AB tam üyeliğine aday bir ülkede çağdaşlığın ve demokrasinin birbiriyle ilişkilendirilip geliştirilmesi anlamına gelen Kopenhag siyasi kriterlerini yerine getirmesini gerektirmektedir. Sonuç olarak, 1999 Helsinki Zirvesinden bu yana pek çok değişiklik olmuştur. Bu değişiklikler arasında Türkiye-IMF ilişkileri (Şubat 2001'de Türkiye ekonomisinin çökmesinden bu yana), Türk-Amerikan ilişkilerinde değişimler ve sivil toplumun artan önemi vardır. Bütün bunlar, *Türk demokrasisini daha bütüncül, sağlam ve derin bir demokratik yönetim şekline dönüştürmenin yanında Türk çağdaşlığını daha toplumsal, liberal, çoğulcu ve çok kültürlü hale getirme olasılığını* mümkün kılmıştır (Aydın ve Keyman, 2004).

Parasal entegrasyona yönelik çıkar grupları yaklaşımı da parasal entegrasyonun bir diğer boyutudur. Hefeker (1995) ekonomik çıkarların siyasi eylemleri belirleyip belirlemediği ya da ekonomik davranışın siyasi olarak belirlenmiş durumlara uyup uymadığını sorgulamıştır. Çalışmasında tarihsel kanıtları dikkate almış ve şu sonuçlara ulaşmıştır. İlk olarak, tek bir para biriminin kullanılmasına doğru atılan adımlar ekonomik ve siyasi çıkarların üstü kapalı bir koalisyonu ile belirlenmektedir. İkincisi, parasal işbirliği için uygulanabilir ve güvenilir bir koordinasyon mekanizması gereklidir. Yani tek bir düzenleyici parasal otorite gereklidir.

Bu bağlamda Hefeker (1997) siyasi konjonktürle ilgili literatürün döviz kuru politikası seçimiyle ilgili olarak seçmenler ile siyasi ideolojinin etkisini açıklamaya çalıştığını belirtmektedir. Geleneksel siyasi konjonktür ile ilgili literatür enflasyon ve işsizlik gibi makroekonomik göstergelerin yeniden seçim dönemlerinde manipüle edildiğini ima etmektedir. Çünkü siyasilerin yeniden seçilmesi, seçmenlerin hükümetin geçmişteki performansı ile ilgili zayıflayan hafızalarına bağlıdır. Böyle bir literatürün temel savının “seçmenler son seçim dönemi içerisindeki ekonomik değişkenlerin basit ortalamalarını almazlar, geçmiş olaylarla ilgili zayıflayan bir hafızaları vardır (Hefeker, 1997: 19)” olduğu ileri sürülmektedir.

Müteakiben yapılan araştırma böyle bir yaklaşımın sonuçları üzerinde bazı şüphelere sebep olmuştur. “*Klasik politik konjonktür yaklaşımları iki bakımdan eleştirilene sebep olmuştur. Seçmenlerin sadece geçmişe baktıkları varsayımı elbette ki rasyonel beklentilerle uyumluluk göstermemektedir*” (Hefeker, 1997:19). İkinci bir eleştiri Hibbs (1977) tarafından ortaya atılan partizan döngü literatürüdür. Hefeker, göreceli yüksek işsizlik ve düşük enflasyonu, merkez ve sağcı partilerin hakim olduğu politik sistemlerle özdeşleştirirken solcu hükümetlerin yüksek faiz oranları pahasına işsizlik seviyesini düşürmeye öncelik verdiklerini ileri sürmektedir. Uzmanlar, çıkar gruplarının döviz kuru rejimi belirlenmesindeki rollerini farklı durumlarda incelemişlerdir. Çoğu durumda, çıkar gruplarının tercihleri, siyasi partiler aracılığıyla oldukları sürece uygundur. Hibbs (1997) Birleşik Devletler’de ve İngiltere’de işsizlikle ilgili savaş sonrası verileri incelemiş ve Demokrat ve Emekçi yönetimlerin hükümetleri süresince işsizliğin aşağı çekildiğini ve Amerika’da Cumhuriyetçi ve İngiltere’de Muhafazakar siyaset dönemlerinde yükseldiği sonucuna ulaşmıştır.

Bu bağlamda, bazıları, iş dünyasından seçmenleri düşük enflasyona dair güvenilir vaatlerden ve sabitlemeyle mümkün kılınan ticaret ve yatırım genişlemelerinden faydalandığı için merkez ve sağcı partilerin sabit kur rejimlerini desteklemelerinin olası olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bunun aksine, sol kanat partileri, yerel ekonomiyi dış koşullara uydurmada en büyük yükün altına işgücü girdiği için esnek rejimleri tercih ederler. Bununla birlikte, döviz kuru üzerinde partizan etkilerinin

niteliği açık ve net değildir ve etkinliklerini açıklamak için daha fazla analiz yapılması gerekmektedir (Frieden and Broz, 2006).

Örneğin, Marks, Wilson ve Ray (2002), ulusal siyasi partiler ve Avrupa entegrasyonu konusuyla ilgili pozisyonları hakkında üç değişik hipotez incelemişlerdir. İlk olarak, yeni bir konu üzerinde siyasi partiler tarafından alınan pozisyonlar ulusal şartlara göre değişiklik gösterebilir. Eğer devletler, kültürler, toplumlar veya ekonomiler yeterince farklı ise, o zaman partiler arasındaki farklılığın güçlü bir uluslararası bileşeni olması gerekir. Bu çalışma ayrıca, belli bir siyasi partinin Avrupa entegrasyonu konusundaki pozisyonunun en önemli belirtecinin ideolojisi veya seçim stratejisi değil, coğrafi konumu olduğunu öne sürmektedir. İkinci bir alternatif olarak, ulusal partilerin seçmen tercihlerine cevaben pozisyon aldıklarını ifade etmektedir. Diğer bir hipotez de siyasi partilerin yeni konular karşısında pozisyon alırken parti rekabetinin boyutlarına göre strateji belirledikleri hipotezidir. Alesine (1987) partilerin politikalarının kalıtsal etkilerine önem verdikleri ve farklı hedef ve güdülere sahip oldukları düşüncesine destek vermiştir. Eğer partiler, işbirliği içerisinde ortak politika kuralları benimsemelerinin uzun vadede her iki tarafın seçmenlerini daha iyi bir konuma getireceğini anarlarsa, hasıla ve enflasyondaki maliyetli dalgalanmalar önlenabilir.

Belli bir ekonomi veya parasal alan içerisinde, kaynaklardaki payları için mücadele eden çok çeşitli çıkar grupları (örneğin, işçi sendikaları, tarımsal örgütler, karteller, kooperatifler, devlet, vb) olabilir (Olson, 1965). Bu tür çıkar grupları bağlı oldukları ilgili ulus-ötesi organizasyonlar üzerinde önemli bir siyasi baskı uygulayabilirler. Örneğin, Willet (2000), çok uluslu şirketlerin ve finans kurumlarının rasyonel çıkarlarını izlemelerinin Avrupa Parasal Birliği üzerinde önemli bir baskı kaynağı olduğunu iddia etmiştir. Bu kadar büyük rekabetçi kuruluşlar için sabit döviz kurunun faydaları, sabit döviz kurunun savunulmasından dolayı ortaya çıkan makroekonomik maliyetlerin kendilerine yüklenmesi muhtemel olan kısmını oldukça aşacaktır. Daha iyi organize edilmiş lobi stratejileri göz önünde tutulduğunda, geleneksel büyük ekonomik çıkar gruplarının davranışlarında Avrupa Parasal Birliği lehine net bir eğilim olması muhtemeldir. Aslında böyle bir durum Türkiye’de mevcuttur. Türkiye’de, Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği (TÜSİAD), Müstakil Sanayici ve İşadamları

Derneği (MÜSİAD), bölgesel ve taşra sanayici ve işadamları dernekleri (SİAD'lar) ve Ekonomik Kalkınma kurumu gibi güçlü ekonomik aktörler Türkiye'nin AB'ye girişini desteklediler ve bu amaçla lobi faaliyetleri başlattılar. Türkiye'de daha fazla demokrasi için gereksinim olduğunu dile getirdiler ki eğer Türkiye bunu uygulamak için güçlü bir siyasi irade gösterirse ve eğer AB, demokratikleşme konusunda olumlu bir uluslararası çapa rolü üstlenirse bu mümkündür. Benzer şekilde, çeşitli alanlarda çalışan birkaç sivil toplum kuruluşu ve düşünce kuruluşu da daha ileri bir demokratikleşme ve modernleşme seviyesi için kendi yöntemleriyle çalışmışlardır. Ayrıca 175 hükümet dışı kuruluş 2002'de Avrupa Hareketi 2002 adında bir oluşum kurmuşlar ve AB, bu girişimi Türkiye'de "bumerang etkisi" yaratmak için kendi lehine kullanabilmiştir.

Bu bilgiler ışığında, bir çıkar grubunun yaratabileceği kesin etkiyi belirlemek için grup dinamikleri olgusu ele alınmalıdır. Bu problemler OPS için bilimsel olarak kesin parametreler geliştirmenin gerekliliğini vurgulamaktadır. Tavlas (1993) OPS teorisini tahmin oluşturma, zaman tutarlılığı ve güvenilirlik problemleri, belirsizlik ve döviz kuru belirleme koşulları altında işgücü hareketliliğindeki gelişmelerle uyumlu olarak incelemiştir. 'Yeni' OPS teorisiyle ilgili literatür, diğer politika araçlarının desteği olmadan yapılan kur sabitleme işleminin güvenilirlik kazanmak için yeterli olmayacağını vurgulamaktadır. Hefeker (1995:491) *"politik açıdan OPS, ünlü OPS kavramına hiçbir şekilde benzemez ve verimlilikten ziyade yeniden dağılım ve telafi ile ilgili siyasi istek ve mali güç tarafından belirlenir"* demektedir.

Bu fikir, araştırmacıları Avrupa ekonomik Topluluğu içerisinde karar verme sürecinin kesin doğasını araştırmaya yöneltmiştir. Andersen ve Eliassen (1991), AB kurumlarının direkt lobi oluşturmalarının topluluk içerisinde karar verme sürecinin önemli bir parçası olduğunu ve Avrupa ekonomik Topluluğu özerkliğini üye ülkelerin çıkarları üzerine çıkartma etkisine sahip olduğunu ileri sürmüşlerdir. *"AB sistemi artık diğer bütün Avrupa ulusal sistemlerinden daha çok lobi odaklıdır"* demektedirler. Hefeker (1996) bir ülkenin siyasi dengesinin sabit döviz kurlarına doğru kayması anlamına gelen sektörel kaymalara, özellikle de ticaret sektörünün genişlemesine dikkat çekmiştir. Bunu sebebi, sözü geçen ülkenin dalgalanan kurlardan ziyade sabit kurları tercih etmesidir. Bununla birlikte, asimetric şokların meydana gelmesi, hükümeti ulusal

para politikası belirlemeye yönelik bir eğilime yöneltecektir. Eğer şoklar yeterince büyük ise ve asimetrik bir şekilde dağılmışlarsa siyasi dengeler dalgalı kurlara doğru kayacaktır, çünkü sabit kurlar parasal özerklikle uyumlu değildir.

Ekonomik araştırmalarla ilgili bu bilgiler ele alındığında, Avrupa Para Birliğinin panoramik bir görüntüsünü elde etmek mümkündür. Hükümetlerin ve ülkelerin liderleri hem bir Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği (Werner Planı) hem de bir Avrupa Siyasi Birliği kurmaya karar vermişlerdir. Werner Planı sadece arkasındaki ekonomik rasyonellik bağlamında değil, aynı zamanda siyasi gücü ve prestiji bağlamında da anlaşılmalıdır (Magnusson ve STRÅD, 2001: 33).

Avrupa Bütünlüğüyle ilgili olarak Delorsian anlayışın iki yönü vardır. Bir yanda, bireysel olarak Avrupa ülkelerinin, bölgelerinin ve yerel kültürlerinin kaderleriyle ilgili bir endişe vardır. Ekonomik ve parasal bir birlik sağlandıktan sonra, Topluluk elbette farklı ekonomik, sosyal, kültürel ve siyasi özelliklere sahip birbirinden ayrı uluslardan oluşmaya devam edecektir. Bu çoğulluğun varlığı ve muhafaza edilmesi, her bir üye ülkenin ekonomisiyle ilgili karar vermesinde bir miktar özerkliğinin kalmasını ve ulusal yeterlikler ile Topluluk yeterliklerinin arasında bir denge sağlanmasını gerektirecektir. Diğer yandan, her bir ülkenin ekonomik, sosyal, kültürel ve siyasi devamlılığını güvence altına alma arzusunun başarısı, fiyat ve döviz kuru istikrarını sürdürebilecek olan parasal sistemin mükemmeliyetine bağlı olacaktır (Burgess ve STRÅD, 2001: 148).

90'lar yaklaştıkça, para politikaları oluşturmayla ilgili fikirlerde bazı önemli değişiklikler meydana gelmiştir. Batı Almanya, Hollanda, Birleşik Krallık ve Danimarka, para politikalarını düşük enflasyonu korumaya odaklamaları gerektiğine karar vermişlerdir. Bu dönemde meydana gelen bir başka değişiklik, yüksek enflasyonun işsizlik ve büyüme üzerinde olumlu etkilerinin olmamasıdır. Diğer bir deyişle, politikacılar enflasyon ile işsizlik arasında uzun dönemde bir değiş-tokuş olmadığı sonucuna varmışlardır. Önemli ikinci bir ders hem 1980'lerin başında Fransa tarafından, hem de daha sonra 1980'lerin ortalarında İtalya tarafından alınmıştı. Komşu ülkelere yüksek oranda bağımlı olan bir ülkenin etrafındaki ülkelerinkinden tamamen farklı bir politika izleyemediğini fark etmişlerdir. Özerk bir politika, ülkenin ulusal parası, sermaye kaçışı ve zamanın hükümeti tarafından izlenen politikaların baltalanması

konularında çok kolay bir şekilde spekülâtif saldırılara neden olmaktadır (Verdun, 2001: 80).

Ne yazık ki, tüm uluslararası organizasyonlar gibi, Avrupa Ekonomik Topluluğu/Birliği de demokratik kontrolü zayıflatmakta, organize çıkar gruplarının gücünü ve bürokrasiyi arttırmaktadır (Vaubel, 2005). Avrupa Birliği örneğinde, bürokrasi daha da güçlü çünkü komisyon yasama inisiyatifini tekelinde bulunduruyor. Avrupa Birliği'nde yeni politikaların Avrupa seviyesine transfer edilebileceği iki ana yöntem vardır: antlaşmalar ve Avrupa'ya özgü bir yasama süreci (Alesina ve Romain Wacziarg, 1999). 1957'den bu yana üye ülkeler tarafından onaylanan dört ana antlaşma vardır ve bunların her biri Avrupa kurumlarının politik nüfuzlarını derinleştirmektedir. 1957 Roma Antlaşması, ortak tarım politikası ve üyeler arası ortak ticaret politikası için zemini hazırlamıştır. 1987'de yürürlüğe giren Avrupa Tek Senedi (SEA), insanların, malların, hizmetlerin ve sermayenin üye ülkeler arasında serbest dolaşımını sağlamak için yapılan bir girişimdi. 1992'de imzalanan Maastricht Antlaşması, Avrupa Parasal Birliğini kurmaya yönelik hükümlerin yanı sıra, sanayi politikası, tüketicinin korunması, kültür, dış politika ve güvenlik politikalarına ilişkin bazı politik imtiyazların devrini ve mevcut diğer birçok ortak politika üzerinde AB'nin yargı yetkisinin genişletilmesini içermiştir. Son olarak, 1997 Amsterdam Antlaşması Avrupa kuruluşlarının onlara daha önce devredilmiş birçok politika üzerinde sorumluluklarını arttırmayı amaçlamıştır.

İmtiyaz devirlerinin Avrupa seviyesinde organize edilebilmesini sağlayan ikinci yöntem, Bakanlar Kurulu'nu ve Avrupa Parlamentosu Komisyonunu kapsayan karmaşık bir yasal süreç yoluyla işler. Bu sürecin neticesi, kanun hükmünde kararnamelerin benimsenmesidir. Genelde, kararnameler imtiyaz devirlerini ya da politikaların uygulanışını bir antlaşma tarafından belirlendiği şekilde açıklar ve uygularlar. Antlaşmalar muğlak olabilir, bu nedenle bu yasama süreci uygulamada çoğu zaman belli politika alanlarında AB imtiyazlarının kapsamını belirleyebilir. Her durumda kullanılacak olan kesin yasama süreci, çıkarılan kanunların türüyle tanımlanır ve ilgili antlaşmalarda madde madde belirlenir. Tablo 6 Konsey, Komisyon ve Avrupa Parlamentosu içerisindeki oy dağılımlarını göstermektedir. Bu durumda, küçük ülkelerin aşırı şekilde temsilinde değişiklik yapılmış, ama elimine edilmemiştir.

Tablo 6: AB Kurumları İçerisinde Oy Dağılımları

Ülkeler	Avrupa Parlamentosu	Komisyon	Bakanlar Kurulu
Almanya	99	1	29
Fransa	78	1	29
İtalya	78	1	29
İngiltere	78	1	29
İspanya	54	1	27
Polonya	54	1	27
Hollanda	27	1	13
Belçika	24	1	12
Çek Cumhuriyeti	24	1	12
Yunanistan	24	1	12
Macaristan	24	1	12
Portekiz	24	1	12
İsveç	19	1	10
Avusturya	18	1	10
Danimarka	14	1	7
Finlandiya	14	1	7
Slovakya	14	1	7
İrlanda	13	1	7
Litvanya	13	1	7
Letonya	9	1	4
Slovakya	7	1	4
Kıbrıs	6	1	4
Estonya	6	1	4
Lüksemburg	6	1	4
Malta	5	1	3

Kaynak: Avrupa Komisyonu, Wie Funktioniert die Europäische Union, 2006

Eichengreen ve Frieden (2001), devletlerarası pazarlık ve dağıtımla ilgili yerel yaklaşımları kullanarak parasal bütünleşme politikalarını incelemişlerdir. Tüm AB üyelerinin Avrupa Para Birliğine aynı önemi vermeleri durumunda, farklı alanlarda imtiyaz takası yapmak için çok az yer, anlaşma olasılığını arttırabilecek bağlantılı pazarlık için ise hiç yer kalmayacağını ileri sürmüşlerdir.

Feldstein (1997) bir Avrupa Para Birliğinin net ekonomik etkilerinin olumsuz olacağını savunmaktadır. Ama sonunda, Avrupa Para Birliğinin net politik avantajlarının net ekonomik dezavantajlardan daha ağır basıp basmadığına karar verecek olanlar Avrupalıların kendileri olmalıdır. Feldstein (1997) çalışmasının sonunda, Avrupa Para Birliğinin cazibesinin enflasyon ve işsizlik üzerindeki etkisine göre değil, Avrupa içerisinde ve dünyanın geri kalanıyla olan barış ve istikrar üzerindeki etkisiyle değerlendirileceğini de savunmaktadır.

Türkiye'nin AB'ye girişinin AB'nin karar alma sürecine yönelik bazı sonuçlar doğuracağı bilinmektedir. Büyük bir ülke olarak Türkiye, Avrupa Birliğinde diğer pek çok ülkeden görece daha büyük bir rol oynama olanağına sahiptir (Baldwin ve Widgrén, 2005: 331).

'Türkiye'nin AB üyeliği' stratejik bir dış politika projesidir. AB üyeliğinin başlayabilmesi için diğer tüm adaylar gibi Türkiye'nin de 1993'te Kopenhag'da ortaya konan politik kriterleri ('Kopenhag Kriterleri') yerine getirmesi ön şart olarak ileri sürülmektedir. AB Türkiye'nin katılımından önemli ekonomik avantajlar elde etmeyi pek beklemediği için³, Türkiye'nin üyeliği lehine yönelik tartışmalar dış politika düşüncelerine odaklanmıştır. Katılım müzakerelerinin Avrupa güvenliği, Türk reform süreci ve İslam dünyası üzerinde olumlu etkileri olacağı yönünde yaygın savlar vardır (Quassier ve Wood, 2004). İstikrarlı demokratik Türkiye'nin AB için stratejik olarak önemli bir rol oynayacağına hiç şüphe yoktur. AB üyeliği beklentisi Türkiye'nin iç reform sürecine katkıda bulunmaktadır. Pek çok akademisyen ve politikacı Türkiye'nin katılımının gerekçesini ekonomiden ziyade din ve coğrafyaya dayandırmaktadır. Türkiye, nüfusunun büyük bir çoğunluğu Müslüman olan bir ülkedir ve kritik bir jeo-stratejik konuma sahiptir. AB üyeliği meselesi, yanlış politik sinyallerin veya gelişmelerin Türkiye ve komşuları için bir dinamit etkisi yaratabileceği ve Avrupa ile Batı için ağır sonuçlar doğuracağı bir dönemde ortaya çıkmıştır.

³ Bu görüş birçok kesim tarafından haklı olarak kabul edilmemektedir. Özellikle 2008-2009 yılında ABD'de başlayan ve daha sonra da tüm dünyayı etkisi altına alan finans piyasalarındaki kriz ve daha sonra büyük oranda bu krizin etkisiyle APB'de ortaya çıkan kamu açığı krizi ekonomik dengeleri Türkiye lehine değiştirmiştir.

1.3 OPTİMUM PARA SAHASI TEORİSİNDE YENİ GELİŞMELER: İÇSELLİK PROBLEMİ

1.3.1 Optimum Para Sahası Teorisinde İçsellik Kavramı

Sadece belli türdeki ekonomilerin Avrupa Para Birliğine girmeye uygun olup olmadığı sorusu hala tartışılmaktadır. İlk olarak Frankel ve Rose (1998), Avrupa ülkelerinin Avrupa Para Birliği için uygunluğunun tarihi verilere dayanarak belirlenemeyeceği fikrini ortaya atmışlardır, zira bu ekonomilerin yapısının Avrupa Para Birliğinin oluşturulması sürecinde değişmesi muhtemeldir. Bu fikir ünlü “Lucas Kritiği”nin bir uyarlamasıdır. Lucas (1976), makalesinde, bir ekonomik modelin yapısının ekonomik ajanlara yönelik optimal karar alma kurallarından oluştuğunu öne sürmektedir. Ayrıca bu optimal karar alma kuralları, karar alıcı ile ilgili serinin yapısındaki değişikliklere göre sistematik olarak değişkenlik gösterebileceğini ileri sürmektedir. Ardından, politikadaki herhangi bir değişikliğin sistematik olarak ekonometrik modellerin yapısını değiştireceğini söylemektedir. Mevcut makro-ekonometrik modelleri kullanarak alternatif politika kurallarının etkilerine ilişkin karşılaştırmaların, bu modellerin örneklem döneminde veya *ex ante* kısa dönemli tahminlerdeki performansları ne olursa olursun geçersiz olduğunu belirtmektedir (Lucas, 1976).

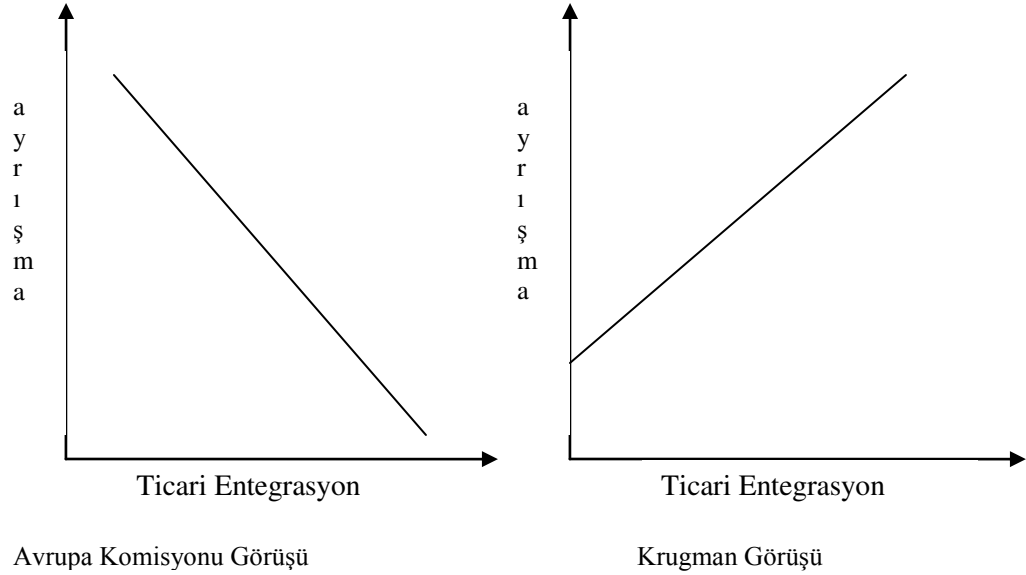
Dış ticaretle ilgili olarak Frankel ve Rose (1998), bir ülke diğerleriyle ticaret yaptıkça bu ülkelerin konjonktürlerinin birbiriyle daha çok ilişkili olacağını savunmuşlardır. Entegrasyonun zamanla değiştiğini ve Avrupa ülkelerinin birbirleriyle eskiden olduğundan daha fazla ticaret yaptıklarını belirtmişlerdir. Ülkeler arasında konjonktürlerdeki korelasyon yazarlara göre ticari entegrasyona bağlıdır. Eğer döviz kuru riskinin ve işlem maliyetlerinin etkileri Avrupa Para Birliği taraftarlarının iddia ettiği gibi önemliyse, Avrupa Para Birliğinin kendisinin Avrupa-içi ticareti destekleyebileceği vurgulanmalıdır. Hefeker’e (1996) göre, Avrupa Ekonomik Topluluğu üyeleri arasında artmış olan ticaret düzeyi, özellikle de artmış endüstri-içi ticaret, sanayilerin misilleme tehdidinden dolayı korunmaya karşı olan ilgilerini

azaltmıştır. Bu da ekonomik entegrasyonda bir ivmeye ve sonuç olarak Ortak Pazar Programına yol açmıştır.

İmal edilmiş mallar açısından, ticarete gelince bazı faktörlerin diğerlerinden daha önemli olduğu kanıtlanmıştır. Balassa ve Bauwens (1988) imalat sanayi mallarında Avrupa-içi ticaretin belirleyicilerini incelemişlerdir. Ticaretin göreceli faktör yoğunluğunun göreceli faktör donatımı ile pozitif ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca, endüstri-içi ticaret miktarının kişi başına düşen ortalama gelir, ortalama ülke büyüklüğü, ticaret yönelimi ve ortak bir sınırın varlığıyla pozitif bir bağlantısı olduğunu ortaya çıkarmışlardır. Buna ek olarak, gelir eşitsizliği, ülke büyüklüğündeki farklılık ve mesafeyle negatif bir ilişki vardır. Ekonomik entegrasyonun katılımcı ülkeler arasındaki ticarete katkı sağladığını göstermişlerdir. Yazarlar daha ileri giderek bu sonucu Avrupa Ortak Pazarına ve Avrupa Serbest Ticaret Birliğine de (EFTA) uyguladılar. Bulguları, aynı dil ve kültür grubundaki ülkelerin kendi aralarında bu gruba dahil olmayan ülkelerle yaptıklarından daha fazla ticaret yaptıklarını göstermektedir.

Avrupa Komisyonu, ticari entegrasyon ve ülkelerin konjonktürleri arasındaki korelasyon arasında güçlü bir ilişki olduğunu kabul etmektedir. Ama Krugman (1993) gibi bazı araştırmacılar, ticari entegrasyon arttıkça ülkelerin daha fazla uzmanlaşabileceğine işaret etmişlerdir. Artan uzmanlaşma, yeterli arz şokları olması durumunda gelirlerin uluslararası korelasyonunu düşürebilir.

Şekil 4: Avrupa Komisyonu ve Krugman Görüşleri



Kaynak: De Grauwe, 2003, ss.26-27

İlk olarak Avrupa Komisyonu ile Krugman'ın görüşlerini karşılaştıralım. De Grauwe (2003) bu görüşlerin ikisini de incelemiştir. İlk olarak Avrupa Komisyonu görüşünü ele alacağız. Yatay eksen bu ülkeler arasındaki ticari entegrasyon derecesini ölçmektedir. Dikey eksen ise parasal birlik oluşturmaya aday ülke grupları arasında üretim ve istihdamdaki ıraksama hareketlerinin derecesi verilmektedir. Avrupa Komisyonu görüşü aşağı doğru meyilli bir çizgi ile gösterilebilir. Ülkeler arasındaki ekonomik entegrasyonun derecesi arttıkça, asimetrik şokların daha seyrek olacağını söylemektedir.

Krugman görüşü olarak isimlendirilen ikinci görüş, aşağı meyilli bir çizgi yerine yukarı doğru giden bir çizgiyle gösteriliyor. Bu durum bize ekonomik entegrasyonun artması durumunda ilgili ülkelerin daha çok uzmanlaşacağını ve daha az değil, daha çok asimetrik şoklara maruz kalacaklarını gösteriyor.

Hangisinin kesin doğru görüş olduğunu belirlemek zordur. Yine de, Avrupa Komisyonunun lehine bir varsayımın olduğunu iddia etmek makul olacaktır. De Grauwe

(2003) bunun sebebini şu şekilde formüle etmiştir. Ülkeler arasında piyasa entegrasyonu ilerledikçe, ulusal sınırlar ekonomik faaliyetin yerini belirleyen faktörler olarak gitgide önemlerini kaybederler. Sonuç olarak, yoğunlaşma ve kümelenme etkilerinin sınırların varlığını görmezlikten gelmesi çok daha muhtemel olur. Bu da ekonomik faaliyet kümelerinin sınırları kuşatması olasılığını ortaya çıkartıyor. Diğer bir deyişle, bazı aktivitelerin merkezinde toplandığı ilgili bölgelerin bir ya da birkaç sınırı aşma olasılığı çok daha fazla artacaktır.

Ekonomik entegrasyonun uluslar arasında asimetrik şokları azaltacağı hipotezinin lehine olan bir varsayımın olduğunu da söyleyebiliriz. Bu konu özellikle iki yönü içeren ampirik bir mesele olarak kalmaktadır. Birincisi parasal birliklerin ekonomik entegrasyonda artışa yol açıp açmadıkları sorusu. Ampirik meselenin ikinci yönü ise bu artan entegrasyonun şokların asimetrikliğini nasıl etkilediğı sorusudur.

Son zamanlarda, Rose (1999), Rose (2000), Rose (2001), Rose ve van Vincoop (2001), Frankel ve Rose (2000), Rose ve Engel (2001), Glick ve Rose (2001) ve Méltiz (2001) ilk durum ile ilgili önemli araştırmalar yaptılar. Rose (2000) aynı parayı kullanan iki ülkenin, kendi paralarını kullanan benzer durumdaki iki ülkeden yaklaşık üç katına kadar daha fazla ticaret yaptıklarını göstermiştir. Döviz kuru volatilitisini düşürmek ticareti de arttırırken, ortak bir para kullanımının etkisi, döviz kuru volatilitisini giderip aynı para birimini kullanmaya devam etmekten daha büyük ölçüde yararlı gibi görünüyor.⁴

Daha yeni araştırmalar ortak bir para kullanımı ve ticaret arasındaki kesin ilişkiyi saptama üzerine odaklanmıştır. Rose ve van Vincoop (2001), ampirik “çekim” (gravite) denklemini tahmin ederek ortak para kullanımının ticaret üzerine etkisini açıklamışlardır. Standart “çekim” denklemi, iki ülke arasındaki ticaretin mesafenin negatif bir fonksiyonu olduğunu, bileşik GHYİH’ların ise pozitif bir fonksiyonu olduğunu söyler. Ama Rose and Vincoop (2001) bu standart tanıma birkaç yeni etken kattılar; bunlar: ülkelerin kişi başına düşen bileşik GSYİH, ülkelerin denize kıyısı olup olmaması, ortak bir dil kullanıp kullanmamaları, kara sınırı ya da sömürgeci ülke,

⁴ Çoğu gözlemci ortak para biriminin ülkeler arasındaki ticaret miktarını arttırmasını bekler. İddia genellikle şu şekildedir: işlem maliyetleri ve özellikle döviz kuru volatilitesi, aksi bir durumda gerçekleşecek olan mal ve hizmet takas miktarını azaltan ticarete engel oluşturmaktadır.

bölgesel bir serbest ticaret anlaşmasına (FTA) üye olup olmadıkları, v.b. Yazarlar parasal birlik etkisinin büyük olduğunu ve aynı para birimini kullanan iki ülkenin daha fazla ticaret yaptığı sonucuna vardılar. Ülke bazlı sabit etkilerin olmadığı tahminler parasal birliğin ticarete yaklaşık %400'lük bir artışa sebep olduğunu gösteriyor. Ülke etkilerini katmak, parasal birlik etkisinin hem ekonomik hem de istatistiksel etkisini azaltıyor, ama yine de ekonomik olarak büyük (%230 üzerinde ticaret etkisi) ve istatistiki olarak önemini korumaya devam ediyor.

Parasal bir birliğe katılmanın belli bir tür ticareti diğerlerinden daha çok etkilemesi tamamen olası bir durumdur. Artis (1998), diğer ülkelerle bir parasal birliğe katılmanın faydalarını hasılayla ilişkili olarak karşılıklı ticareti, ya da karşılıklı açıklığı arttıran bir fonksiyon olarak göstermiştir. Böyle bir birliğe katılmanın maliyetleri karşılıklı açıklığı düşüren bir fonksiyon olarak gösterilmiştir, çünkü bir dengeleme aracı olarak döviz kurunun değeri entegrasyonun derecesiyle orantılı olarak düşer.

Avrupa Birliğine gelince, parasal birliğin ticaret üzerindeki etkisiyle konjonktür senkronizasyonuna sebep olduğu sık sık tartışılmaktadır. Ticaret üzerinde sınır etkisini incelemek de önemlidir. Clark ve Vincoop (2001) ABD bölgeleri arasındaki konjonktür korelasyonunun Avrupa ülkeleri arasındaki konjonktürden önemli ölçüde daha yüksek olduğuna ve bu farklılıkların çoğunlukla Avrupa ulusal sınırlarına bağlı olduğuna işaret etmişlerdir. Ayrıca, ABD bölgeleri arasındakine kıyasla Avrupa ülkeleri arasındaki ticaretin düşük seviyede olması, büyük oranda sınır etkisiyle açıklanabilir. ABD bölgeleri arasındaki daha yüksek seviyeli parasal ve mali politika koordinasyonu ile daha yüksek konjonktür senkronizasyonları arasında direkt bir bağlantı bulmamaktadırlar. Bununla birlikte, ticaretteki ortak politikaların etkisinden dolayı bir bağlantı olabilir, özellikle Rose'un (2001) parasal birliğe üye ülkeler arasındaki ticaretin üye olmayanlar arasındaki ticaretten çok daha fazla olduğunu gösteren kanıtları ışığında bunu söyleyebiliriz. Bu bulgular, tek para birimi kullanılmasının ticaret üzerindeki etkisi aracılığıyla uzun vadede dolaylı olarak muhtemel olması haricinde, Avrupa'da tek bir para birimi kullanılmasının Avrupa konjonktür senkronizasyonu miktarını muhtemelen arttırmayacağını öne sürmektedir.

Parasal birlik araştırmalarında, veriler ve sonuçlar konusunda her biri güçlü şüpheler ifade eden birkaç farklı eleştirel tepki olmuştur. Nitsch (2002, 2004), Berger ve Nitsch (2005) veri bütünündeki ve regresyon tanımındaki küçük manipölasyonların ticarete öngörölen parasal birlik etkisini yaklaşık olarak yarı yarıya düşürdüğünü ileri sürmüşlerdir. Nitsch'e (2002) göre Rose'un verilerindeki parasal birlikler genelde çok küçük ölkelerdir. Bu ölkeler çoğunlukla daha büyük bir ölkenin para birimine geçen ada ölkeleri ve eski kolonilerdir. Bu nedenle sonuçların daha büyük ekonomilere uygulanması aşırı hırslı gibi görünmektedir. Nitsch (2002) ayrıca, Rose'un sıfır ve/veya bildirilmeyen ticaret değerlerini tamamen görmezlikten geldiğini iddia etmektedir. Bununla birlikte, bu gözlemleri dikkate almamak tahminlerin katsayısını pek etkilemez, çünkü parasal birlik üyelerinin çoğu diğör ölkelerle az ticaretleri olan küçük ya da fakir bölgelerdir. Buna ek olarak, Nitsch'in eleştirisinde Rose'un pek çok parasal birlik içi gözlemi kaçırdığı da ileri sürölmektedir.

Parasal entegrasyonun, bir parasal birlik içferisindeki ticaret ilişkileri yoğunluğunu etkileyip etkilemediğini belirleme konusuyla kısmen politikacılar da ilgilenmektedir. Eğer durum gerçekten böyleyse, parasal entegrasyonun hangi koşullar altında üyeler arasındaki ticaret ilişkilerinin yoğunluğuna katkıda bulunabileceğı sorulabilir. Nitsch (2004) ve Saiki (2005) parasal entegrasyonun ticaret üzerine etkisinin ölkö çiftleri arasında değışip değışmediğini araştırmışlardır. Nitsch'in (2004) bulguları, ortak para biriminin toplam tahmininin ölkö çiftleri arasında kayda değer bir heterojenliğı maskelediğini göstermektedir. Ortak para biriminin ticaret üzerindeki etkisinin büyük ekonomiye sahip ölkelerde özellikle güçlü olduğunu bulmuştur. Bunun başlıca sebebi, büyük ölkelerin farklılaştırılmış bir üretim yapısına sahip olmalarının daha muhtemel olması ve parasal birlikten en iyi şekilde faydalanmak adına genellikle bölgesel tedarikçiler olarak hareket edebilmeleridir.

Fransa ve ABD gibi gelişmiş ölkeler, gelişmekte olan ölkelerle ticaret yaptıkları zaman arz ve talebin görelİ esnekliğı, parasal birliğin asimetrik etkisinin ana kaynağı olarak gösterilebilir. Saiki (2005) parasal birlik etkisinin gelişmekte olan ölkelerden ABD'nin yaptığı ithalatlarda çok küçük (0.03) ve nötr olduğunu ortaya çıkarmıştır. Diğör yandan, gelişmekte olan ölkelerin ABD'den ithalatları için, parasal birliğin etkisi

pozitif (0.22) ve istatistiksel olarak anlamlı olduğunu ortaya koymuştur. Fransa için parasal birliğin etkisi daha büyüktür (0.16), ama Fransa geliştirmekte olan ülkelerden ithalat yaptığı zaman yine bu etki yine nötrdür. Bu, parasal birliğin Fransa'nın geliştirmekte olan ülkelerden yaptığı ithalat üzerindeki etkisinin nötr olduğu anlamına gelmektedir. Diğer yandan, geliştirmekte olan ülkelerin Fransa'dan ithalatları için, parasal birliğin etkisi 0,5 kadar büyüktür ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu sonuçlardan yapılacak çıkarım, ticaret, sanayileşmiş ülkeler (para birimini sabitleyen) ve geliştirmekte olan ülkeler arasında olduğunda, parasal birliğin etkisi Rose'un (2000) bulduğundan çok daha küçük olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca, Saiki'ye (2005) göre büyük parasal birlik etkisi, esasen birbiriyle ticaret yapan iki küçük ülke arasındaki bir olgudur.

Berger ve Nitsch (2005) gibi bazı çalışmalar, Avrupa Parasal birliğinin potansiyel ticaret-yaratma etkilerinin uygun bir tarihi perspektifle ele alınıp analiz edilmesi gerektiğini iddia etmektedir. Bu çalışmalar bir parasal birliğin oluşturulmasını devamlı bir süreç olarak almışlardır ve Avrupa Para Birliğinin oluşumunun bir entegrasyon sürecinin doruk noktası olduğunu vurgulamaktadırlar. Şu soruyu yöneltmektedirler: *“Avrupa’da ekonomik entegrasyona yönelik önceki ve halihazırda devam eden adımların etkisinin ötesinde Avro’nun ticaret üzerine ne etkisi oldu?”* Avrupa entegrasyonuna uzun vadeli bir bakış açısıyla bakarak Avro’nun kullanılmaya başlanmasının ticaret üzerinde ölçülebilir hiçbir etkisi olmadığına karar vermişlerdir. Özellikle, ticari liberalizasyon, ekonomik uyum ve düşük döviz kuru volatilitesi gibi Avrupa ekonomik entegrasyonu bileşenleri, Avro’nun ticaret arttırıcı etkisinin kaynağı olarak görülmelidir. Yazarlara göre bu uzun süreli trend dikkate alınıp bertaraf edildiği anda Avro’nun kullanılmasının ticaret üzerinde fazladan hiçbir etkisi yoktur.

Diğer araştırmalar Rose'un ampirik metodlarının hatalı tanımlamalarına dikkat çekmiştir. Ticaret maliyetlerini şekillendiren özelliklerin ortak para birimine sahip olan ve olmayan ülkeler için çok farklı olması mümkündür. Eğer, tarihsel deneyimde, parasal birliklere üye olan ülkeler üye olmayanlardan sistematik olarak farklı ise ve ticaretle gözlemlenebilen determinantları doğrusal regresyonun yapacağından daha karmaşıksa, ortak para biriminin ticaret üzerindeki etkisi büyük ölçüde yanlış hesaplanabilir. Örneğin, Persson (2001) Rose'un ampirik metodlarının, tahminlerini ciddi bir şekilde

saptırabileceğini iddia etmektedir. Bu nedenle Rose'un ampirik tanımlamalarının uygun olmadığını ileri sürmektedir.

Eğer bir parasal birlik oluşturmak ticaret üzerinde büyük bir pozitif etkiye sahipse, bir birliğin parçalanmasının da önemli bir ters etki yaratması beklenir, ama Tom ve Walsh (2002) bunun doğru olduğu sonucuna varmadılar. Bu amaçla İrlanda'nın 1979'da Avrupa para sisteminin döviz kuru mekanizmasına (ERM) katılma kararını müteakip sterlinden ayrılmasıyla ilgili bir örnek olay incelemesi sunmuşlardır. İrlanda ve İngiltere arasındaki parasal birliğin sona ermesi, önceki ortaklar arasındaki diğer ekonomik ilişkilerin aynı kaldığı, izole edilmiş bir olaydı. Serbest ticaret ve normal ticari ilişkiler parasal birlik bittikten sonra da bu ülkeler arasında devamlılığını sürdürmüştür. Bu nedenle, döviz kuru rejiminin değişmesinin etkilerinin dış etkilere izole edilebileceğini savunmaktadırlar. Döviz kuru belirsizliğinin maliyetleri, etkin bir vadeli döviz piyasasının hızlı bir şekilde kurulmasıyla düşürülürken, döviz kuru rejiminin değişmesinin etkisi serbest ticaretin parasal birliğin öncesinde ve sonrasında devam ettirilmesi suretiyle minimize edilmiştir. Böylece parasal birlikten ayrılmanın önceki partnerler arasındaki ticaretin yarıya düşmesine yol açabileceğini iddia eden Rose (2000) ve Glick ve Rose (2002) ile taban tabana zıt olduğunu da ortaya koymuşlardır. Bununla birlikte, İngiltere ile İrlanda arasındaki parasal birlik olayında, birlikten öncesi ve sonrasında hiç bir fark yoktur, çünkü Avrupa Ekonomik Topluluğu'nun (EEC) iki üyesinden bahsedilmektedir. Parasal birlik eski ortaklar arasındaki serbest ticaret ile ticari ilişkiler hiç bozulmadan sona erdi.

Nardis ve Vicarelli (2003), Micco, Stein ve Ordoñez (2003) ve Méltz (2004) gibi bazı araştırmacılar, Avronun kullanılmaya başlanmasının Avrupa ülkeleri arasındaki karşılıklı ticaret üzerinde olumlu, fakat düzensiz bir etkiye sebep olduğunu ortaya çıkarmışlardır. Nardis ve Vicarelli (2003), hem Avrupa Para Birliği içerisinde ortak para birimi kullanılmadan önceki ticareti hem de Avrupa para birimini kullanmayan diğer ekonomiler ile Avrupa Para Birliği arasındaki ticareti esas alarak bu birlik içindeki varyasyonu hesaplamışlardır. Diğer şeyler sabit tutulduğunda, Avro'nun Avrupa Para Birliği'nin ticaretinde %8,9'luk bir yükseliş getirdiğini (parasal birliğin ticaret üzerindeki etkisi %9 ila 10 arasında değişmektedir) ortaya çıkarmışlardır. Hangi koşullar

altında ülkeler parasal birliğe katılmayı avantajlı görecekler? Méltitz (2004) ülkelerin ancak birbirleriyle özellikle yakın ekonomik ve siyasi bağları halihazırda var ise parasal bir birlik kuracaklarını iddia etmektedir. Eğer öyleyse, parasal birlik etkisi, ortak para birimini hiç karıştırmadan büyük oranda ilişkinin özelliklerine dayandırılabilir. Melitz'in hesaplarına göre, parasal birliğin ticaret üzerindeki etkisi 0,7 - 1,3 civarındadır. Micco, Stein ve Ordoñez (2003) 1999 sonrası verileri kullanarak parasal birliğin ticaret üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Farklı örneklem ve farklı metotlar kullanarak Avronun ticaret üzerindeki etkisi için yaptıkları tahmin %4 ila 16 arasında değişmektedir. Bu etki istatistiksel açıdan anlamlı ve ekonomik açıdan da önemlidir, ama eski Rose (2000) tahminleri kadar dikkat çekici değil. Ayrıca, Avrupa Para Birliğinin üye ülkelerin ticaretini üye olmayan ülkelere kaydırdığı konusunda hiçbir kanıt bulamamışlardır. Aslında, Avrupa Para Birliği ülkeleri, birliğe üye ülkelerle olduğu kadar üye olmayan ülkelerle de ticaretlerini arttırmış görünüyorlar.

Bazı yazarlar, özellikle dolarizasyon için en uygun aday ülkeler arasında, dolarizasyonun Birleşik Devletler ile yapılan ticareti geliştirdiğine dair çok az güçlü kanıt bulunduğunu gösteriyorlar. Örneğin, Klein (2005) sadece Birleşik Devletler ile Batı Yarıküredeki ülkeler arasındaki ticareti ele alıyor, çünkü bu ülkeler dolar birliği için en uygun adaylar konumundalar. Sanayileşmemiş ülkeleri de içeren bu ülkelerin dolarizasyon sonucunda Birleşik Devletler ile ticaretlerinde artış kaydettikleri konusunda hiçbir güçlü kanıt bulamamıştır. Bu sonuçlar Rose ve ortak yazarlarının sonuçlarıyla çelişmektedir. Klein'a (2005) göre, makalesindeki sonuçlar ile Rose ve ortak yazarlarının çalışmalarındaki sonuçlar arasındaki farkın kaynağı kendisinin burada dolarizasyon için potansiyel aday davranışlarını daha iyi gösterebilecek örneklem üzerinde odaklanmasıdır. Ayrıca Birleşik Devletler'in dolar kullanan endüstrileşmemiş ülkelerle, diğer endüstrileşmemiş ülkelerle olduğundan daha fazla ticaret yaptığının söylenemeyeceğini örneklerle açıklamaktadır.

Buna karşılık, Klein ve Shambaugh (2006), sabit döviz kurunun baz alınan bir ülke ile parasını sabitleyen başka bir ülke arasındaki karşılıklı ticaret üzerinde büyük ve anlamlı bir etkisi olduğunu göstermişlerdir. Bir ülkenin parasını sabitlemesinin sebebi olarak makroekonomik istikrar ve nominal bir çıpanın sağlanmasını göstermişlerdir.

Sabit döviz kurunun faydalarından biri ticareti muhtemelen büyütmesidir, en azından baz alınan ülkeyle. Az kontrolle, kuru sabitlemenin ticareti %80'e kadar arttırdığını ortaya çıkarmışlardır. Bununla birlikte, bunlar açıkça aşırı-tahminlerdir ve daha uygun kontroller uygulandığında sonuçlar, ülke etkileriyle %40, ülke çifti sabit etkileriyle ise %20'dir. Ayrıca dolaylı sabitlemelerin döviz kuru sisteminin parçası olarak gelmedikleri sürece ticaret üzerinde güçlü bir etkiye sahip olmadıklarını ortaya çıkarmışlardır, ki bu durumda ticaret üzerinde olumlu bir etkiye sahip gibi görünmektedirler. Ticaret saptırıcı bir etkiye rastlamamışlardır. Bunun yerine, kuru sabitlemiş ülkelerin diğer bütün ülkelerle daha fazla ticaret yaptığı görülmektedir. Ama sonuç olarak sabit döviz kurunun ticaret üzerindeki etkisinin döviz kurunu sabitleme maliyetlerinin bir kısmını karşılamaya yetebileceği veya yetmeyebileceği duruma göre değiştiğini söylemektedirler.

Bazı araştırmalar, bölge dışı ticaret tahminlere dâhil edildiğinde, Avrupa Para Birliğinin bölge içindeki ticaret üzerindeki etkisinin daha büyük olduğunu örneklerle göstermektedirler. Örneğin, Faruquee (2004) Avrupa Para Birliğinin Avro alanı içindeki etkisini incelemiş ve Rose'un çalışmasındaki çıkarımların birkaç nedenden dolayı açıkça anlaşılmadığını savunmuştur. İlk olarak, analiz direkt olarak örneklemdaki Avrupa Para Birliği içindeki ülkeleri içermemektedir. İkincisi, parasal alanlara üye olan örneklem ülkeleri çoğunlukla küçük, fakir ülkelerdi. Son olarak, kesitsel analiz, (mevcut) parasal birlik anlaşmasına üye olan ticaret ortaklarının üye olmayanlara karşı karşılaştırmalı değerlendirmesini vermektedir. Ama Avrupa Para Birliği için daha önemli olan konu, tek para birimi kullanılmaya başlamadan önce ve başladıktan sonra üye devletlerin ticaret seviyesinde zamanla meydana gelebilecek olası değişimdir. İç ticaret gibi, alan dışı ticaret de, diğer endüstriyel ülke ticaret akışlarıyla karşılaştırıldığında, benzer şekilde hızla büyümüştür. Sonuç olarak, kontrol grubundan dış ticareti çıkarmak, Avro alanının yalnız dışında kalan partner ülkeler arasındaki ticarete göre ölçülmesi durumunda, üye ülkeler arasında Avrupa Para Birliğinin ticaret üzerinde öngörülen etkisini yükseltir. Bu aynı zamanda, parasal birliğin ticaret saptırıcı etkisinin olmadığını -hem alan içi hem de alan dışı ticaret tek para birimi altında orantılı olarak arttığı için genel refah çıkarsamalarını ele alırken önemli bir husus- öne sürmektedir.

1.3.2 Ekonometrik Yöntem

Uluslararası ticarete çekim modeli, (gravite modeli) uluslararası ekonomide en yaygın olarak kullanılan ampirik araçlardan biridir. Bu modelin dayandığı temel fikir, iki ülke arasındaki uluslararası ticaretin ulusal gelirle orantılı, aralarındaki mesafeyle ise ters orantılı olarak tahmin edilebileceği fikridir. Çekim (Gravite) denklemi, adını Newton fiziğinde yerçekimi gücünü tanımlayan benzer bir fonksiyondan almaktadır.

Parasal birliklerin ve döviz kuru volatilitelerini ticaret üzerindeki etkilerini tahmin etmek için genişletilmiş (*augmented*) çekim modeli kullanıyorum. Modelin “genişletilmiş” olması, standart çekim modelinin sadece gelir ve mesafe değişkenlerini içermesinden ileri gelmektedir. Bu çalışmada kullanılan denklem mümkün olduğunca çok faktörü hesaba katabilmek için farklı değişkenler içermektedir.

Tahmin edilen regresyonlar aşağıdaki gibi şekillenmiştir:

a) $\text{ticaret} = \beta_1 + \beta_2 \text{Avro} + \beta_3 \text{RER} + \beta_4 \text{sınır} + \beta_5 \text{ecu} + \beta_6 \text{dil} + \beta_7 \text{zaman} + \beta_8 \text{büyüklük} + u_t$

b) $\text{açıklık} = a_1 + a_2 \text{Avro} + a_3 \text{büyüklük} + a_4 \text{ticaret} + u_t$

- *Avro* değişkeni 1999-2004 (Avrodan sonrası) için 1 ve 1975-1998 (Avrodan öncesi) için 0 değerindedir. Yani, bu değişken bize Avro öncesinde ve sonrasında ticaret ve açıklık farklarının derecesini bulmakta yardımcı olmaktadır.

- *Dil* değişkeni bir kukla değişkendir, iki ülke aynı dili konuşuyorsa 1, aksi takdirde 0 olarak alınır.

- *RER* değişkeni, *i* ve *j* ülkelerinin paraları arasındaki yılsonu karşılıklı döviz kurunun logaritmasındaki değişimin ortalamasını ifade eder.

- *Sınır* değişkeni, eğer *i* ve *j* ülkelerinin ortak sınırı varsa 1, aksi takdirde 0 değerindedir.

- *ECU* değişkeni bir kukla değişkendir, avrupa para birimi *i* ve/veya *j* ülkelerinden en az bir tarafından kullanıldıysa 1 değerindedir.

- *Dil* değişkeni *i* ve *j* ülkeleri ortak bir dile sahipse 1 değerindedir.

- *Zaman* değişkeni, zamanın ticaret değişkeni üzerindeki etkisini durağanlaştırmak için kullanılmaktadır.

- *Büyüklik* değişkeni, ABD doları cinsinden ölçülen iki GSYİH'nın logaritmasının ortalamasıdır.
- *Ticaret* değişkeni, iki ülke için karşılıklı ihracatın yurtiçi GSYİH'ye oranının ortalamasıdır.
- *Açıklık* değişkeni, iki ülke için ihracat ve ithalatın GSYİH'ya oranının ortalamasıdır.

1.3.3 Sonuç ve Değerlendirme

Regresyonlardan elde edilen sonuçlar şu şekildedir:

RASSAL ETKİ:

	TİCARET	AÇIKLIK
RER	-0.39 (-8.26)***	
Avro	0.093 (3.23)***	0.09 (21.16)***
Sınır	1.50 (6.01)***	
ecu	1.51 (5.27)***	
Dil	0.81 (2.08)**	
Zaman	0.03 (9.37)***	
Büyüklik	-0.16 (1.61)	0.04 (5.65)***
Ticaret		0.10 (22.17)
C	-18.9 (-17.26)***	2.01 (13.82)***

$R^2 = 0.47$ (within effect)

$\chi^2 = 1225.6$ ***

Gözlem sayısı. = 1426

Grup sayısı = 55

$R^2 = 0.62$ (within effect)

$\chi^2 = 2353.3$ ***

Gözlem sayısı. = 1426

Grup sayısı = 55

***- %1; **%5; *%10

Bu veriler Avusturya, Danimarka, Almanya, Fransa, Hollanda, İtalya, İspanya, Finlandiya, İsveç, Türkiye ve Birleşik Krallık için kullanıldı.

Bu modelde, iki ortak para biriminin ticaret üzerindeki etkisini görebiliriz: birisi Avrupa para birimi (ECU), diğeri de Avro. Açıkça görülüyor ki hem *Avro* hem de *ecu* kukla değişkenleri pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Yani, ticaretin farklılık derecesi ile dışa açıklık arasında anlamlı ve pozitif bir fark vardır. Ayrıca, aynı para birimini kullanan iki ülkenin birbirleriyle daha çok ticaret yaptığı, ama parasal birliğin ticaret etkisinin büyük olmadığı görülebilir. Avro'nun kullanılmaya başlanması ve Avrupa ülkelerinin karşılıklı ticareti üzerine etkisiyle ilgili bu bulgular, Nardis ve Vicarelli'nin (2003) bulgularıyla benzeşmektedir. Yani bu sonuç, Rose (2000) ile Rose ve Glick (2002) tarafından elde edilen bulgular kadar büyük değiller. ECU para biriminin değerinin daha yüksek olmasını ise Berger ve Nitsch'in (2005) analizleri ile izah edebiliriz. Bilindiği gibi Berger ve Nitsch (2005), Avrupa Parasal birliğinin potansiyel ticaret-yaratma etkilerinin uygun bir tarihi perspektifle ele alınıp analiz edilmesi gerektiğini iddia etmektedirler.

Frankel (2003) bir grubun üyeleri arasındaki ticaret artışının ortak bir para seçiminin uygunluğunu etkileyecek üç durum olduğunu gözlemlemiştir. İlk faktör, uzun dönemli büyüme tayini ilgili: parasal birlikler açıklığı artırır ve açıklık da reel geliri artırır. Frankel ve Rose, ortak paraların GSYİH üzerindeki etkileriyle ilgili tahminler üretmek için ortak para kullanımının ticaret üzerindeki etkilerinin tahminlerini ve daha büyük miktardaki ticaretin GSYİH üzerinde takip eden etkilerin tahminlerini birleştirmişlerdir. Özellikle önemli ticaret ortaklarının bulunduğu bir parasal birliğe katılmak büyük bir etki yaratabilir. İkinci ve üçüncü faktörler, dalgalı döviz kurunun avantajlarına karşı sabit döviz kurunun avantajlarını ölçen OPS teorisiyle ilgilidir. Bu faktörler, hem ithalatçıları ve ihracatçıların bakış açısından ortak paranın avantajlarını, hem de parasal bağımsızlığın avantajlarını göz önünde bulundurlar. Son faktör, konjonktör dalgalanmalarını ilgilendirmektedir. Esnek döviz kurlarının en önemli avantajı, konjonktörün düşmesi veya yükselmesine para politikalarıyla karşılık verebilme yeteneğinin korunmasıdır. Ayrıca yukarıdaki ekonometrik sonuçtan, parasal birliğin belirli bir ülkenin dışa açıklık derecesi üzerinde istatistiksel açıdan anlamlı bir olumlu etkisi olduğu tespit edilmektedir.

Döviz kuru mekanizmasının (ERM) ekonomiler arasındaki konjonktör dalgalanmalarının senkronizasyonunu nasıl ekilediği çok net bir şekilde görülmeye devam etmektedir. Artis ve Zhang (1995), ülkeler arasındaki konjonktürel dalgalanmaların bağlantısı ve senkronizasyonu bakımından uluslararası konjonktür üzerinde Avrupa Para Sisteminin (EMS) Döviz Kuru Mekanizmasının (ERM) etkilerini araştırmışlardır. Konjonktürlerin ERM döneminde eskisinden daha çok grup-odaklı olduğunu ortaya çıkarmışlardır. Araştırmalarının sonucu, ERM üyeliğinin konjonktür korelasyonunda sistemin kıstas alınan ülkesine doğru bir kayma sağladığı hipotezine güçlü destek sunmaktadır. Ayrıca Almanya için konjonktür karakterinin bu dönemde değiştiğini ve belirginliğinin azaldığı farkedilmektedir. ERM ülkelerinin Alman konjonktürüyle olan bağlantılarının ERM döneminde önemli ölçüde güçlendiği sonucuna varılmaktadır. Ayrıca, belli başlı ülkelerdeki konjonktürlerin artan uluslararası ticaret, mali piyasaların açıklığı ve küresel para akışları sonucu daha senkronize hale geldiği de vurgulanmaktadır (Türkiye'nin ülke qruplarına göre dış ticareti için Ek 1'e bakınız).

Bu çalışmada Artis ve Zhang (1995) tarafından kullanılan konjonktür tanımı kullanılmaktadır. Yazarlar bunu, bir ekonominin uzun vadeli büyüme trendi etrafındaki döngüsel hareketleri temsil eden büyüme döngüsü açısından tanımlamışlardır. Yıllık veriler, 19 ülkeli bir örneklem için, 1975'ten 2004'e kadar olan bir dönemi kapsamaktadır. Bu ülkeler Avusturya (AUS), Belçika (BEL), Birleşik Krallık (UK), Danimarka (DEN), Finlandiya (FIN), Fransa (FR), Almanya (GER), Yunanistan (GR), İtalya (IT), Hollanda (NET), Macaristan (HUN), Polonya (POL), Portekiz (POR), İrlanda (IR), Malta (MAL), Romanya (ROM), İspanya (SP), İsveç (SW) ve Türkiye (TUR) dir. Verileri trendden arındırmak için Hodrick-Prescott (HP) filtresini kullanılmaktadır (Hedrick ve Prescott, 1997). HP filtresi bir dizinin uzun vadedeki eğilim bileşeninin düzgün tahminini elde etmek için makroekonomistler arasında yaygın olarak kullanılan bir düzgünleştirme metodudur. Teknik olarak HP filtresi, ikinci farkı sınırlayan bir müeyyide altında, varyansı minimize ederek düzgünleştirilmiş seriyi hesaplayan iki yanlı doğrusal bir filtredir.

$$\sum_{t=1}^T (y - s_t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} ((s_{t+1} - s_t) - (s_t - s_{t-1}))^2$$

İlk kısım uygunluğu ölçer, ikinci kısım ise bir düzgünlük ölçüsüdür. Rayn ve Uhling (2002) yıllık veriler için λ yı 100, 3 aylık süre için 1,600 ve aylık veriler için 14,400 olarak belirlemişlerdir.

Tablo 7: Başlıca Ekonomilerin Konjonktür Korelasyonları

	HAVS	HBEL	HDAN	HFİN	HFR	HALM	HYUN	HMAC	HİR	HİT	HMAL	HHOL	HPOL	HPOR	HROM	HİSP	HİSV	HTÜR	HBK
HAVS	1	0.87	0.53	-0.65	0.43	0.91	-0.06	-0.74	0.31	0.87	0.99	0.95	0.26	0.97	-0.99	0.42	0.75	-0.10	-0.03
HBEL		1	0.63	-0.25	0.20	0.59	0.41	-0.33	0.73	0.61	0.82	0.97	0.70	0.91	-0.84	0.74	0.95	-0.55	0.17
HDAN			1	0.15	0.20	0.32	0.13	-0.09	0.40	0.49	0.49	0.60	0.44	0.64	-0.41	0.46	0.65	-0.23	0.34
HFİN				1	-0.48	-0.87	0.54	0.95	0.36	-0.72	-0.69	-0.44	0.41	-0.49	0.72	0.18	-0.09	-0.48	0.31
HFR					1	0.60	-0.28	-0.52	-0.35	0.79	0.34	0.21	-0.30	0.44	-0.36	0.26	-0.09	0.51	0.49
HALM						1	-0.41	-0.95	-0.11	0.94	0.92	0.74	-0.15	0.83	-0.91	0.11	0.42	0.31	-0.13
HYUN							1	0.65	0.87	-0.32	-0.15	0.22	0.91	0.02	0.09	0.81	0.50	-0.90	0.51
HMAC								1	0.36	-0.82	-0.79	-0.52	0.42	-0.63	0.78	0.20	-0.17	-0.52	0.34
HİR									1	-0.09	0.26	0.59	0.98	0.39	-0.29	0.78	0.83	-0.97	0.22
HİT										1	0.83	0.69	-0.09	0.84	-0.82	0.28	0.40	0.32	0.18
HMAL											1	0.93	0.19	0.95	-0.99	0.29	0.73	-0.06	-0.18
HHOL												1	0.54	0.94	-0.93	0.58	0.92	-0.40	0.02
HPOL													1	0.34	-0.22	0.83	0.80	-0.95	0.37
HPOR														1	-0.94	0.51	0.78	-0.18	0.03
HROM															1	-0.34	-0.73	0.10	0.16
HİSP																1	0.68	-0.68	0.70
HİSV																	1	-0.69	0.09
HTÜR																		1	-0.15
HBK																			1

Tablo 7 Avusturya, Belçika, Hollanda, Fransa, İtalya ve Malta'daki konjonktürlerin Alman konjonktürüyle daha senkronize bir hale geldiklerini açıkça görülmüyor. Ayrıca korelasyonlar nispeten yüksek. Ve bu ekonomilerin yapısal özellikleri açısından ortak paraya geçilmesinin faydalı sonuçlar getirdiğine şüphe yoktur. Portekiz'in konjonktürlerinin de Alman konjonktürleriyle ve birinci grup ülkelerinin konjonktürleriyle daha senkronize olması ilginçtir. Ama İsveç'in durumuna bakınca, İsveç konjonktürünün birinci grup ülkelerinin konjonktürleriyle daha fazla, Alman konjonktürüyle ise daha az senkronize olduğu görülmektedir. Bu ülkeler ikinci gruptaki ülkeler olarak ele alınmaktadır. Üçüncü grupta Finlandiya, Danimarka, ve İspanya; dördüncü grupta ise Türkiye, Yunanistan, İrlanda ve İngiltere yer almaktadır. Almanya ve diğer ülkelerinkiyile karşılaştırıldığında, Türkiye için çıkan sonuçlar Avroya geçilmesinin Türkiye için nispeten maliyetli olabileceğini göstermektedir.

1.4 OPS TEORİSİNE YÖNELİK ELEŞTİRİLER

Günümüz literatürü, OPS üzerinde daha önce yapılmış araştırmalar tarafından belirtilmiş geleneksel kriterler altında, bir Avrupa Para Birliği'nin cazipliği ve sürdürülebilirliği konusunda oldukça kötümserdir. İlk olarak, bazı çalışmalar talep kaymalarının ülkeler arasında simetrik olma eğiliminde olduğunu, bir parasal birlik içinde ise daha da simetrik olduğunu göstermektedir. Döviz Kuru Mekanizması (ERM) ülkelerini sarsan şokların doğasından elde edilen ampirik kanıtlar 1982'den bu yana, ERM'nin ülkelerin şoklara karşı verdiği tepkileri daha benzer hale getirmekte etkili olduğunu öne sürmektedir. Aslında, 1970'lerden bu yana, ERM içerisinde meydana gelen şoklar, dışarıda olanlardan daha simetrik hale gelmiştir. Üye ülkelerin tepkileri arasında daha fazla benzerlik ve süreklilik sağlamada ERM'nin tek başına etkin olması, reel döviz kurundaki değişkenliğin düşürülmesinin üyeler arasında güçlü politika koordinasyonunu tetiklediği teziyle tutarlılık göstermektedir (Sarno ve Taylor, 2002).

İkinci olarak, OPS teorisine yöneltilen diğer bir eleştiri, döviz kurunun asimetrik talep kaymaları karşısında düzeltme sağlamada etkili olmayabileceği düşüncesinden ileri gelmektedir. Eğer durum böyleyse, bu durumda döviz kurundaki değişimler yerine

alternatif politikalar kullanılabilir. De Grauwe (2003: 37) bu eleştirinin geçersiz olduğunu göstermiştir. Onun görüşüne göre, uzun vadede iki politika (devalüasyon ve harcama kısıma) da hasıla ve ticaret üzerinde aynı etkiye yol açar. Bununla birlikte, harcama kısıcı politikalar yerli mallara olan toplam talebi de düşürür. Ekonomi bir enflasyon süreci içine girer, ki bu da hasılayı düşürür. Yeterli ücret ve fiyat esnekliğiyle bu ayrıca arzın da aşağı doğru kaymasına sebep olacaktır, çünkü fiyatlardaki düşüş daha düşük nominal ücretlere sebep olur. Bu nedenle, döviz kuru aracının kaybının parasal birliğe katılmakta olan bir ülke için kayda değer bir maliyeti simgelediğine dair çok az şüphe vardır. Yine de eğer ücretler ve fiyatlar esnek değilse, maliyet azaltma politikalarının etkili olması önemli ölçüde zaman gerektirmektedir.

Ayrıca, OPS teorisine yönelik diğer bir eleştiri de zaman tutarlılığı ve güvenilirliğe ilişkin lüteratürden gelmektedir. Bu konuyla ilgili literatür, bir ekonomik politikanın ihtiyari bir şekilde kullanılıp kullanılmaması gerektiği üzerine odaklanmaktadır (Kydland ve Prescott, 1977; Barro ve Gordon, 1983). Elbette devalüasyon her zaman meydana gelebilir, çünkü karar vericilerin hükümlerine bağlıdır. Bununla birlikte, gerçekte sadece nadir durumlarda kullanılabilecek büyük oranda esnek olmayan bir politika aracıdır. Bunun nedeni, devalüasyon bir kere kullanıldı mı ekonomik ajanların beklentilerini öyle bir şekilde etkiler ki, gelecekte onu başarılı bir şekilde kullanmak daha da zorlaşır. Ayrıca, nominal döviz kuru değişimleri sadece geçici reel döviz kuru değişimlerine yol açabilir, ki bu ekonominin açıklığına da bağlıdır. Ayrıca, ampirik kanıtlar devalüasyonun ilk olumlu etkisinin zamanla kaybolduğunu ileri sürmektedir (Grauwe, 2003: 34). Bunun aksine, devalüasyon sıradışı bir olay olarak algılandığında çok etkili olabilir. Bu gösteriyor ki, toplamda, bir Parasal Birliğe katılarak döviz kuru aracını bırakırken ülke bir maliyet altına girer, ama bu maliyet muhtemelen OPS'nin geleneksel analizinde varsayılandan daha düşüktür (Sarno and Taylor, 2002: 175).

Ek olarak, döviz kuru esnekliğinin etkinliği ekonominin görece açıklığının bir fonksiyonudur. McKinnon, nispeten açık ülkeler için döviz kuru aracını bırakma maliyetinin literatürde belirtilenden daha az olduğuna işaret etmektedir. Ayrıca, kapalı ekonomilerden açık ekonomilere doğru gidildikçe esnek döviz kurlarının hem dış denge

için daha az etkili olduğu hem de yurtiçi fiyat seviyesinin istikrarlılığına daha çok zarar veren bir kontrol aracı haline geldiğini söylemektedir (McKinnon, 1963: 719). Diğer bir nokta da, ülkenin dış ticaretini finanse etmek için gerekli olan döviz rezervlerinin ülke ekonomisinin büyüklüğüne ve para rezervlerinin GSMH'ye oranına doğrudan bağlı olduğu, ama dış ticaret sektörünün büyüklüğüyle (ülkenin açıklığı) bağlantısız, hatta negatif ilişkili olabileceğidir (McKinnon and Oates, 1966: 11). Şoklara karşı ödemeler dengesinde yeniden bir eşitlik sağlayabilecek alternatif araçlar (örneğin, mali politikalar) nispeten kapalı bir ekonomiye oranla nispeten açık bir ekonomi için daha az maliyetlidir. Bu nedenle, döviz kuru esnekliği kaybının maliyeti, ilgili ülkenin açıklığının azalan bir fonksiyonudur. Fiyat istikrarı hedefi dikkate alındığında, çok açık ekonomiler bir Parasal Birliğe katılmak için çok iyi adaylar olurlar (Sarno and Taylor, 2002: 175).

Parasal entegrasyonla ilgili maliyetlerin aksine, faydalar çoğunlukla mikro seviyede ele alınmaktadır. Parasal Birliğin faydası öncelikle döviz kuru belirsizliğinden kaynaklanan işlem maliyetlerini ve riskleri elimine etmesidir. İşlem maliyetlerinin eliminasyonundan ortaya çıkan refah etkisi (direkt ve dolaylı kazançlar) oldukça belirgin, döviz kuru belirsizliğinin azaltılmasından ileri gelen refah seviyesi belirgin değildir. Eğer fiyat belirsizliği olan bir rejim ile fiyatların kesin olduğu bir rejim arasında refah karşılaştırması yapmak istersek, fiyat belirsizliğinin ortalama kârlar üzerindeki pozitif etkisinin, bu kârlarla ilgili daha büyük belirsizlikle kıyaslanması gerekir. Bu kârlarla ilgili daha büyük belirsizlik firmanın faydasını azaltırken daha yüksek ortalama kâr firmanın faydasını artırır. Sonuç olarak, döviz kuru belirsizliği arttığı zaman refahın azaldığı, ya da aksine, ulusal para birimi bırakılıp yeni bir ortak para birimi getirildiği zaman firmaların refahının arttığı net değildir.

Diğer yandan, döviz kurlarındaki değişimin sadece bir risk temsil etmediği, aynı zamanda kâr elde etmek için fırsatlar yarattığı oldukça açıktır. Döviz kuru daha avantajlı olursa firma ihracat seçeneğini kullanır. Bu nedenle, ihracat yapma seçeneğine sahip olan firma döviz kuru değişkenliği artınca daha iyi konumda olur (Grauwe, 2003: 65-66). Parasal birliğin faydaları ülkenin açıklığıyla da artar. Ortak para alandaki işlem hacmi arttıkça, diğer hususlar sabit kalmak kaydıyla, maliyet tasarrufları da artar. Bu

belli bir ülkenin açıklığı arttıkça, kazançlarının Parasal Birliğe katılma maliyetlerini telafi ettiği kritik bir seviyeye ulaşacağı anlamına gelmektedir.

Bununla birlikte, farklı ekonomik teoriler ilgili maliyetler konusunda farklı sonuçlar ortaya koymuşlardır. Keynesçi bakış açısından maliyetler, parasalcı bir bakış açısına göre daha yüksek görünmektedir. Bunun sebebi, döviz kuru aracının parasalcılar tarafından uzun vadede farklı ülkeler arasındaki dengesizliği düzeltecek etkili bir araç olarak görülmemesidir, bu nedenle aracın kaybı o kadar da önemli değildir. Keynesçiler genellikle parasalcılara göre ücret ve işgücü piyasasında daha çok katılık olduğunu varsayarlar ki bu, döviz kuru aracını daha da kuvvetli bir araç haline getirir (Sarno and Taylor, 2002: 176).

Bu açıklamalar ışığında, OPS teorisinin eksiklikleri şu şekilde özetlenebilir: ortak bir para birimini kullanmanın avantajlarını hafife almaktadır; üretim faktörleri hareketliliği, açıklık ve farklılaştırma için işlevsel göstergelerden yoksundur; para yanılıgısı varsayımı gerçekçi değildir; ekonomoik ajanların davranışlarında, ortak bir para alanının oluşturulması sonucu ortaya çıkabilecek olası değişiklikleri dikkate almaması yönüyle statiktir (Lucas Kritiği); döviz kurundaki gelişmelerin ekonomik esaslarla ilgisi olmayan spekülâtif baskılar tarafından kontrol edilebileceği gerçeğini görmezlikten gelmektedir (Patterson ve Amati, 1998: 31).

Bu çalışma gösteriyor ki OPS teorisi eleştirilere maruz kalmıştır ve bu eleştiriler farklı seviyelerde formüle edilmiştir. Geleneksel OPS'ye karşı ileri sürülen en önemli eleştirilerden biri Bölüm 1.3'te tartışılan içsellikler kavramında bulunmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

OPTİMUM PARA SAHASI TEORİSİNDE İKTİSADİ ŞOKLAR VE AVRUPA PARASAL BİRLİĞİNDE İKTİSADİ ŞOKLARIN YAPISAL VAR EKSENLİ ANALİZİ

2.1 OPTİMUM PARA SAHASI TEORİSİNDE İKTİSADİ ŞOKLAR

2.1.1 Simetrik ve Asimetrik Şok Kavramı

Şoklar, üretim ve mübadele sürecinin normal seyrini bozan çeşitli olumsuzluklardan biridir. Her ekonomi çok çeşitli şoklara maruz kalır. İlk olarak, belli bir şoktan etkilenen alanlarla ilgili ayrımın analizi yapılmalıdır. Bu ayrım, şok etkilerinin simetrikliği veya asimetrikliğiyle ilgilidir. Simetri, şokun etkilerinin bölgeler, sanayiler veya üretim faktörleri piyasaları arasındaki dağılımının eşit olması olarak ifade edilmektedir. Simetrik şoklar bölgeleri sanayileri ve/veya üretim faktörleri piyasalarını benzer şekilde etkiler. Asimetrik şoklar ise bölgeleri, sanayileri ve/veya üretim faktörleri piyasalarını farklı şekilde etkiler (Martin Das, 2002: 63-64).

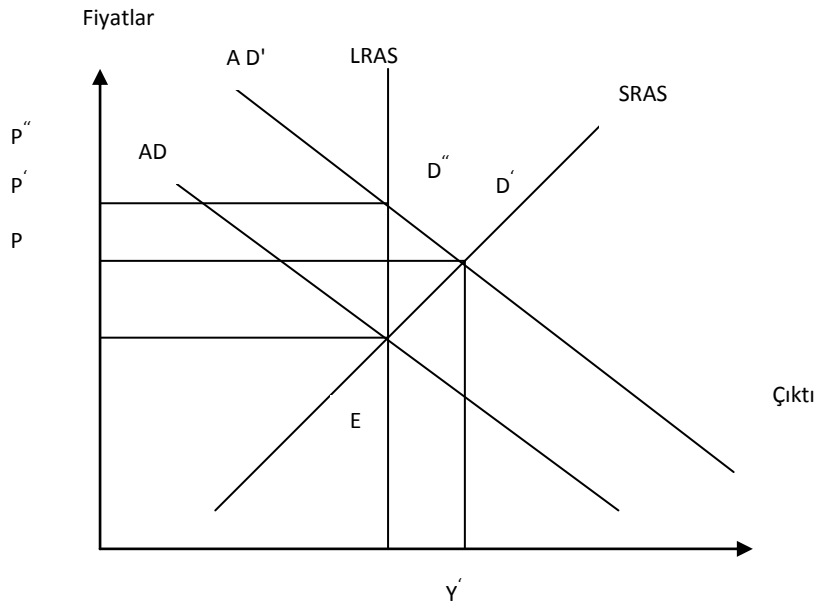
2.1.2 Arz ve Talep Şokları

Bir dışsal şok dışsal değişkenin beklenmeyen bir değişimi olarak tanımlanmaktadır. Burada bir defaya özgü olarak oluşan ve ekonomik birimlerin kapsamı ve zamanlamasını önceden tahmin edemedikleri değişikliklerden bahsedilmektedir. Bu şekilde ekonomik yapıda değişiklikler ortaya çıkmakta ve bunun sonucunda ekonominin şoklara karşı uyumu oluşmaktadır. Ani değişikliği arz şoku ortaya çıkaran eksojen faktörleri şöyle sıralayabiliriz: hammadde fiyatları; ücret ve maaş giderleri; işgücü verimliliği; teknolojik yenilikler; vergiler ve yasalar; doğal afetler. Ani

değişikliği talep şoku ortaya çıkaran eksojen faktörleri ise şöyle sıralayabiliriz: fiyat seviyyes; gelir; vergiler; devlet borçları; döviz kurları; tüketici güveni⁵.

Analizin başlangıç noktası toplam arz ve talep diyagramıdır. Uzun dönem toplam arz eğrisi (LRAS) klasik nedenlerden dolayı düşey olacaktır. Talep eğrisi (AD) aşağı doğru eğimli ve kısa vadeli toplam arz eğrisi (SRAS) yukarı doğru eğimlidir. Şekil 5. bir talep şokunun etkisini göstermektedir. AD eğrisi AD den AD'ye kaymakta ve böylece denge noktası E den D'ye geçmektedir. Bu hem hasılayı hem de fiyatları yükseltmektedir, ama toplam arz eğrisi zamanla daha dikey hale geldikçe ekonomi, kademeli olarak D'deki kısa dönem dengesinden D''deki yeni uzun dönem dengesine doğru hareket eder ve böylece eski hasıla seviyesine geri döner. Bu nedenle, kalıcı (pozitif) bir talep şokuna verilen tepki P''deki fiyatlarda sürekli bir artış eşliğinde, hasılda kısa dönemli bir yükseliştir.

Şekil 5: Pozitif Talep Şokunun Etkileri

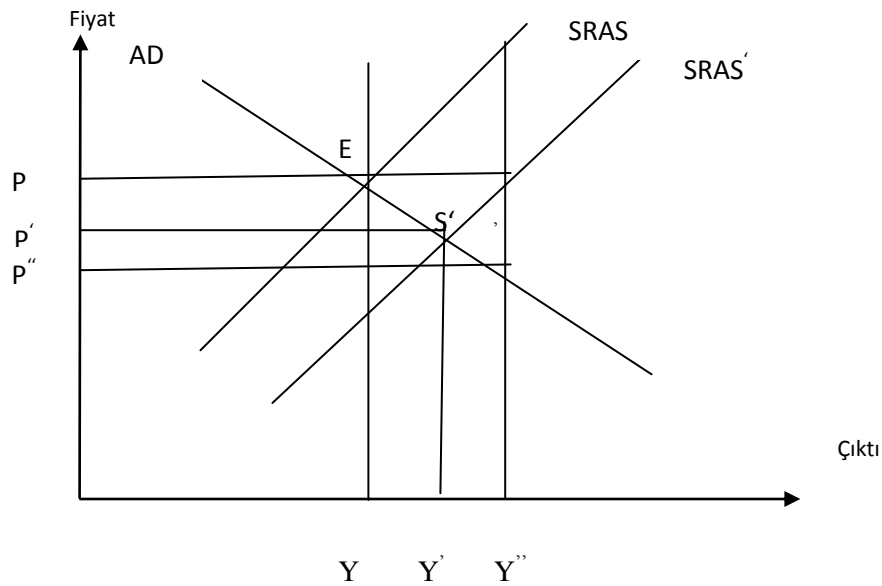


Kaynak: Demertzis et al. 1997, s. 170.

⁵ Daha fazla bilgi için bakınız: Schöck (Volkswirtschaftslehre).
de.wikipedia.org/wiki/Schock_(Volkswirtschaftslehre).

Arz şokunun etkisi Şekil 6’da açıklanmaktadır. Pozitif arz şokunun bir sonucu olarak, hem LRAS hem de SRAS eğrileri dışa doğru yönelmektedir. Kısa vadede, bu durum hasılayı arttırıp fiyatları düşürür, bu nedenle de denge noktasını E den S’’ye kaydırır. Arz eğrisi zaman içinde giderek dikeyleştikçe ekonomi S’den S’’ye doğru hareket eder. Bu, sırasıyla, fiyatlarda daha fazla düşüş, hasılda ise daha fazla artış anlamına gelir.

Şekil 6: Pozitif Arz Şokunun Etkileri



Kaynak: Demertzis et al, 1997, s. 171

Ek olarak, şokun büyüklüğü (AD den AD'ye) ve aktarımı (P den P'ye) her ülkede yaklaşık olarak aynı olduğu sürece, tek bir para politikası az maliyet getirecektir. Talep şoklarının aksine, arz şokları hasılda kalıcı pozitif değişikliklerle, fiyatlarda ise negatif değişikliklerle sonuçlanır. Ama buradaki durumda, aktarım mekanizmaları önemlidir. Eğer arz ve talep eğrileri dik ise ve eğer arz için uzun dönem fiyat esnekliği varsa, o zaman uyarlanma büyük oranda fiyatlar üzerinden gerçekleşecektir. Durum talep şoklarında böyledir. Bir parasal birlik içerisinde simetri ve şokların aktarımı tek bir para politikasının uygun olduğu anlamına gelecektir. Ama eğer arz ve talep eğrileri daha yatık ise ve arz uzun dönemde fiyata göre esnek değilse, o zaman uyarlanma büyük

oranda hasıla aracılığıyla yapılacaktır. Böyle bir durumda, fiyatlar kadar hasılda da istikrar amaçlanırsa ve eğer arz şokları talep şokları kadar önemliyse, ek politikalara (mali ve arz yönlü) ihtiyaç duyulacaktır. Her iki durumda da, şokların büyüklüğü veya bu şokların aktarımı açısından ülkeler arasında farklılık varsa, tek bir para politikası kayda değer maliyetler getirecektir (Demertzis and et al., 1997: 169-171).

Yani, aynı ters şokun iki ülkeyi vurması ve bu şokların yeterince benzer olması durumunda, karşılıklı döviz kurlarının değişmesine gerek yoktur. Fakat asimetrik bir şok varsa durum çok farklı olur. Örneğin, eğer A ülkesinde ters şok yaşanır da B ülkesinde yaşanmazsa, bu durumda A'nın parası reel değer kaybına uğramalıdır.

2.2 GELENEKSEL VE YENİ TEORILERE DAYALI AMPİRİK TESTLER

Bir parasal birliğe katılmanın temel maliyeti para politikası araçları üzerindeki kontrolün kaybedilmesidir. Böylesi bir kayıp, bu araçlar bir alanda sadece bir ülkeyi etkileyen veya ülkeleri farklı şekillerde etkileyen makroekonomik dengesizliklere karşı istikrar mekanizmaları olarak önemli bir rol oynadıklarından kritik olacaktır. *“Alternatif uyarlanma mekanizmaları makroekonomik istikrarın sağlanması için gereklidir, çünkü ‘asimetrik şoklar’ olarak bilinen bu tür makroekonomik dengesizliklerle ortak bir para politikası ile baş edilemez”* (Ramos ve Suriñach, 2004).

Şoklar üzerinde çalışmanın zorluğu onların temel özelliklerini belirlemede ve eleştirilere dayanabilecek araştırma yöntemleri seçmede yatmaktadır. Yapısal şokları tanımlamak ve etki-tepki fonksiyonlarını ve varyans ayrıştırmasını elde etmek için Bayoumi ve Eichengreen (1993, 1996) Blanchard ve Quah'ı (1989) izleyerek uzun dönemli kısıtlar kullanmışlardır. İlk olarak, hasıla üzerinde kalıcı bir etki yaratan şokları arz dengesizlikleri, hasıla üzerinde geçici bir etki yaratan şokları da talep dengesizlikleri olarak yorumlamak tartışmalıdır. Çünkü reel değişkenler üzerinde kalıcı bir etki (örneğin, kamu harcamasında kalıcı bir artış) yaratan geçici arz şoklarının (örneğin petrol fiyatlarındaki artışlar) veya talep şoklarının verilerinin baskın olması muhtemeldir. Bu tür bir çalışmanın sonuçlarının sorgulanabileceği ve bu nedenle diğerleri ile karşılaştırılması gerektiği göz önünde bulundurulmalıdır.

Şokların fiyatlar ve hasıla üzerindeki etkisi açısından ne bekleyebiliriz? Bayoumi ve Eichengreen (1993) talep şoklarının hasıla üzerinde sadece geçici bir etki yarattığı varsayımının, hasılanın iki şoka tepkisi üzerinde bir etkisi olduğunu, fakat sonuçta fiyatlar üzerindeki etkileri hakkında herhangi bir şey söylemediğini belirtmişlerdir. Toplam arz -toplam talep modeli talep şoklarının hem kısa, hem de uzun dönemde fiyatları arttırması gerektiğini, arz şoklarının ise fiyatları düşürmesi gerektiğini ifade eder. Bu tepkiler otomatik olmadığından, sonuçların yorumunu test etmek için kullanışlı olan aşırı tanımlayıcı özellikler olarak düşünülebilirler.

Parasal bir şokun sonuçları döviz kuru rejimlerine ve söz konusu aktarma mekanizmaları türüne göre farklılık gösterir. Aslında, sabit döviz kuru sisteminde ülkeye özgü parasal şokların bulunması beklenmez. Lafrance ve St-Amant (1999) bu problemi dikkate alarak Bayoumi ve Eichengreen'in (1993) sadece arz şoku asimetri derecesine odaklandığına işaret etmektedirler. Ancak sabit döviz kuru sisteminde para politikasının aktarma mekanizmaları önemli rol oynar. Grup ülkeleri arasındaki çok farklı aktarma mekanizmalarının tek bir para birimini benimsemelerini güçleştireceğini vurgulamak önem arz etmektedir.⁶ Aktarma mekanizmaları, finansal aracılık derecesi, dünya ekonomisine açıklık ve bankacılık sektöründe rekabet gibi birçok nedenden ötürü farklılık gösterir.

Normal olarak bu noktada para şokları ile ekonomik değişkenler arasındaki ilişki merak edilebilir. Bofinger (1994) klasik OPS teorisinin temel olarak reel şokların asimetrisini ve bunların farklı parasal rejimler altında enflasyon ve işsizlik üzerindeki etkisini dikkate aldığını iddia etmiştir. Ayrıca asimetric parasal şoklarla ilgili sermaye hareketlerinin, tam sermaye hareketliliği altında makroekonomik değişkenlerle bir ilişkisi olmadığını da göstermiştir. Bunun yanı sıra, bu tür şoklardan kaçınma parasal birliklerin başlıca yararadır.

Aslında bir parasal birliğe katılmanın maliyetleri, belli bir ölçüde, örneğin Avro bölgesindeki konjonktürler ile katılan ülkelerdeki konjonktürler arasındaki benzersizliğe dayanır (Ramos ve Suriñach, 2004). Örneğin, Frenkel ve Nickel (2005) Avro alanı ile Orta ve Doğu Avrupa Ülkeleri arasında şoklarda ve uyarlanma süreçlerinde hala önemli

⁶ Bu analiz ile ilgili daha fazla bilgi için 3. bölüme bakınız.

farklılıklar olduğunu ortaya koymuşlardır. Merkezi ve Doğu Avrupa Ülkeleri ile (CEEC) ile Avro alanı arasında şoklarda ve şok emme süreçlerindeki farklılıklara rağmen yazarlar bu farklılıklarda zaman içinde bir azalmanın gerçekleştiğine dair belirtilere rastlamışlardır. Bu süreç sonraki birkaç yılda devam ederse, Avroyu benimsemek için CEEC'lerin hazır olduğuna dair tartışmalarda sıklıkla dile getirilen şok temelli endişeler zaman içinde azalacaktır.

McKinnon (1963) ve Kenen (1969) vb. tarafından izlenen Mundell'in (1961) ilk katkıları OPS teorisine ilişkin izleyen çalışmaların temelini oluşturmaktadır. Bu ilk çalışmalar 1960'larda ve 1970'li yılların ortalarında, sabit/esnek döviz kuru seçimi hakkındaki yoğun tartışmalar içinde gerçekleştirildi. Bu çalışmaların amacı bir ülkenin bir para alanına katılıp katılmaması gerektiğini belirleyen kriterleri tanımlamaktır. İzlenen strateji, para alanına katılmakla bir ülkenin karşılaşacağı temel yararları ve maliyetleri tanımlamayı içeriyordu. Her katılımcı için yararlar maliyetleri aşarsa para alanının optimal olduğu ifade edilir.

Daha yakın tarihli araştırmalar ise, para alanına katılmanın sonuçları üzerine, özellikle de katılımın şok deneyimi üzerinde yaratacağı etki üzerine odaklanmıştır. Bu bağlamda değerlendirildiğinde *Avrupa Para Birliğinin genişlemesine ilişkin literatürün çoğu iki genel boyuta odaklanmaktadır. İlk boyut, katılımcı ülkelerde sermaye akımları ile para krizlerinin analizi ile ilgilidir. İkinci boyut, Avro alanına katılmanın faydalarının, ilgili maliyetleri aşıp aşmayacağına ilişkin analizi ile ilgilidir* (Ramos ve Suriñach, 2004). Bu anlamda, katılımcı ülkelerin Avro alanına katılmanın faydalarından uzun dönemde yararlanması beklenirken, para politikası bağımsızlığı açısından yaşanacak kayıp ise yakın dönemde problemler yaratabilir.⁷

Ramos ve Suriñach (2004) daha yakın tarihli çalışmalar ile OPS ile ilgili geleneksel görüş arasındaki bir farklılığın, para alanı kurulduğunda asimetric şoklara ne olacağı yönündeki ilgide yattığını öne sürmüşlerdir. Bu, katılma durumunu inceleyen çeşitli çalışmalarda ele alınan en yaygın konudur. Buradaki fikir, konjonktürel eşzamanlılığın parasal birlik için pozitif bir gösterge olduğudur. Çünkü bu, tek para politikasının tüm birlik üyeleri için genel olarak uygun olacağını gösterir.

⁷ Sermaye akımları ve parasal birleşmenin boyutları ile ilgili daha fazla bilgi için 4. bölüme bakınız.

Bu analize göre, birçok yazar katılımcı ülkelerdeki para politikalarının Avro alanındaki parasal koşullardan oldukça etkilendiğini savunmaktadır. Eğer gerçekten durum böyleyse Avroya geçildiğinde parasal bağımsızlığı kaybetmenin maliyetleri azalacaktır. Ayrıca, OPS araştırmalarındaki bir alan OPS'nın kendi statüsü ile, diğer bir değişle gerçekten içsel olarak ele alınıp alınamayacağı ile ilgilenmektedir. Lucas'a (1976) göre ekonomi politikasındaki değişimler ekonomik yapıda değişimlere sebep olabilir ki, bu da *ex-post* verilere dayanarak *ex-ante* politikaları analiz etmeyi güçleştirecektir. Ayrıca, OPS literatürü bağlamında, Frankel ve Rose (1998) OPS kriterlerinin içsel olabileceğini öne sürmüştür. Bu yazarlara göre, bir parasal birlik daha çok ticarete neden olacak ve bu da konjonktürel eşzamanlılık derecesini arttıracaktır. Öte yandan, bu birlik kurulduğunda, katılımcı ülkelerin entegrasyon derecesini arttıran tek bir para politikası olacaktır. *Ex-post* korelasyonlar *ex-ante* korelasyonlardan daha yüksek olacaktır.

“İçsellik problemi” olarak anılan bu problem bu çalışmada ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Buna göre, bu problem için önemleri dikkate alınarak sermaye hareketleri ve parasal birleşme konularına özel bir ilgi verilmiştir.

2.3 AVRUPA PARASAL BİRLİĞİNDE İKTİSADİ ŞOKLARIN ANALİZİ

Bu bölümde, APB'nin iktisadi şoklar açısından analizi üzerinde durulacaktır. Yapısal şokları tanımlamak ve etki-tepki fonksiyonlarını ile varyans ayrıştırmalarını elde etmek için Blanchard ve Quah'ın (1989) yaklaşımı çerçevesinde uzun dönem kısıtlarından yararlanılmaktadır. Bu bölümde, arz ve talep şoklarının büyüklüğü, uyarlanma hızı ve korelasyonları farklı ülkeler için hesaplanmaktadır.

2.3.1 Tahmin Yöntemi: Yapısal Var (SVAR)

Bu model Bayoumi ve Eichengreen (1993, 1994) ve Bayoumi ve Thomas (1995) tarafından ileri sürülen bir süreç kullanarak tahmin edilmektedir. Bayoumi ve Eichengreen ile Bayoumi ve Thomas, bir çift zaman serisi değişkenine yönelik geçici

şokları kalıcı şoklardan ayırt etmek için Blanchard ve Quah (1989) tarafından ortaya konulan bir prosedür kullanılmaktadır. Δy_t ve Δx_t hasıladaki değişimi ve fiyatlardaki değişimi göstermektedir ve bunlar reel GSYİH ve zımni GSYİH deflatörünün logaritmik farkları olarak hesaplanmıştır.

$$X_t = \begin{bmatrix} \Delta Y_t \\ \Delta P_t \end{bmatrix}$$

VAR'ın temel yapısı aşağıdaki gibi şekillenebilir:

$$BX_t = \Gamma_0 + \Gamma_1 X_{t-1} + \Gamma_2 X_{t-2} + \dots + \Gamma_m X_{t-m} + \varepsilon_t$$

(1)

Bu (1) denklemi VAR modelinin temel şeklidir. B^{-1} ile önceden çarpımı standart şekliyle vektör otoregresif modelini elde etmemizi sağlar.

$$X_t = B^{-1}\Gamma_0 + B^{-1}\Gamma_1 X_{t-1} + B^{-1}\Gamma_2 X_{t-2} + \dots + B^{-1}\Gamma_m X_{t-m} + B^{-1}\varepsilon_t$$

$$X_t = A_0 + A_1 X_{t-1} + A_2 X_{t-2} + \dots + A_m X_{t-m} + e_t$$

veya eşdeğer şekilde:

$$y_t = a_{10} + a_{11}y_{t-1} + a_{12}z_{t-1} + e_{1t} \quad (2)$$

$$z_t = a_{20} + a_{21}y_{t-1} + a_{22}z_{t-1} + e_{2t} \quad (3)$$

Burada e_t VAR denklemlerindeki kalıntıları göstermektedir. Ele alınan durumda e_t terimi, Δy_t ve Δp_t nin kendi mevcut değerleri üzerindeki gecikmeli değerlerine ilişkin regresyonun kalıntılarından oluşmaktadır. $B_{ij}(L)$ gecikme operatörü L içerisindeki polinomlardır ve dolayısıyla $B_{ij}(L)$ bireysel katsayıları $b_{ij}(m)$ ile gösterilmektedir.

(2) ve (3) denklemleri standard biçimli VAR (SVAR) olarak isimlendirilirler. Hata terimleri iki şokun (ε_{dt} ve ε_{st}) bileşenleridir. VAR'ın standart biçimini tahmin etmek için OLS kullanabiliriz. OLS kullanarak tahmin edilen şokları elde edebiliriz: e_{yt} ve e_{pt} . $e_t = B^{-1}\varepsilon_t$ olduğu için, bu formülü kullanarak ε_{dt} ve ε_{st} yi tahmin edebiliriz.

Gerçek modelin, sınırsız hareketli ortalama ile ifade edilen X_t değişkenler vektörü ve eşit sayıda şoklar ε_t ile gösterilebileceği bir sistem düşünelim. Bu, L gecikme operatörü kullanılarak şu şekilde ifade edilebilir:

$$X_t = [(I + A_0) - A(L)]^{-1} e_t$$

$$X_t = [(I + A_0 - I + A(L) + A(L)^2 + \dots)] e_t$$

$$X = B_0 e_t + B_1 e_{t-1} + B_2 e_{t-2} + B_3 e_{t-3} + \dots$$

$$X_t = \sum_{i=0}^{\infty} L^i B_i \varepsilon_t$$

Bu ayrıca bir matris şeklinde de yazılabilir:

$$\begin{bmatrix} \Delta y_t \\ \Delta p_t \end{bmatrix} = \sum_{i=0}^{\infty} L^i \begin{bmatrix} b_{11i} & b_{12i} \\ b_{21i} & b_{22i} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{dt} \\ \varepsilon_{st} \end{bmatrix}$$

Burada y_t ve p_t , hasıla ve fiyatların logaritmalarının doğal değişimlerini göstermektedir, ε_{dt} ve ε_{st} ise bağımsız arz ve talep şoklarıdır. *Bu çerçevede, arz şoklarının hasıla seviyesi üzerinde kalıcı etkileri olduğunu, talep şoklarının ise sadece geçici etkilerinin olduğunu belirtmektedir. Her ikisinin de fiyat seviyesi üzerinde kalıcı etkileri vardır.*

$e_t = B \varepsilon_t$ deyince, ele alınan ikiye-iki durumunda, B matrisinin dört elementini tanımlamak için dört kısıta ihtiyaç duyulduğu açıktır. Bu sınırlamalardan iki tanesi, ε_{dt} and ε_{st} şoklarının varyansını tanımlayan basit normalleştirilmelerdir. Üçüncü bir sınırlama da arz ve talep şoklarının ortogonal olduklarının varsayılmasından ileri gelmektedir. Son sınırlama, ki bu da B matrisinin eşsiz olmasına olanak sağlamaktadır, talep şoklarının hasıla üzerinde sadece geçici etkileri olmasıdır. Bu durum aşağıdaki gibi gösterilebilir (Enders, 1995:334).

$$\sum_{i=0}^{\infty} b_{11}(i) \varepsilon_{dt-i} = 0$$

Bayoumi ve Eichengreen (1994: 12), hasıla üzerinde kalıcı bir etkiye sahip şokların arz düzensizlikleri ve hasıla üzerinde geçici etkiye sahip şokların talep düzensizlikleri olarak yorumlanmasının tartışmalı olduğunu söylemektedirler. Geçici arz şoklarının veya reel değişkenler üzerinde kalıcı etkiye sahip talep şoklarının verilerimizde ağır bastığı düşünülebilir. Kısıt, hasılanın her iki şoka verdiği tepkiyi ifade etse de, fiyatların verdiği tepki ile ilgili hiçbir şey söylememektedir. Toplam arz ve talep modeli, pozitif arz şoklarının fiyatları düşüreceğini, pozitif talep şoklarının ise fiyatları yükselteceğini söylemektedir. Fakat bu modelde tepkiler belirtilmediği için, arz

açısından kalıcı hasıla düzensizliklerini ve talep açısından geçici hasıla düzensizliklerini yorumlayışımızı test etmek için yararlı olacak “aşırı belirleyici sınırlamalar” olarak düşünülebilir. Diğer bir deyişle, etki-tepki fonksiyonları, vektör otoregresyonu ile ilgili yapısal yorumumuzun geçerliliğini direkt olarak test etmek için kullanılabilir. Enders, Blanchard ve Quah tekniğinin özellikle faydalı olan bir yanının, ekonomik bir zaman serisinin geçici ve kalıcı bileşenlerine eşsiz ayrışmasını sağlaması olduğunu söylemektedir (Enders, 1995:343).

Bu çalışmada şu şekilde bir hipotez kullanılmıştır: Bir parasal birliğe katılan bir ülke artık kendi para politikasını kullanamamaktadır. APB’ye üye olan ülkelerin ekonomilerine yönelik arz ve talep şokları ve ekonomik yapıları veri iken, Türkiye ekonomisinin karşılaştığı şoklar ve ekonomik yapısı ile APB üye ülkelerinin karşılaştığı şoklar ve ekonomik yapıları farklıysa, Türkiye’nin APB’ye üyeliği Türkiye ekonomisinin aleyhine sonuçlar doğurur. Bu durumda Türkiye APB’ye üye olmamalıdır. Bu şekilde aynı zamanda APB’nin bir OPS olup olmaması sorusuna da cevap verilmektedir.

Konunun açıklamasına geçmeden önce, bu konuda yapılan çalışmalara değinecek olursak örneğin, Bayoumi ve Eichengreen’in (1994) analizlerinde Belçika, Danimarka, Fransa, Almanya ve Hollanda’dan oluşan bir çekirdek grubun bulunduğunu görebiliriz. Bu çekirdek grup diğer APB üye ülkelere göre daha küçük şoklara, daha yüksek uyum sağlama hızına ve ekonomileri arasında daha yüksek korelasyona sahip olduğu görülmektedir. Türkiye ve İngiltere açısından yapılan analizlere değinecek olursak örneğin, Samsar’ın (2003) analizinde Türkiye ve İngiltere’nin APB’ye üye olmaları halinde para politikası bağımsızlıklarından vazgeçmelerinin bu iki ülke için yüksek maliyeti olacağını göstermiştir. Bundan ilave APB’nin de OPS olmadığı sonucuna varılmıştır.

2.3.2 Veri Analizi

Uluslararası Para Fonu’nun Uluslararası Finansal İstatistikler CD-ROM’undan (Temmuz 2004) ve Türkiye Cumhuriyeti Devlet Planlama Teşkilatı’nın internet

sitesinden (<http://www.dpt.gov.tr/ing/>) 1980-2004 arası için yıllık veriler kullanılmaktadır. Şu ülkelerle ilgili veriler toplanmıştır: Avusturya (AUS), Belçika (BEL), Danimarka (DEN), Finlandiya (FIN), Fransa (FR), Almanya (GER), Yunanistan (GR), İtalya (IT), Hollanda (NET), Macaristan (HUN), Polonya (POL), Portekiz (POR), İrlanda (IR), Malta (MAL), Romanya (ROM), İspanya (SP), İsveç (SW), Türkiye (TUR) ve Birleşik Krallık (UK). Her ülke için büyüme ve enflasyon, reel GSYİH ve zımni GSYİH deflatörünün logaritmalarının birinci farkı olarak hesaplanmıştır. Fiyatları ölçmek için GSYİH deflatörü kullanılmıştır, çünkü tüketim fiyatından ziyade hasıla fiyatını yansıtmaktadır.

Arz ve talep düzensizliklerini tahmin edip analiz etmeden önce, veriler doğrudan analiz edilmektedir. Tablo 8 ve 9 her ülke için büyümenin (reel hasılanın logaritmasındaki değişim olarak ölçülen) ve enflasyonun (GSYİH deflatörünün logaritmasındaki değişim) ortalamasını ve standart sapmasını göstermektedir. Basit ortalamalar Türkiye’de bu dönemdeki yüksek enflasyon seviyesini (Türkiye bu dönemde tüm ülkeler arasında en yüksek enflasyon seviyesine sahip) ve büyümeyi vurgulamaktadır. Standart sapmalar ayrıca Türkiye’nin görece kararsız büyüme ve enflasyon oranlarına sahip olduğunu göstermektedir.

Tablo 8: Ülke Enflasyonlarının Standart Sapmaları Ve Ortalaması
(Ham Verinin Logaritmasının Birinci Farkı Olarak)

Ülkeler	Ortal ama	Standart Sapma
Avusturya	0.013	0.007
Belçika	0.012	0.009
Danimarka	0.017	0.013
Finlandiya	0.017	0.015
Fransa	0.015	0.014
Almanya	0.010	0.008
Yunanistan	0.056	0.034
Macaristan	0.054	0.031
İrlanda	0.022	0.017
İtalya	0.028	0.020
Malta	0.010	0.009
Hollanda	0.010	0.007
Polonya	0.150	0.185
Portekiz	0.047	0.035
Romanya	0.150	0.173
İspanya	0.028	0.015
İsveç	0.020	0.015
Türkiye	0.193	0.058
Birleşik krallık	0.019	0.011

Tablo 9: Ülkelerin GSYİH Artışlarının Standart Sapmaları Ve Ortalaması
(Ham Verinin Logaritmasının Birinci Farkı Olarak)

	Ortalama	Standart Sapma
Avusturya	0.009	0.006
Belçika	0.010	0.010
Danimarka	0.007	0.008
Finlandiya	0.010	0.013
Fransa	0.015	0.014
Almanya	0.010	0.011
Yunanistan	0.010	0.009
Macaristan	0.006	0.018
İrlanda	0.023	0.013
İtalya	0.007	0.005
Malta	0.010	0.009
Hollanda	0.010	0.009
Polonya	0.010	0.026
Portekiz	0.010	0.011
Romanya	0.001	0.025
İspanya	0.012	0.008
İsveç	0.010	0.009
Türkiye	0.018	0.020
Birleşik Krallık	0.010	0.009

Tablo 10 ve tablo 11 farklı ülkeler için GSYİH artışı ve enflasyon arasındaki korelasyon katsayılarını göstermektedir.

Pozitif korelasyonlar ($p=0$) için 0,47'lik bir kritik değer hesaplanmıştır. Korelasyon katsayısı (ρ) şu şekilde tanımlanabilir:

$$\rho = \text{cov}(x,y)/(\sigma_x\sigma_y)$$

ρ , her karşılıklı bağımlılık katsayısının olması gerektiği gibi, x ve y 'nin simetrik bir fonksiyonudur. Ortalamalar hakkında homojen bir moment fonksiyonu olduğu için, köken ve ölçek değişimleri altında değişken değildir. $\text{cov}(x,y)=0$ olduğu zaman $\rho=0$ olur. Denklemler arasında hiç korelasyon yok ise, x_t ve y_t denklemlerinde kalıntılar zorunlu olarak şoklara eşdeğer olacaktır (Kendall ve Stuart, 1967:287).

Standart sapmalar ve ortalamalar, ülkeler arasındaki hasıla dalgalanmalarının enflasyon dalgalanmalarından genellikle bir miktar daha küçük olduklarını göstermektedir. Ayrıca, diğer ülkelerle kıyaslandığında Türkiye'nin nispeten daha kararsız bir ekonomik gelişme yaşadığı açıktır. Belirgin bir şekilde, Türkiye'nin enflasyon değişkenliği bu dönemde çok daha yüksektir (Romanya, Polonya ve Macaristan 1990'lardan itibaren kendi içlerinde hem büyümede hem de deflatörde yüksek volatiliteye sebep olan bir ekonomik dönüşüm sürecinden geçmişlerdir). Dikkatimizi Birleşik Krallık'a çevirirsek, diğer ülkelerle kıyaslandığında pek bir fark yoktur. Büyüme ve deflatörün standart sapmalarını ve ortalamalarını kullanarak, ülkeleri beş gruba ayırabiliriz. İlk grup Avusturya, Belçika, Almanya, Danimarka, Hollanda, Fransa ve Finlandiya'dan oluşmaktadır. Bu grup çok daha küçük büyüme ve enflasyon dalgalanmaları göstermektedir. İkinci grup Yunanistan, İspanya, İtalya, Birleşik Krallık, İrlanda ve İsveç'ten oluşmaktadır. Üçüncü ülke grubu, hepsi de dönüşüm sıkıntıları yaşayan Polonya, Macaristan, Romanya ülkelerinden oluşmaktadır. Dördüncü grupta Portekiz vardır. Beşinci grupta da sadece, büyüme ve enflasyon değişkenliğinin göreceli olarak yüksek olduğu Türkiye vardır.

Tablo 10 ve 11 her ülke için büyümenin ve deflatörün korelasyon katsayısını göstermektedir. Bu tablolar, 5 ülkeden oluşan bir çekirdek grubun (Avusturya, Belçika, Fransa, Almanya, Finlandiya ve Hollanda) hem grup içerisinde hem de diğer Avrupa ülkeleri ile son derece bağlantılı büyüme ve deflatör oranlarına sahip olduklarını göstermektedir. Diğer grup (Danimarka, İspanya, İsveç, İtalya ve Birleşik Krallık) çekirdek ülkelerle göreceli olarak yüksek korelasyonlara sahipler, fakat diğer ülkelerle böyle bir durum yoktur. Büyüme korelasyonlarına kıyasla, Avrupa enflasyon oranlarının ülkeler arası korelasyonları net bir şekilde tanımlanmış grupların varlığını göstermemektedir. Türkiye'nin hem büyümede, hem de enflasyonda diğer ülkelerle hemen hemen hiç bir anlamlı korelasyona sahip olmadığı görülebilir. Doğu Avrupa ülkeleri de (Polonya, Macaristan ve Romanya) hem büyümede hem de enflasyonda neredeyse hiç bir anlamlı korelasyona sahip değildir, çünkü bu ülkelerin ekonomilerinde önemli yapısal değişiklikler meydana gelmiştir.

Tablo 10: Farklı Coğrafi Bölgeler Arasında Deflatörlerin Korelasyonları

	DLN AVS DEF	DLN BEL DEF	DLN DAN DEF	DLN FIN DEF	DLN FR DEF	DLN ALM DEF	DLN YUN DEF	DLN MAC DEF	DLN İR DEF	DLN İT DEF	DLN MAL DEF	DLN HOL DEF	DLN POL DEF	DLN POR DEF	DLN ROM DEF	DN İSP DEF	DLN İSV DEF	DLN TÜR DEF	DLN BK DEF
DLN AVSDEF	1																		
DLN BELDEF	0.56	1																	
DLN DAN DEF	0.70	0.57	1																
DLN FINDEF	0.60	0.63	.83	1															
DLN FRDEF	0.74	0.66	0.94	0.82	1														
DLN ALMDEF	0.67	0.45	0.39	0.30	0.44	1													
DLN YUNDEF	0.47	0.48	0.48	0.66	0.52	0.54	1												
DLN MACDEF	-2.88E- 17	-0.19	-0.50	-0.44	-0.50	0.24	-0.04	1											
DLN İRDEF	0.55	0.49	0.88	0.73	0.88	0.25	0.25	-0.57	1										
DLN İTDEF	0.73	0.63	0.94	0.89	0.94	0.48	0.65	-0.42	0.83	1									
DLN MALDEF	0.21	-0.07	0.14	0.08	0.13	0.33	0.08	0.07	0.12	0.06	1								
DLN HOLDEF	0.45	0.48	0.49	0.38	0.48	0.24	0.07	-0.26	0.65	0.46	0.07	1							
DLN POLDEF	0.03	0.22	0.22	0.27	0.05	0.23	0.42	0.36	0.02	0.20	0.09	0.01	1						
DLN PORDEF	0.39	0.43	0.62	0.67	0.65	0.35	0.64	-0.51	0.43	0.70	0.05	-0.02	0.13	1					
DLN ROMDF	-0.06	-0.20	-0.51	-0.61	-0.41	0.26	-0.27	0.65	-0.39	-0.49	0.24	-0.12	-0.17	-0.50	1				
DN İSPDEF	0.75	0.60	0.81	0.76	0.86	0.52	0.57	-0.32	0.65	0.84	0.11	0.21	0.20	0.79	-0.42	1			
DLN İSVDEF	0.30	0.09	0.62	0.64	0.51	0.16	0.53	-0.25	0.45	0.65	-0.04	0.12	0.48	0.62	-0.64	0.54	1		
DLNTÜR DEF	-0.29	-0.25	-0.61	-0.43	-0.57	-0.24	-0.22	0.66	-0.58	-0.59	0.24	-0.28	0.09	-0.62	0.51	-0.53	-0.47	1	
DLNBK DEF	0.62	0.41	0.69	0.70	0.60	0.57	0.67	-0.05	0.56	0.77	0.25	0.52	0.51	0.40	-0.32	0.52	0.67	-0.29	1

Tablo 11: Farklı Coğrafi Bölgeler Arasında GSYİH'ların Korelasyonları

	DLN AVS GSH	DLN BEL GSH	DLN DAN GSH	DLN FIN GSH	DLN FR GSH	DLN ALM GSH	DLN YUN GSH	DLN MAC GSH	DLN İR GSH	DLN İT GSH	DLN MAL GSH	DLN HOL GSH	DLN POL GSH	DLN POR GSH	DLN ROM GSH	DN İSP GSH	DLN İSV GSH	DLN TÜR GSH	DLN BK GSH
DLN AVSGSH	1																		
DLN BELGSH	0.59	1																	
DLN DAN GSH	0.08	0.19	1																
DLN FINGSH	0.18	.25	0.40	1															
DLN FRGSH	0.28	0.51	0.08	0.49	1														
DLN ALMGSH	0.38	0.36	-0.10	-0.42	0.003	1													
DLN YUNGSH	0.27	0.54	0.33	0.39	0.55	0.15	1												
DLN MACGSH	-0.16	0.16	0.33	0.80	0.44	-0.74	0.31	1											
DLN İRGSH	0.40	0.59	0.15	0.48	0.40	-0.08	0.65	0.44	1										
DLN İTGSH	0.28	0.55	0.43	0.27	0.43	0.51	0.48	0.10	0.26	1									
DLN MALGSH	0.48	0.45	-0.16	0.03	0.34	0.49	0.17	-0.21	0.32	0.31	1								
DLN HOLGSH	0.59	0.58	0.46	0.25	0.20	0.36	0.38	-0.02	0.41	0.56	0.20	1							
DLN POLGSH	-0.03	0.30	0.59	0.49	0.16	-0.25	0.38	0.52	0.36	0.23	0.06	0.26	1						
DLN PORGSH	0.70	0.72	0.10	0.23	0.50	0.24	0.40	0.15	0.49	0.39	0.47	0.41	-0.03	1					
DLN ROMGSH	-0.40	-0.39	0.38	0.39	-0.07	-0.67	-0.06	0.55	-0.05	-0.10	-0.39	-0.23	0.34	-0.34	1				
DN İSPGSH	0.64	0.61	0.24	0.53	0.54	0.32	0.61	0.25	0.61	0.67	0.29	0.55	0.16	0.63	-0.20	1			
DLN İSVGSH	-0.18	-0.05	0.27	0.34	3.10E-17	-0.14	-0.08	0.25	0.19	0.19	0.09	0.12	0.49	-0.38	0.42	4.60E-17	1		
DLN TÜRGSH	-0.05	-0.2	-0.24	0.11	-0.09	-0.15	-0.43	-0.03	-0.16	-0.29	0.20	-0.36	0.06	-0.29	0.08	-0.12	0.23	1	
DLN BKGS	0.10	0.16	0.71	0.59	0.28	-0.29	0.23	0.60	0.10	0.42	-0.08	0.31	0.73	0.09	0.53	0.32	0.46	0.007	1

2.4 TAHMİN SONUÇLARI

2.4.1 Arz Şoklarının Korelasyonu

Tablo 13. ülkeler arasında arz düzensizliklerinin korelasyonunu göstermektedir. Pozitif korelasyonlar için 0.29'luk bir kritik değer bulunmuştur. Sonuçlar, Belçika, Yunanistan, İspanya ve Hollanda'nın diğer ülkelerle oldukça yüksek korelasyon katsayılarına sahip olduklarını göstermektedir. Avusturya, Finlandiya, Fransa, Birleşik Krallık, Portekiz, İtalya ve Danimarka'nın korelasyon katsayıları da diğer ülkelerle kıyaslandıklarında anlamlıdır, ama bu ülkeler ilk grup kadar çok anlamlı katsayıya sahip değildir. Ama Türkiye, İsveç'le birlikte, önemli bir korelasyon katsayısına sahiptir.

2.4.2 Talep Şoklarının Korelasyonu

Tablo 12. ülkeler arasındaki talep düzensizliği korelasyonunu göstermektedir. Talep düzensizliklerine para ve maliye politikalarının etkisi de dahildir, bu nedenle, gerçekleşme olasılıkları arz düzensizliklerine göre daha azdır. İrlanda, İtalya ve İsveç diğer ülkelerle herhangi bir anlamlı korelasyon katsayısına sahip değilken, Finlandiya, İspanya ve Belçika en anlamlı katsayılara sahiptir. Birleşik Krallık göreceli olarak daha anlamlı arz korelasyonlarına sahip olmasına rağmen Avrupa Para Birliği'nin çekirdek ülkeleri ile hiçbir anlamlı talep korelasyonuna sahip olmadığını özellikle vurgulamak gerekmektedir. Tablo 12, Türkiye'nin Finlandiya ve Hollanda'yla anlamlı korelasyon katsayılarına sahip olduğunu göstermektedir. Belçika ve Avusturya'yı ele alırsak Belçika'nın hem talep, hem de arzda daha anlamlı korelasyonlara sahip olduğunu görebiliriz. Tablo 12 ve 13'e bakıldığında, Avrupa içerisinde talep düzensizliklerinin arz düzensizliklerinden daha önemli olduğu söylenebilir.

Tablo 12: Farklı Coğrafi Bölgeler Arasında Talep Şoklarının Korelasyonları

	TALEP AVS	TALEP BEL	TALEP DAN	TALEP FIN	TALEP FR	TALEP ALM	TALEP YUN	TALEP MAC	TALEP İR	TALEP İT	TALEP MAL	TALEP HOL	TALEP POL	TALEP POR	TALEP ROM	TALEP İSP	TALEP İSV	TALEP TÜR	TALEP BK
TALEP AVS	1																		
TALEP BEL	0.18	1																	
TALEP DAN	0.15	0.24	1																
TALEP FIN	0.29	0.52	0.12	1															
TALEP FR	0.26	0.16	-0.03	-0.15	1														
TALEP ALM	-0.24	-0.14	0.05	-0.08	0.27	1													
TALEP YUN	0.24	0.38	-0.15	0.36	-0.02	-0.30	1												
TALEP MAC	0.21	0.06	0.20	0.51	-0.02	0.36	0.20	1											
TALEP İR	-0.36	0.23	0.14	-0.02	0.24	0.12	-0.22	-0.40	1										
TALEP İT	0.14	-0.27	0.28	-0.36	0.10	0.21	-0.46	-0.17	0.20	1									
TALEP MAL	-0.08	-0.19	-0.10	-0.03	0.20	0.36	-0.61	0.10	-0.05	0.06	1								
TALEP HOL	0.04	0.23	0.17	0.29	-0.13	-0.20	0.09	-0.06	0.04	-0.21	-0.19	1							
TALEP POL	0.11	0.31	0.25	0.42	-0.22	-0.12	0.29	0.31	0.13	-0.07	-0.55	0.28	1						
TALEP POR	-0.08	-0.28	0.00	-0.16	-0.01	-0.18	0.09	-0.22	-0.08	-0.46	0.06	-0.01	-0.10	1					
TALEP ROM	-0.09	-0.07	-0.09	-0.17	0.49	0.22	-0.13	-0.11	0.15	0.16	-0.01	-0.02	-0.32	-0.35	1				
TALEP İSP	0.46	0.02	0.43	0.27	0.06	-0.16	0.15	0.14	-0.22	-0.13	0.07	0.06	0.16	0.52	-0.26	1			
TALEP İSV	-0.28	0.11	0.14	0.03	-0.08	0.02	0.14	-0.03	0.21	0.06	-0.27	-0.16	0.17	-0.21	0.09	0.06	1		
TALEP TÜR	0.20	0.30	-0.06	0.34	0.27	-0.01	0.23	0.27	-0.29	-0.20	0.20	0.47	0.07	-0.17	-0.04	-0.02	-0.23	1	
TALEP BK	0.19	0.06	0.03	0.13	-0.08	-0.35	0.07	0.25	-0.35	0.05	0.10	0.11	-0.19	-0.21	-0.14	-0.13	-0.25	0.37	1

Tablo 13: Farklı Coğrafi Bölgeler Arasında Arz Şoklarının Korelasyonları

	ARZ AVS	ARZ BEL	ARZ DAN	ARZ FIN	ARZ FR	ARZ ALM	ARZ YUN	ARZ MAC	ARZ İR	ARZ İT	ARZM AL	ARZ HOL	ARZ POL	ARZ POR	ARZ ROM	ARZ İSP	ARZ İSV	ARZ TÜR	ARZ BK
ARZ AVS	1																		
ARZ BEL	0.30	1																	
ARZ DAN	-0.19	0.30	1																
ARZ FIN	0.15	0.25	0.28	1															
ARZ FR	0.14	0.24	-0.03	0.60	1														
ARZ ALM	0.11	0.09	-0.06	-0.32	-0.07	1													
ARZ YUN	0.13	0.55	0.37	0.25	0.45	0.28	1												
ARZ MAC	-0.06	0.21	0.27	0.64	0.39	-0.67	0.09	1											
ARZ İR	0.08	0.53	0.17	0.41	0.36	-0.35	0.45	0.31	1										
ARZ İT	-0.11	0.52	0.37	0.05	0.28	0.43	0.60	-8.13e-05	0.18	1									
ARZ MAL	0.22	0.42	0.25	0.12	0.22	0.34	0.63	-0.01	0.21	0.53	1								
ARZ HOL	0.37	0.50	0.31	0.18	0.04	0.30	0.31	-0.10	0.29	0.28	0.06	1							
ARZ POL	-0.10	0.06	0.32	0.24	0.01	0.13	0.15	0.01	0.14	0.17	0.47	0.11	1						
ARZ POR	0.52	0.74	0.28	0.11	0.07	0.10	0.36	0.14	0.28	0.36	0.23	0.60	-0.14	1					
ARZ ROM	-0.25	-0.34	0.03	0.09	0.12	-0.47	-0.27	0.30	0.04	-0.14	-0.17	-0.31	-0.25	-0.34	1				
ARZ İSP	0.30	0.41	0.13	0.60	0.45	0.19	0.44	0.14	0.35	0.44	0.12	0.57	0.07	0.50	-0.26	1			
ARZ İSV	-0.21	-0.27	0.24	0.18	0.01	-0.18	-0.09	-0.01	0.15	0.03	0.13	-0.27	0.14	-0.41	0.34	-0.04	1		
ARZ TÜR	0.15	-0.33	-0.30	0.23	-0.03	-0.14	-0.24	0.05	-0.03	-0.28	0.21	-0.31	0.16	-0.41	0.06	-0.01	0.52	1	
ARZ BK	0.18	0.13	0.38	0.60	0.38	-0.14	0.036	0.38	-0.18	0.10	0.26	-0.11	0.11	0.14	0.27	0.24	0.24	0.15	1

2.4.3 Arz ve Talep Şoklarının Büyüklüğü

Bu yöntemler, düzensizliklerin korelasyonlarına ilişkin tahminler sağlamanın yanı sıra, ilgili ekonomilerin uyarlanma boyutu ve hızı konusunda da bilgi vermektedir. Tablo 14 ve 15 bize arz ve talep şoklarının büyüklüğünü göstermektedir. Arz düzensizlikleri için belirgin bir ölçüt, potansiyel arzdaki kaymayı ölçen uzun vadeli hasıla etkisidir. Talep düzensizlikleri için, nominal GSYİH'daki kısa dönem değişikliği ölçen, hasıla ve fiyatlar üzerindeki ilk yıl etkisinin toplamı bir büyüklük ölçüsü olarak hesaplanmaktadır.

Düzensizlikler büyüdükçe, etkileri o kadar yıkıcı olacak ve onları dengelemek için kullanılabilecek enstrümanlara (para politikası gibi) yatırılacak primler de o kadar büyük olacaktır. Benzer şekilde, bir ekonominin düzensizliklere tepkisi ne kadar yavaş olursa, döviz kurunu kalıcı olarak sabitleştirmenin ve politika özerkliğini bırakmanın maliyetlerinin o kadar büyük olacağı söylenebilir. Bu tablolar bize Türkiye'nin en büyük talep şoklarına sahipken, Yunanistan'ın ise en büyük arz şoklarına sahip olduğunu göstermektedir. Türkiye'nin talep düzensizlikleri diğer ülkelerle kıyaslanamayacak düzeyde olduğu görülmektedir. Diğer ülkelere kıyasla Hollanda, Malta, Fransa, Birleşik Krallık, Avusturya, İsveç ve Almanya göreceli olarak daha küçük boyutlarda arz şoklarına sahipler. Talep şoklarına bakacak olursak, Almanya, Hollanda, Malta, Belçika, Avusturya, Fransa ve İsveç daha küçük boyutlarda talep düzensizliklerine sahipler.

Tablo 14: Arz Şokunun Büyüklüğü

Countries	Arz Şoklarının Büyüklüğü
Hollanda	0.0062
Malta	0.0064
Fransa	0.0068
BK	0.0068
Avusturya	0.0071
İsveç	0.0075
Almanya	0.0079
Danimarka	0.0116
Türkiye	0.0135
İspanya	0.0136
Belçika	0.0144
Portekiz	0.0163
İtalya	0.0179
İrlanda	0.0213
Romanya	0.0218
Finlandiya	0.0236
Macaristan	0.0333
Polonya	0.0346
Yunanistan	0.0492

Tablo 15: Talep Şokunun Büyüklüğü

Ülkeler	Talep Şoklarının Büyüklüğü
Almanya	0.004
Hollanda	0.006
Malta	0.006
Belçika	0.008
Avusturya	0.010
Fransa	0.010
İsveç	0.010
İspanya	0.015
BK	0.015
Danimarka	0.017
İtalya	0.018
İrlanda	0.022
Polonya	0.024
Yunanistan	0.032
Macaristan	0.035
Finlandiya	0.042
Portekiz	0.061
Romanya	0.073
Türkiye	0.116

2.4.4 Arz ve Talep Şoklarına Uyarlanma Hızı

Bayoumi ve Eichengreen'in bu yöntemi, ekonomilerin şoklara verdiği tepkilerin analiz edilmesine olanak vermektedir. Bu, yapısal VAR'larla ilgili etki-tepki fonksiyonlarına bakılarak yapılabilir. Uyarlanma hızının basit bir ölçümü, üçüncü yılda etki-tepki fonksiyonunun, uzun dönemdeki seviyesine oranıdır. Bu oranın yüksek çıkması hızlı bir uyarlanmanın göstergesidir; düşük bir değer ise göreceli olarak yavaş bir uyarlanma anlamına gelir. Farklı ülkelerin arz ve talep şoklarına uyarlanma hızı tablo 16 ve 17'de gösterilmektedir.

Ülkelerin talep düzensizliklerinin uyarlanma hızının arz düzensizliklerinin uyarlanma hızından daha yavaş olduğu açıkça görülüyor. Birleşik Krallık arz düzensizliklerine karşı en hızlı uyarlanma sağlamasına rağmen talep düzensizliklerine karşı neredeyse en yavaş uyarlanma hızına sahiptir (Birleşik

Krallıktan sonra Yunanistan en düşük uyarlanma hızına sahiptir). Sonuçlar, Yunanistan'ın hem arz hem de talep düzensizliklerine uyarlanma hızında en yavaş olduğunu göstermektedir. Göreceli olarak daha çok arz ve talep şokları yaşamış olmasına rağmen Romanya'nın hızlı bir uyarlanmaya sahip olduğunu söylemek de önemlidir. Tabloların gösterdiği üzere, Hollanda, Belçika, Avusturya, Fransa ve Almanya diğer ülkelerle kıyaslandıklarında en hızlı uyarlanmayı göstermektedirler. Türkiye'ye bakacak olursak, sonuçlar, arz şoklarına göreceli olarak hızlı bir uyarlanmaya sahip olduğunu göstermektedir. Fakat bunun aksine, Türkiye talep şoklarına göreceli olarak düşük bir uyarlanma hızına sahiptir. Bunun bir sebebi, talep şoklarının para ve maliye politikalarının etkisini de kapsamasıdır. Bu sonuçlar para ve maliye politikalarının bu dönemde Türkiye'de ülkenin ekonomisindeki büyük düzensizliklere sebep olacak şekilde uygulandığını göstermektedir.

Tablo 16: Arz Düzensizliklerinin Uyarlanma Hızı

Ülkeler	Arz Düzensizliklerinin Uyarlanma Hızı
BK	1.28
Romanya	1.15
Fransa	1.10
Portuguese	1.06
Türkiye	1.05
Avusturya	1.03
İtalya	0.96
Almanya	0.96
Belçika	0.89
Hollanda	0.87
İspanya	0.88
Danimarka	0.83
Finlandiya	0.83
Macaristan	0.82
İrlanda	0.74
Polonya	0.63
Malta	0.58
İsveç	0.22
Yunanistan	0.07

Tablo 17: Talep Düzensizliklerinin Uyarlanma Hızı

Ülkeler	Talep Düzensizliklerinin Uyarlanma Hızı
Hollanda	1.11
Belçika	1.02
Malta	0.99
Romanya	0.89
Almanya	0.81
Avusturya	0.76
İsveç	0.75
Polonya	0.68
İrlanda	0.66
Danimarka	0.61
İspanya	0.61
Türkiye	0.57
Fransa	0.56
Macaristan	0.48
Finlandiya	0.47
İtalya	0.43
Portekiz	0.32
BK	0.31
Yunanistan	0.25

2.4.5 Etki-Tepki Fonksiyonları ve Varyans Ayrıştırma

Burada, bu çalışmada yer alan her ülke için GSYİH'nin ve Deflatörün etki-tepki fonksiyonlarını (IRF) gösterilmektedir. Standart VAR modelinden elde edilen stokastik hata terimleri VAR dilinde etkiler veya yenilikler olarak isimlendirilmektedir. Etki-Tepki Fonksiyonu, VAR sistemindeki bağımlı değişkenin şoklara tepkisini hata terimlerinde arar. GSYİH denkleminde e_{ye} nin bir standart sapma değerinde yükseldiğini farz edelim. Böyle bir şok veya değişim, GSYİH'yı hem aynı dönem içerisinde hem de ileriki dönemlerde etkileyecektir. Ama GSYİH, Deflatör regresyonunda yer aldığı için e_{ye} değerinde meydana gelen değişimin Deflatör üzerinde de bir etkisi olacaktır. Benzer şekilde, Deflatör denklemindeki u_p değerinde bir standart sapmalık değişimin GSYİH üzerinde bir etkisi olacaktır

(Gujarati, 2003:750). IRF GSYİH ve Deflatör üzerindeki çeşitli şokları temsil etmektedir.

Etki tepki fonksiyonu, içsel bir değişkenin yeniliklerden birine verdiği tepkiyi tanımlamaktadır. Özellikle, yeniliklerden birine karşı meydana gelen bir standart sapmalı şokun içsel değişkenin mevcut ve ileriki değerleri üzerindeki etkisini izler. IRF, GSYİH ve Deflatörün çeşitli şoklara karşı davranışlarını temsil etmektedir (Enders, 1995:305).

Bu yöntem bize tahmin edilen değişkenlerin istikrarlılığının veya istikrarsızlığını gösterecektir. Örneğin, içsel bir değişkenin (bizim modelimizde GSYİH ve Deflatör) yeniliklerden birine olan tepkisi büyük ise, incelenmekte olan ekonominin istikrarsız olduğu söylenebilir. Fakat bu yöntemin kullanılması, “büyük” ve “küçük” kavramlarının ne olduğu sorusunu ortaya çıkarmaktadır. Bu nedenle de ülkeler birbirleriyle kıyaslanmaktadırlar. Bu yöntemle simetrik ve asimetrik şoklar araştırılmamaktadır. Ama bu yöntem, belli bir ekonominin diğer bir ekonomiye kıyasla volatilitelerini bulmaya yardımcı olmaktadır (Belirli ülkelere in etki tepki fonksiyonları için Ek 2’ye bakınız).

Farklı ülkelerin GSYİH ve deflatörlerinin arz ve talep şoklarına verdikleri tepkileri analiz edilmektedir (bkz ek 2.1). Örneğin, aşağıda belirli ülkelerin GSYİH ve deflatörleri için maksimum tepki dereceleri gösterilmiştir (tablo 18):

Tablo 18: Etki-Tepki Fonksiyonları

Ülkeler	Deflatörün talep şoklarına tepkisi (maksimum seviye)	GSYİH'nın arz şoklarına tepkisi (maksimum seviye)
Avusturya (AVS)	0,0041	0,0051
Belçika (BEL)	0,0067	0,0098
Danimarka (DAN)	0,0043	0,0072
Finlandiya (FIN)	0,0072	0,0012
Fransa (FR)	0,0031	0,0061
Almanya (ALM)	0,0047	0,0111
Yunanistan (YUN)	0,0126	0,0019*
Macaristan (MAC)	0,0156*	0,0153
İrlanda (İR)	0,0072	0,0105
İtalya (İT)	0,0042	0,0052
Malta (MAL)	0,0082	0,0110
Hollanda (HOL)	0,0041	0,0065
Polonya (POL)	0,0035	0,0064
Portekiz (POR)	0,0225	0,0119
Romanya (ROM)	0,1211	0,0158
İspanya (İSP)	0,0086	0,0066
İsveç (İSV)	0,0079	0,0041
Türkiye (TÜR)	0,0343*	0,0202
BK (BK)	0,0041*	0,0051

*: Değişkenin şoklara verdiği tepkinin maksimum seviyesinin ilk yılda görülmediği anlamına gelmektedir.

Bu farkların kaynağı nedir? Tabii ki, ekonomilerin farklı yapısal sistemleridir. Bu farklılıklardan kaçınmak ya da onları minimize etmek için, herhangi bir AB ülkesinin Avrupa Para Birliği'ne girebilmesi için Maastricht Antlaşmasıyla belirlenen ve yakınsama kriterleri olarak isimlendirilen şartlar vardır.

Avrupa Para Birliği, Maastricht Antlaşmasında dikkatli bir şekilde tüm ayrıntılarıyla açıklanmıştır. Tek para birimine nasıl ve ne zaman geçileceğini belirlemiş ve bir dizi kesin kurumsal düzenlemeler getirmiştir. Parasal birliğe katılmak için, her ülke, gelecekte aday olabilecek diğer tüm ülkeler için de geçerli olan aşağıdaki beş yakınsama kriterini yerine getirmek zorundadır: 1) Parasal birlik üyeliğine kabul edilebilmek için, ülkenin enflasyon oranı, Avrupa Birliği üye

lkelerinden en düşük enflasyona sahip üç ülkenin enflasyon ortalamasını 1.5 puandan fazla aşmamalıdır. 2) ikinci bir kriter, uzun dönem faiz oranlarının, en düşük enflasyona sahip üç ülkedeki oranları 2 puandan fazla aşmamasını gerektirmektedir. 3) lke, döviz kurunu, parasal birlik ye ülkelerinin para birimlerine bağlı olarak tutabilmiş olmalıdır. 4) Dördüncü yakınsama kriteri, kabul edilebilir bütçe açığına bir limit koymaktadır. Maastricht Antlaşması bütçe açığının GSYİH'ye oranının %3' aşmamasını gerektirmektedir. 5) beşinci kriter kamu borcunun maksimum seviyesidir. Borçlanma limiti GSYİH'nin %60'ıyla sınırlandırılmış, çünkü bu limit Maastricht Antlaşmasının sonuçlandırıldığı 1991 yılındaki ortalama borç seviyesi idi (Baldwin ve Wyplosz, 2006: 380-382).

Avrupa Para Birliği ye ülkeleri arasında yakınsamayı sağlamak tabii ki önemlidir. Ülkelerin çeşitli şoklara değişik tepkileri olduğunda ise, bu yakınsamaları devam ettirmek ve tek para politikası uygulamak daha zor olmaktadır.

nceki bölümde, bazı ülkeler için GSYİH ve Deflatörün standart sapmaları ve ortalaması analiz edilmektedir. Türkiye'nin büyük bir Deflatör ve GSYİH standart sapmasına sahip olduğu açıkça görünmektedir. IRF kullanarak, GSYİH ve deflatörün düzensizliklere tepkilerinin Türkiye için çok büyük olduğu söylenebilir. Diğer yandan, Türkiye için GSYİH ve deflatörün şoklara tepkileri çok değişkendir. Yani, bu dönemde, Türkiye, daha önceki bölümlerde gösterildiği gibi değişken veya istikrarsız bir ekonomik geçmişe sahiptir. Birleşik Krallık için de bu yöntem kullanarak önemli bir sonuca varılmaktadır: Birleşik Krallık için GSYİH ve deflatörün standart sapma yeniliklerine tepkileri büyük değildir, ama değişkendir. Türkiye ekonomisi ile ilgili sonuçları bir daha analiz edersek, Türkiye'nin bu dönemde istikrarsız bir ekonomiye sahip olduğu açıkça görülebilir. Yani, Türkiye ekonomisi şoklara duyarlıdır ve parasal birlikten olumsuz bir şekilde etkilenebilir. Ayrıca, Türkiye'nin yeliği AVRO alanındaki tek para politikasına ekstra bir yük getirebilir ve bir parasal birliğe katılmamalıdır. Ama Türkiye'nin 2001'den beri istikrar programını takip ettiği unutulmamalıdır.

Tepkilerin volatilitesine ve yoğunluğuna bakarak Birleşik Krallığın bir parasal birlikten olumsuz şekilde etkilenebileceği ve bu nedenle bir parasal birliğe katılmaması gerektiği söylenebilir. Fakat bu hipotezi desteklemek için daha fazla

analiz yapılması gerekmektedir. Bundan dolayı, bu şokların çeşitliliğini, büyüklüğünü ve hızını göstermek için Blanchard-Quah yöntemi kullanılmaktadır.

Ek 3’de farklı ülkeler için varyans ayrıştırmasına ilişkin bir inceleme verilmiştir.

Şok1 talep şoku anlamına gelmektedir;

Şok2 arz şoku anlamına gelmektedir;

i’nci değişkene gelen bir şok, sadece i’nci değişkeni direkt olarak etkilemekle kalmaz, aynı zamanda VAR’ın dinamik (gecikme) yapısı yoluyla diğer tüm içsel değişkenlere de aktarılır. Etki-tepki fonksiyonu, yeniliklerden birinden ileri gelen bir kerelik bir şokun içsel değişkenlerin mevcut ve ileriki değerleri üzerindeki etkilerini izler.

Etki-tepki fonksiyonları, içsel bir değişkenin yaşadığı bir şokun VAR’daki diğer değişkenler üzerine etkilerini takip ederken, varyans ayrıştırması, içsel bir değişkendeki varyasyonu VAR bünyesinde bileşen şoklarına ayırır. Bu nedenle, varyans ayrıştırması, VAR’daki değişkenleri etkilemede her rastlantısal yeniliğin görece önemi hakkında bilgi sağlar.

Hasılaya ilişkin varyans ayrıştırmaları, arz şoklarının hasıla seviyesi üzerinde kalıcı etkilere sahipken toplam talep şoklarının sadece geçici etkilere sahip olduğu kısıtını yansıtmaktadır. Pozitif talep şokları ilk başta hasılda bir artış sağlar, fakat bu sonradan temel düzeyine geri döner. Buna kıyasla, pozitif arz şokları hasılda daha yüksekte yeni bir denge noktasına kadar istikrarlı bir yükseliş sağlarlar. Fiyatlara ilişkin varyans ayrıştırmaları hem kalıcı hem de geçici şokların fiyat seviyesi üzerinde uzun vadeli etkileri olduğunu göstermektedir. Kalıcı şoklar (yani arz şokları) fiyatlarda istikrarlı bir düşüş sağlarken, geçici şoklar (yani talep şokları) zamanla fiyatlarda kademeli bir artışa neden olurlar.

Varyans ayrıştırmasının aşağıdaki özellikleri göze çarpmaktadır:

Avusturya – Hem arz hem de talep şokları önemlidir.

Belçika – Arz şokları talep şoklarından daha önemlidir. Özellikle, fiyatlar arz düzensizliklerinden daha fazla etkilenmektedir. Fakat hasıladaki varyasyonun önemli üstünlüğü arz yanlı şoklardan kaynaklanmaktadır.

Danimarka – Hem arz hem de talep şokları önemlidir.

Finlandiya – Hem arz hem de talep şokları önemlidir.

Fransa – Hem arz hem de talep şokları önemlidir. Ama arz şokları talep şoklarından biraz daha önemlidir.

Almanya – Arz yanlı şoklar talep yanlı şoklardan daha önemlidir. Özellikle, fiyatlar arz düzensizliklerinden daha fazla etkilenmektedir. Ama hasıladaki varyasyonun önemli üstünlüğü arz yanlı şoklardan kaynaklanmaktadır.

Yunanistan – Arz düzensizlikleri talep düzensizliklerinden daha önemlidir. Arz düzensizliklerinin, fiyatları, talep düzensizliklerinden daha fazla etkilediğini belirtmek önemlidir. Yunanistan'ın GSYİH'sının talep yanlı şoklardan daha fazla etkilendiğini vurgulamak da önem arz etmektedir.

Macaristan – Arz yanlı düzensizlikler daha önemlidir. Arz şoklarının GSYİH deflatörü üzerinde daha önemli bir etkiye sahip olduğu açıkça görülebilir.

İrlanda – Talep yanlı şoklar daha önemlidir.

İtalya – Arz yanlı düzensizlikler daha önemlidir.

Malta – Hem arz hem de talep şokları önemlidir.

Hollanda – Arz şokları daha önemlidir.

Polonya – Arz şokları talep şoklarından çok daha önemlidir. Özellikle, talep şoklarının GSYİH deflatörü üzerinde hemen hemen hiç etkisi yoktur.

Portekiz – Hem talep hem de arz şokları önemlidir.

Romanya – Talep yanlı düzensizlikler daha önemlidir.

İspanya – Arz şokları daha önemlidir.

İsveç – Hem arz hem de talep şokları önemlidir. Ama talep yanlı düzensizlikler İsveç'te biraz daha önemlidir.

Türkiye – Hem arz hem de talep şokları önemlidir.

Birleşik Krallık – Talep yanlı düzensizlikler daha önemlidir.

2.5 DEĞERLENDİRME

Avrupa Birliği'nin bazı ülkelerindeki arz ve talep şokları sıklığını, benzer ekonomik düzensizlikler yaşayan ve dolayısıyla bir optimum para alanı kurmak için gerekli koşullardan birini yerine getiren ülkeleri belirlemenin bir yolu olarak ele alınmaktadır.

Avusturya, Belçika, Fransa, Hollanda, ve Almanya için sonuçlar benzer ekonomik düzensizlikler göstermektedir. Bu ülkelerdeki arz şokları hem daha küçük hem de komşu ülkelerle de daha çok ilişkilidir. Bu ülkelerde yaşanan talep şokları da daha küçük ve grup içerisinde bağlantılıdır. Bu çalışma ayrıca, Türkiye'nin diğer ülkelerinkine benzer düzensizliklerle yüzleşmediğini göstermiştir. Türkiye'deki talep düzensizliklerinin çok büyük olduğunu vurgulamak özellikle önemlidir. Bu nedenle Türkiye'nin APB'ye katılmaması gerektiği söylenebilir. Birleşik Krallık için de benzer sonuca ulaşılabilir. Birleşik Krallıkta talep şoklarına uyum hızı çok daha düşüktür.

Çalışmada elde edilen sonuçlar ile Ricci'nin (1997) analizlerinin örtüşmediği görülmektedir. Çünkü Ricci'ye (1997) göre bir ülkenin açıklık oranı arttıkça parasal birliğe üye olmanın maliyeti de artmaktadır, çünkü bu şekilde ülkeler dışsal şoklara karşı daha açık hale gelmektedirler. Fakat çalışmadan da görüldüğü gibi Hollanda, Almanya, Malta, Belçika ve İsveç'in karşılaştığı ekonomik şokların büyüklüğü diğer ülkelerle kıyaslandığında küçüktür. Böylelikle OPS açısından McKinnon'un (1963) açıklık kavramının önemi bir kez daha ortaya çıkmaktadır.

Bundan ilave hem şokların büyüklüğü, hem de uyum hızları dikkate alındığında Yunanistan'ın diğer ülkelerle kıyaslandığında oldukça olumsuz etkilendiği görülmektedir. Bu da hiç kuşkusuz Yunanistan'daki son ekonomik krizi açıklamada bizlere önemli ipucu vermektedir.

Buradaki sonuçlar, üye ülkeler arasında ekonomik şoklardaki farklılıklardan dolayı APB'nin OPS olarak nitelendirilemeyeceğini göstermektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PARASAL VE MALİ POLİTİKALARIN APB VE TÜRKİYE’DEKİ ETKİLERİ VE AKTARIM MEKANİZMALARI

Bu bölümde, parasal politikaların ekonomilerin performansı üzerindeki etkileri incelenecektir. Bu nedenle, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nın (TCMB) ve AMBS’nin para politikaları stratejilerini, amaçlarını ve para politikası kurallarının enstrümanları kısaca açıklanacaktır.

Para politikası kurallarının teorik temelleri Kydland ve Prescott’un (1977) zaman tutarsızlığı yaklaşımında yatmaktadır. Kısa dönem üzerinde odaklanmalarından dolayı iyi niyetli politika yapımcıların bile, t_0 zamanda duyurulan hedeflerinden sapmalarına neden olacak güçlü bir teşvikle karşı karşıya kalabileceğini ve t_1 dönemde “sürpriz enflasyon” yaratabileceklerini göstermişlerdir. Rasyonel ve ileri görüşlü ekonomik birimler bu tür bir davranışı önceden tahmin edebilecekleri için, daha yüksek enflasyon oranlarından hiçbir fayda olmayacak şekilde politika yapımcıların kararlarından önce daha yüksek ücretler düzenleyeceklerdir. Bu nedenle, para politikası kuralları hem politika organının sağduyusal faaliyetlerini sınırlamak, hem de özel sektörün beklentilerine rehberlik etmek amacıyla, enflasyon sapması problemine bir çözüm olarak sunulmaktadır. Barro ve Gordon (1983) politikacıların koyulmuş böyle bir kuralı uygulayacaklarından da şüphe etmişlerdir. Aksine, yazarlara göre enflasyon beklentilerini azaltmak için bir kural koyma ve sadece yüksek enflasyondan faydalanmak amacıyla kuralı ihlal etme konusunda güçlü bir güdü söz konusudur.

Aktarım mekanizması para politikasının nihai sonucu üzerinde anahtar bir rol oynamaktadır. Para politikasının aktarımında belli temel adımlar vardır. Para politikası reel ekonomiyi birçok farklı kanaldan etkileyebilir ve sayısız yapısal faktörler, aktarım mekanizmasının bu kanallardan geçiş boyutunu ve hızını etkileyecektir.

3.1 TÜRKİYE VE AVRUPA PARASAL BİRLİĞİNDEKİ PARA POLİTİKALARI

3.1.1 Türkiye'deki Para Politikaları Ve Sonuçları

1980'den sonra Türkiye, ekonomi politikasını “ithalat odaklı” bir politikadan “ihracata yönelik” bir politika ile değiştirmiştir. Bu zamandan beri Türkiye farklı ekonomik krizler geçirmiş ve nispeten değişken bir ekonomik dönem yaşamıştır. Bu bölümde, Türkiye'nin ekonomi politikalarını incelenmekte ve bu politikaların Türkiye ekonomisindeki bu değişkenliğin sebebi olduğu gösterilmektedir.

9 Aralık 1999'da, TCMB tarafından, 2000-2002 yılları için Enflasyonla Mücadele Programı açıklandı. Merkez Bankası döviz kuru politikasının temel özelliği, bir yıllık dönemi kapsayan ve günlük olarak ilan edilen döviz kuru sepetinin oluşturulmasıydı. Döviz kuru sepeti 1 ABD Doları + 0,77 AVRO'dan oluşmuştur. Bu sepet Enflasyonla Mücadele Programı süresince uygulandı. Bu pogram, yüksek ve şiddetli enflasyonla başa çıkmak için döviz kurunun önceden duyurulmasını da içeriyordu. Yani, kullanılan ana enstrüman döviz kuru politikasıydı. Bu noktadan itibaren, TCMB'nin döviz kuru politikası hedeflenen enflasyon oranına göre uygulanıyordu.⁸

Para politikasının bir döviz kuru çıpasına bağlanması ve likidite yaratmanın döviz girişine bağlanmasıyla, sermaye girişindeki düşüş, likidite büyümesinde bir yavaşlamaya sebep olmuştur. Sonuç, bono ve tahvil fiyatlarında keskin bir düşüşle beraber kısa vadeli faiz oranlarında bir sıçrama olmuştur. Bu Enflasyonla Mücadele programından kaynaklanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri, bankacılık sektörünün varolan zorluklarını arttırmış ve yeni problemlerin oluşmasına sebep olmuştur.⁹

Bu ekonomik krizlerden sonra, TCMB 2001'den beri Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programını uygulamak zorunda kalmıştır. Bu programın Türkiye ekonomisini kuvvetlendirmek için yapısal ve uzun vadeli değişimler hedeflediği açıktır.

⁸ Daha fazla bilgi için: The Central Bank of the Republic of Turkey, Disinflation Program for the Year 2000: Implementation of Exchange rate and Monetary Policy , 9 December 1999.

⁹ Daha fazla bilgi için: The Central Bank of the Republic of Turkey, The program of Strengthening the Turkish Economy, Turkey's Transition Program, 2001.

TCMB bu programa uygun politikalar izlemiştir. Gelecekteki belirsizlikleri azaltmak ve beklentileri etkilemek için 2002’de iki nominal çıpa kullanıldı. Bunlar parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesiydi. 2002 yılında, TCMB parasal hedef belirlemeye başladı ve aynı zamanda da “gelecekteki enflasyon” a odaklı bir para politikası uyguladı. Diğer bir deyişle, bu bir “zımni enflasyon hedeflemesi” idi. TCMB, 2006’dan beri açık bir şekilde resmi enflasyon hedeflemesine geçiş yapmaktadır. 2002’deki para politikası için TCMB’nin parasal büyüklükler arasından seçtiği hedef “parasal taban” idi.

2002’de olduğu gibi, TCMB’nin 2003’teki para politikası da fiyat istikrarını sağlamak için tasarlanmıştı. Kısa vadeli faiz oranı ana politika aracı olarak kullanıldı. Bu araç, enflasyon hedefine ulaşmak için çok yaygın bir şekilde kullanıldı. Zımni enflasyon hedeflemesi 2003’te de sürdürüldü. Baz para, tamamlayıcı bir çıpa işlevini görmeye devam etti. Mali disiplin sağlanmadıkça enflasyon önlenemez. Bu nedenle, mali politikanın ve reformların kesintisiz uygulanması enflasyonla mücadele programının başarısı için gerekliydi.

Merkez bankası 2004 yılında da dalgalı döviz kuru rejimi altında zımni enflasyon hedeflemesine de devam etmiştir. Bu çerçevede, parasal büyüklükler gözlenmiştir, fakat asıl öncelik hedeflenen enflasyon seviyesine ulaşmaktı. TCMB baz parayı enflasyonla mücadele konusunda bir çıpa olarak görmüştür. Dalgalı döviz kuru 2004 yılında yerinde bir uygulamaydı, ancak döviz kuru volatilitesi, orta ve uzun vadede kamu finansmanının ve mali disiplinin kalitesini geliştirmek için gerekli yapısal reformlar yerine getirilmedikçe bir risk faktörü olarak görülmüştür.

Görüldüğü gibi uygulanan para politikası kademeli olarak enflasyon hedefine yaklaşmaktadır. 2005 yılında, para politikası hareketleri resmi enflasyon hedeflemesinin tanımına daha da yakın olmuştur. Benzer şekilde, 2006 yılında yürürlüğe giren enflasyon hedeflemesi sistemi, para politikası karar verme mekanizmasının kurumsallaştırılması yolunda atılan önemli bir adımdır. Merkez Bankası’nın 2005’teki ana politika enstrümanı kısa vadeli faiz oranı idi. 2006’dan bu yana, TCMB, resmi enflasyon hedeflemesi sistemini uygulamaktadır.

3.1.2 AMB'nin Para Politikası Kuralı

Avro'yu tek para birimi olarak kabul eden, Avro alanındaki Avrupa Birliği üyeleri, iktisadi ve mali bağımsızlıklarından feragat etmişlerdir. AMB, yeni kurulan AMBS diye isimlendirilen yeni kurulmuş merkezi bankacılık sisteminin çekirdeği olarak Avro alanındaki para politikasının sorumluluğunu almıştır.

AMBS, Avrupa Komisyonu Antlaşması altında, Avro için merkezi bankacılık fonksiyonlarını yerine getirmekle görevlendirilmiştir. Bununla birlikte, AMBS kendi yasal çerçevesine sahip olmadığından ve Avrupa Para Birliği'ndeki farklı uyum seviyelerinden dolayı, asıl aktörler AMB ve Avro alanındaki ülkelerin Ulusal Merkez Bankaları (UMB) olmaktadır. Bunlar "Avrosistem" adı altında AMBS'nin çekirdek fonksiyonlarını yürütmektedirler. AMBS, AB üyesi 27 ülkenin UMB'ları ve AMB'ndan oluşmaktadır. Dayandığı kanun, Avrupa Birliği Antlaşmasına eklenen AMB ve AMBS Statüsü Protokolüdür (K. Scheller, 2004).

Fiyat istikrarlığını sürdürme hedefine en iyi şekilde hizmet etmek için, AMB, diğer tüm merkez bankaları gibi, ekonomik gelişmeleri derinlemesine analiz etmelidir. AMB'nin fiyat istikrarı ile ilgili riskleri değerlendirmek için ilgili bilgileri organize etme, değerlendirme ve karşılıklı denetleme yaklaşımı iki "sütun" olarak anılan iki analitik perspektife dayalıdır. İlk perspektifin amacı, reel ekonomik aktivite ve ekonomi içerisindeki finansal şartlara da odaklanarak kısa vadeden orta vadeye kadar fiyat gelişmelerinin belirleyicilerini değerlendirmektir. "Parasal analiz" olarak anılan ikinci perspektif, para ve fiyatlar arasındaki uzun vadeli bağı bozan daha uzun bir vadeyi vurgulamaktadır.¹⁰

Referans değerinin türetilmesi, parasal büyüme (ΔM), enflasyon (ΔP) reel GSYİH artışı (ΔYR) ve dolaşım hızı (ΔV) (değişimleri) arasındaki ilişkiye dayalıdır. "Miktar denkliği" olarak bilinen bu özdeşliğe göre, bir ekonomide para meydana gelen değişim nominal işlemlerde meydana gelen değişimden (yaklaşık olarak reel GSYİH'deki değişim artı enflasyondaki değişim) para dolaşım hızındaki değişimin çıkarılmasıyla elde edilen değere eşittir. İkinci değişken, farklı sermaye sahipleri arasındaki para transfer hızı olarak tanımlanabilir ve bu nedenle belli bir düzeydeki nominal işlemlere hizmet etmek için ne kadar para gerektiğini belirler.

¹⁰ Daha fazla bilgi için: European Central Bank (2004), The Monetary Policy of the ECB, European Central Bank, Frankfurt.

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

AMB stratejisinde paranın belirgin rolü, geniş parasal büyüklük M3 artışı için bir referans değerinin ilanıyla gösterilmektedir.¹¹

Tek Para Politikası adlı raporunda AMB tek para politikasında dikkate alınması gereken yol gösterici altı ilke belirlemiştir. İlk ve en önemlisi *etkililik*, yani, fiyat istikrarlığı hedefini gerçekleştirmektir. İkincisi *hesap verebilirlik*, yani değerlendirilebilecek katı hedefler koymak. Üçüncüsü *şeffaflık*, bu da belirlenen hedeflerin ve alınan kararların kamu için anlaşılabilir olması anlamına gelir. *Orta vadeli oryantasyon* bunların dördüncüsüdür ve orta vade üzerindeki nihai hedefe ulaşma ve kısa vadeli şoklara esnek bir şekilde tepki verme kapasitesi sağlama amaçlıdır. *Devamlılık* beşincisidir. Pürüzsüz bir değişim ve katılımcı ulusal merkez bankalarının uzun deneyimlerinden faydalanmak anlamına gelir. Altıncısı da *AMBS'nin bağımsızlığının* korunmasını öngörmektedir.

3.2 AKTARIM MEKANİZMASI VE PARASAL BİRLİK

Her parasal birlikteki bölgelerin ekonomik yapısı birbirinden farklı olabilir. Bundan dolayı, parasal yetki kurumlarının bu farklılıklara tepki gösterip göstermemesi gerektiği sorusu ortaya çıkmaktadır.

Para politikasının etkisi altındaki aktarım mekanizmasındaki farklılıkların önemiyle ilgili literatürü yorumlamak aslında oldukça zor, çünkü bu soruya genellikle farklı perspektiflerden yaklaşılmıştır. Bazı araştırmacılar aktarım mekanizmasındaki farklılıkların Avrupa Para Birliği'nin işlemlerini zorlaştıracak kadar büyük olduklarını iddia etmektedirler. Finansal ve endüstriyel yapılardaki ile endüstriyel tasarımlardaki farklılıklar, para politikasındaki değişikliklerin üye ülkelerde farklı etkilere sebep olacağına işaret etmektedir. Aynı durum bankacılık sistemlerindeki farklılıklar ve özel firmaların finanse edilmesinde, teminat gereksinimlerinde ve hanehalkları bütçesinde banka kredisinin değişen önemi için geçerlidir (Gros ve Hefeker, 2004: 53). Dornbusch, Favero ve Giavazzi (1998), finansal yapıdaki farklılıkların ülkeler arasında benzer para politikalarının etkilerinde farklılıklara sebep olduğunu da iddia etmektedirler.

¹¹ European Central Bank (2004), s.64.

Avro alanı için ortak bir para politikası önemli ölçüde asimetrik yapı ve şoklardan dolayı birkaç problemle karşılaşmaktadır. Örneğin, banka merkezli finansal sistem olarak nitelenen, Fransa ve Almanya gibi ülkelerdeki sıkı para politikalarının etkileri, sermaye piyasalarının sanayinin finanse edilmesinde merkezi bir rol oynadığı Birleşik Krallıktan sistematik olarak daha zayıftır (Dornbusch, Favero and Giavazzi (1998). Bir ortak para alanında, “*üye ülkeler, yurtiçi enflasyon oranları, büyüme oranı, üretim açığı ve işsizlik konularında farklılık gösterirler. Ayrıca, ortak para politikasının aktarımının hala asimetriklikler sergilediğini gösteren bazı kanıtlar vardır ki bu da ortak bir politikanın oluşturulmasını iyice zorlaştırmaktadır. Bu asimetrikliklerin parasal birlikteki bir genişlemeyle birlikte artması bile muhtemeldir*” (Gros and Hefeker, 2007).

Grauwe (2000) asimetrik bir ortamda para politikaları problemini incelemiştir. Asimetriklerin optimal politikalar üzerindeki etkisini ortaya çıkarmak için iki durumu incelemiştir: 1) aktarım yapısı benzer olan, fakat farklı şoklar yaşayan ülkeler ve 2) farklı aktarım mekanizmalarına sahip fakat simetrik şoklar yaşayan ülkeler. Asimetriklik derecesi arttıkça, hasıla ve işsizliğin istikrarının etkililiğinin düştüğünü ortaya çıkarmıştır. Sonuç olarak, asimetri arttığı zaman, istikrar sağlama ile ilgili tercihler dikkate alındığında, merkez bankasının istikrar sağlama çabasının başarısız olacağı söylenebilir.

Eğer birlik içindeki ülkeler ekonomik aktivitede yüksek derecede uyum sergilerse ve her ülkedeki optimal politika tutumu onların bütünü ve AMB için uygun olana yakın ise, ortak para politikasının önemsiz maliyetleri olur (Mihov, 2001). Mihov (2001) ekonomik aktivitenin para politikası aktarım mekanizmasıyla senkronizasyonunu ele almıştır. Ona göre, para politikası uygulamaları, böyle bir alandaki ülke veya bölgelere farklı bir biçimde aktarılmaktadır. Yapısal ve kurumsal değişikliklerden dolayı, faiz oranlarındaki belirli bir artışın çok farklı etkileri olur. Guiso, Kashyap, Panetta ve Terlizzesse (2001), farklı ülkeler için ortak Avrupa Para Birliği’nin asimetrik etkilerini tartışmışlardır. Sonuç olarak, ülkeler arasında birçok yönden oldukça büyük farklar olduğunu söylemektedirler. Bu nedenle, bu özelliklerin parasal aktarım için önemli olması durumunda, farklılıkların birkaç yıl boyunca görülmesinin muhtemel olacağını ileri sürmektedirler.

İngiltere Hazinesi (HM Treasury), İngiltere hükümetinin Avrupa Para Birliği'ne üyelik kararını belirlemeyle ilgili çerçeveyi oluşturan çalışmalar yapmıştır.¹² Hazine şu sonuçlara ulaşmıştır; 1) Para politikasının resmi faiz oranlarından banka yatırım faizlerine doğrudan geçişi, İngiltere'de, Fransa ve Almanya gibi diğer büyük ülkelerde olduğundan daha hızlıdır ve bu da İngiltere'yi para politikası değişikliklerine karşı potansiyel olarak daha hassas yapmaktadır; 2) İngiltere hane-halkı sektörü, faiz oranı değişikliklerine Avro alanı ülkelerinden daha şiddetli bir şekilde tepki vermektedir; 3) İngiltere hane halkı değişken oranlarda ipotekli borçlara daha çok maruz kalmaktadır; 4) İngiltere hane halkı mevcut harcamaları desteklemek için konuta dayalı servet kazançlarını daha kolay bir şekilde kullanabilmektedir ve reel konut fiyatındaki artış İngiltere'de çoğu Avro alanı ülkelerinden daha kuvvetli olmuştur; ve 5) Birleşik Krallık hane halkı tüketimi finansal servetteki değişmelere karşı daha hassastır.

İngiltere şirketler kesiminin, para politikasına, Avro alanı şirketler kesiminden daha şiddetli tepki vereceğini söylemek için pek bir neden yoktur. İngiltere'nin üretiminin büyük çoğunluğu hizmet odaklıdır, bankalar görece büyüktür ve firmalar bir dizi finansal ürün kullanmaktadır. İngiltere, döviz kuru kanalıyla İngiltere'yi para politikasına karşı daha hassas yapabilecek Avro alanındaki belli başlı ülkelere, görece yüksek oranda APB dışı ticarete, daha büyük bir dış varlık stokuna ve yükümlülöklere sahiptir. İngiltere, ayrıca, görece düşük seviyelerde nominal ücret katılığına sahiptir. Nominal ücret ve fiyat katılığı para politikasının hasıla üzerindeki etkisini kuvvetlendirir (ve geçici olarak enflasyon üzerindeki etkiyi azaltır). Avro alanı ölkelerine ilişkin olarak İngiltere içerisinde para politikasına karşı genel hassasiyet, bu etkilerin toplamda nasıl dengeleneceğine bağılıdır. Yapısal faktörlerin İngiltere'de aktarım mekanizmasının gücünü artırma eğiliminde olduğuna dair daha fazla kanıt vardır. Parasal aktarım mekanizmasının görece kuvvetini belirlemek için yapısal faktörlerin toplamdaki etkisini hesaplamak zordur. Bunu yapabilmek için her yapısal faktörün bütünsel aktarım mekanizmasındaki önemine göre tartılması gerekir.

¹² Daha fazla bilgi için: HM Treasury (2003), EMU and the Monetary Transmission Mechanism, London.

Cecchetti (1999), politikanın hasıla ve enflasyonun üzerindeki etkisini ve sınıflandırılan ülkeler için para politikasının etkililik endeksini hesaplamıştır.

POLİTİKANIN ETKİLİLİĞİ VE YASAL SİSTEMİN KÖKENLERİ

Yasal Aile	Para politikasının	<u>Politikanın Etkisi</u>	
	Etkililik indeksi	Hasıla üzerinde	Enflasyon üz.
İngiliz Ailesi	1.1	-0.45	-0.21
İskandinav	1.8	-0.52	-0.22
Fransız	2.1	-0.70	-0.20
Alman	2.4	-1.25	-0.49

Kaynak: Cecchetti (1999)

Ülkeleri yasal yapılarının kökenlerine veya “ailesine” göre sınıflandırdıktan sonra, her aile için para politikasının olası etkililiğine ilişkin bir endeksin ortalama seviyesini (bu bankacılık sisteminin büyüklüğüne, konsantrasyonuna, sağlığına dayalıdır ve yüksek bir değer, yüksek etkililik göstergesidir) ve faizdeki bir değişimin hasıla ve enflasyon üzerindeki (küçük ölçekli bir yapısal modelden) tahmini etkisini hesaplamıştır. Sonuçlar, bir ülkenin yasal yapısının, finansal yapısının ve parasal aktarım mekanizmalarının birbiriyle bağlantılı olduğunu göstermektedir. Tahmin edilen etkililik ve bunun ölçülen etkisinin, ülkenin yasal sisteminin dayandığı kökene bağlı olarak sistematik bir şekilde değiştiği açıkça görülebilir. Hissedarlar ve borçluların daha iyi korunduğu ülkeler (İngiliz genel hukukuna dayalı yasal yapılara sahip ülkeler) parasal aktarım mekanizmasının borç verme kanalının daha az etkili olması beklendiği finansal yapılara sahiptir. Bu ülkeler için, bir faiz oranı değişiminin hasıla ve enflasyon üzerinde ölçülen etkisi gerçekten düşüktür.

3.3 TÜRKİYE VE APB’DE AKTARIM MEKANİZMASI

Ekonomideki tüm sektörlerin yapısı, birbirleriyle etkileşimleri ve şoklara karşı dayanıklılıkları son yıllarda merkez bankaları tarafından en yakından izlenen konulardır. Bu sebeple, finans sektörünü gözlemlerken, sadece finans kurumlarını değil, aynı zamanda ekonomideki diğer tüm sektörlerle olan etkileşimleri de dikkate alınmaktadır.

Ekonominin kırılganlığını değerlendirmede kullanılan ilk faktör, kamu borç düzeyidir. Bu nedenle, kamu borcunun GSYİH'ya oranı, faiz dışı bütçe fazlası ve kamu borcunun yükümlülük yapısı gibi göstergelerin hepsi kamu maliyesi ve diğer sektörler arasındaki etkileşimden kaynaklanan riskleri değerlendirmek için çok önemlidir.

Tablo 19: Farklı Coğrafi Bölgelerin Bütçe Açıkları (GSYİH'ya oranı olarak, %)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
AB üye ülkeleri (27ülke)	2.5	3.1	2.9	2.5	1.5	0.9	2.4
Avro alanı (17 ülke)	2.6	3.1	2.9	2.5	1.4	0.7	2.0
Türkiye	12.9	11.3	4.5	0.6	.8	1.0	2.2

Kaynak: Financial Stability Report 2005 of CBRT ve Eurostat

Türkiye’de 2000 ve 2001 krizlerinden sonra, olumlu ekonomik gelişme yaşandı ve GSYİH takip eden ilk üç yılda ortalama %7,9 oranında arttı. Bu gelişmenin yanında, Türk Lirasının değer kazanmasının ve Merkez Bankası’nın net dış varlıklarının artmasının yanı sıra borçlanma stratejileri ile katı para ve maliye politikaları da net dış borç/GSYİH oranına büyük ölçüde katkıda bulunmuş ve takip eden üç yılda, yukarıda bahsedilen oranın %37,7’den %17,5’e düşmesine sebep olmuştur. Ekonomik büyümeye ek olarak, nominal faiz oranlarındaki kademeli ve kalıcı düşüş faiz ödemeleri yoluyla bütçe açığını pozitif bir şekilde etkilemiştir. Aslında, AB tanımına göre, genel bütçe açığı/GSYİH oranı 2004 yılında %4,5’e inmiştir. Son AB’ye katılan on ülkeyle kıyaslandığında, Türkiye’nin bütçe açığı/GSYİH oranı başarılı bir şekilde aynı seviyelere inmiştir (Tablo 19). (Financial Stability Report, 2005).

Tablo 20: Bankacılık Sektörünün Bilanço Karşılaştırması

	Mevduatlar/ GSYİH (%)	Kredi/ GSYİH (%)	Kredi/ Mevduat (%)	Top.Aktifler/ Banka Sayısı (Milyon Euro) (%)	En Büyük 5 Kredi Kurumunun Sektör Payları (%)	Mevduatlar/ GSYİH (%)	Bankacılık Sektöründe Yabancı Payları (%)
Belçika	155	126	81	11.798	83	110	24.8
Danimarka	79	221	279	5.174	64	189	19.3
Almanya	119	130	109	3.733	22	2.026	11.1
Yunanistan	109	87	80	6.084	68	63	23.2
İspanya	144	177	123	8.250	41	357	11.6
Fransa	83	114	137	8.270	52	808	12.9
İrlanda	175	257	147	16.511	46	81	46.7
İtalya	73	112	154	4.058	33	821	17.4
Lüksemburg	819	531	65	5.868	28	156	95.0
Hollanda	157	194	123	6.437	86	341	17.6
Avusturya	111	140	126	1.109	43	803	26.9
Portekiz	118	158	134	2.515	68	175	23.0
Finlandiya	56	82	146	799	81	360	65.3
İsveç	57	134	234	4.209	61	201	9.3
İngiltere	290	288	99	25.880	41	390	53.4
Euro Bölgesi Ort.	112	136	121	4.620	55	471	19.5
AB 27 Ort.	136	157	116	4.920	59	309	28.7
Türkiye-2007	42	35	83	6.819	60	50	24.8
Türkiye- 06.08	44	38	87	6.826	59	50	25.6

(1) Tabloda AB ülkelerinin 2007 yılı verileri yer almaktadır. AB ülkelerinde “kredi kuruluşu” tanımı farklılık göstermekte ve bazılarında banka dışı finansal kuruluşlar da dahil edilmektedir. Türkiye için bankalar verisi esas alınmıştır.

(2) Türkiye için mevduat verileri içinde katılım fonları, kredi verileri içinde katılım bankalarının kullandıkları fonlar da yer almaktadır.

(3) Türkiye kredi verisine, AB verilerine paralel olarak takipteki alacaklar dahil edilmiştir.

Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu

Parasal aktarım mekanizması bakımından bir diğer önemli faktör olan Türk bankacılık sektörü seçilen AB ülkeleriyle kıyaslandığında, finansal derinliğin ve sistemdeki aracılık seviyesinin iyi göstergeleri olan toplam mevduat ve borçların GSYİH’ya oranlarının 2004 ve 2005 sonunda AB üyelerinden daha düşük olduğu açıkça görülebilir. Bununla birlikte Türk bankacılık sektörü ilerleme kaydetmeye devam etmektedir (Tablo 20). Bankacılık sektörünü yeniden yapılandırma sürecinin, kamu sektörünün yüksek borç gereksinimlerinin ve iç talebin azalmasının etkilerinden dolayı kredilerin GSYİH’ya oranı düştü. Bununla birlikte, menkul kıymetlerin GSYİH’ya oranı 2003 yılında %29 idi. Aralık 2004 itibariyle, kredilerin

GSYİH'ya oranı yüzde 25'e çıkarken kredi/mevduat oranı yüzde 55'e kadar çıktı. Diğer yandan, kredilerin GSYİH'ya oranı hala AB ortalaması seviyesinden düşük olduğu görülmektedir. 2003 yılında, toplam kredilerin bankacılık sektörünün toplam varlıkları içindeki payı yaklaşık %30 idi ve bu oran Lüksemburg hariç bütün AB ülkelerinden daha düşüktü. Aralık 2004 itibariyle, kredilerin toplam varlıklara oranı yüzde 34'e yükseldi. 2003 verilerine göre, banka başına varlık miktarı 2.8 milyar Avro idi ve yeni üyeler dahil çoğu AB ülkesinden daha yüksekti. Bu miktar 2004 Aralık ayı sonunda 3.3 milyar Avroya ulaşmıştır (Financial Stability Report, 2005).

Oxford Economic Forecasting tarafından geliştirilen global ekonometri modeli kullanarak iki senaryo düşünelim. Senaryolardan birincisi, dolar için 2006'nın ilk çeyreğinde başlayıp aynı yılın ortalarında biten (Tablo 21) %10 oranında ticaret ağırlıklı değer kaybını (örneğin; belli başlı ticaret ortaklarının paraları karşısında ABD dolarının düşüşü) öngörmektedir. O zaman dolar, tahmin döneminin sonuna kadar kendi taban seviyesinin %10 altında kalır. İkinci senaryoda, ticaret ağırlıklı ABD doları %40 oranında değer kaybeder ve 2006 yılının birinci çeyreğiyle 4. çeyreği arasında bir ayarlama yapılır (Tablo 22). Bu durumda dolar, tahmin döneminin sonuna kadar kendi taban seviyesinin %40 altında kalır. Bu senaryoların ilki, ABD'nin cari hesap açığını, yine mükemmel dış dengeden yoksun olsa da, tekrar sürdürülebilirliğe doğru götürmek için gerekli olacak bir uyarlanma ölçeğini yansıtmaktadır. Daha ağır bir senaryo olan ikincisi, cari hesabı daha sürdürülebilir bir seviyeye getirmek için ABD Dolarında %50 değer kaybının gerekli olduğunu ileri süren yakın tarihli bir IMF araştırmasının sonucu olarak ortaya çıkmıştır.

Tablo 21: Ticaret Ağırlıklı ABD Dolarında %10 Oranında Bir Düşüşün Etkisi

Ticaret ağırlıklı ABD Dolarında %10 düşüş												
Reel GSYİH büyüme (%)					Enflasyon (%)				Cari Hesap (%GSYİH)			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Avro Bölgesi	0.0	-0.2	-0.3	-0.4	-0.3	-0.6	-1.2	-1.6	-0.6	-0.4	-0.1	-0.3
Türkiye	0.7	0.4	-0.1	-0.9	-1.1	-1.9	-4.0	-1.5	-0.1	-0.3	-1.1	-1.5

Tablo 22: Ticaret Ağırlıklı ABD Dolarında %40 Oranında Bir Düşüşün Etkisi

Ticaret ağırlıklı ABD Dolarında %40 oranında bir düşüş												
Reel GSYİH büyüme (%)					Enflasyon (%)				Cari Hesap (%GSYİH)			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Avro Bölgesi	-0.1	-0.8	-1.5	-2.0	-0.3	-1.4	-2.7	-4.4	-0.4	-0.7	-1.0	-1.6
Türkiye	1.3	-2.1	-6.2	-4.9	-11.1	-15.3	-8.5	-10.7	-0.8	-1.6	-2.4	-2.2

Kaynak: Business Monitor International LTD (BIM) calculations based upon Oxford Forecasting Model.

Dolardaki değer kaybından dolayı Avrupa mallarının rekabet gücünün aşınmaya uğramasıyla Avro alanı ihracatında düşüş ve ithalatında da artış oluşur. %10'luk değer kaybı durumunda, Avro alanı cari işlemler dengesinin 2006 yılında GSYİH'nin %0.7'si oranında gerileyeceği tahmin ediliyor. Böyle bir gerilemenin Avro alanı GSYİH'si üzerindeki kümülatif negatif etkisi 2009 yılına kadar %0.5 olacaktır. %40'lık bir değer kaybı durumunda ise cari işlemler dengesi bu kadar şiddetli düşmez (2006'da GSYİH'nin sadece %0.4'ü). Ama bu, reel etkilerden ziyade yalnızca düşük ithalat fiyatlarıyla yüksek ihracat fiyatlarını yansıtmaktadır. Reel ihracat artışı aslında 2007'ye kadar taban seviyesinin altındadır. GSYİH artışı 2009'a kadar toplam %2.0 oranında yavaşlayacağı öngörülmektedir. Açıkça görülüyor ki ABD dolarındaki değer kaybının Türkiye ekonomisi üzerinde farklı bir etkisi vardır. ABD'ye büyük miktarlarda mal ihraç eden ülkelerin daha kötü bir durumda olmaları şaşırtıcı değildir. Ancak, ABD ile kayda değer bir ticaret bağı olmayan ülkeler bile dünya GSYİH artışı yavaşladıkça ihracatlarında düşüş kaydetmektedir. Sonuçlara göre, daha iyimser olan senaryo altında, dünya GSYİH'si 2009'a kadar %0.4 puan ve daha şiddetli değer kaybı altında %4.3 puan daha düşük olacak. Bu sonuçlar, ABD dolarının değer kaybetmesinin Türkiye ve Avro alanı için farklı sonuçları olduğunu göstermektedir. Yani, bu bölgeler bu şoktan farklı şekillerde etkilenecekler (Oxford Economic Forecasting, 2006: 37-42).

Şimdi de petrol fiyatlarında olası ani bir artışın etkisini ele alalım. Bu artışın ekonomik sonuçları oldukça şiddetli olacağı ve stagflasyon (düşük büyüme hızı ve yüksek enflasyon) muhtemelen ciddi bir risk oluşturacağı düşünülmektedir. Yükselen petrol fiyatlarının küresel ekonomide anahtar bir risk faktörü oluşturduğu söylenmektedir. Uzun süreli bir fiyat tırmanışının hem Türkiye, hem de bir bütün olarak bölge üzerindeki etkisini değerlendirmek için Oxford Economic Forecasting'in global modelini kullanılabilir. Net bir petrol ithalatçısı olarak Türkiye, petrol fiyatlarında uzun süreli fiyat tırmanışlarına ağır bir şekilde maruz kaldığı görünmektedir (Tablo 23).

Ayrıca, bu model büyüme, enflasyon ve cari işlemlere ilişkin sonuçların çok belirgin olacağını belirtse de, herhangi bir negatif etki yatırım beklentilerinin bozulmasıyla şiddetleneceğini ortaya koymaktadır. Cari hesap açığının tahmin

dönemi içerisinde yükseleceği tahmin edilmiş olmakla beraber, Türkiye'nin yeni bir krize karşı savunmasızlığı büyük ölçüde artacağı görülmektedir.

Ayrıca, son zamanlarda enflasyonda gözlemlenen iyileşme 2006'ya kadar hızlı bir şekilde tersine dönecek ve 2007 yılında 15 puan kadar yükselecek. Bu model merkez bankasından gelen hiç bir tepkiyi kapsamamaktadır; bu durumun, faiz oranlarını hızlı bir şekilde yükselteceğini, dolayısıyla başka koşullarda farklı bir sonucu olacak bu durumun da büyümeyi hızlı bir şekilde yavaşlatacağı tahmin edilmektedir. Bu model bir petrol şokunun genel sonuçlarını yansıtabilirken, asıl endişe konusu olan ikincil problemlerdir. Enflasyon hızlı bir şekilde yükselirken büyüme ve cari işlemlerde düşüş olması, sermayenin dışarı çıkmasına yeni bir sebep olabilir. Bu dönemde cari işlemler açığının (hâlihazırda zayıf bir noktadan) genişlediği düşünüldüğünde, yükselen enflasyon ve yavaşlayan büyümenin para biriminin zayıflığını daha da şiddetlendirecek olan daha fazla sermaye kaçışına sebep olması dolayısıyla, bu durum Lirada değer kaybına yol açar bu da bir kısır döngüyü tetikleyebilir.

Bu durum kendi kendine yeni bir kriz yaratmak için yeterli olmayabilir. Aslında, yeterli olsa bile, ekonomi –özellikle de bankacılık sektörü– dışı ani bir sermaye akışına yapısal olarak dayanabilmek için şu ana kadar olduğundan çok daha iyi bir şekilde konumlanmış durumdadır. Bununla birlikte, bu durum hükümet finansmanı üzerinde yeni baskılar getirerek ve AB ya da IMF kaynaklı reformları yerine getirmesi koşuluyla Türkiye'nin ağır dış borç yükünü geri ödeme maliyetlerini önemli ölçüde arttırır (Oxford Economic Forecasting, 2005:5).

Tablo 23: Ham Petrol Fiyatları Varilinin 70 Dolara Çıkması

Reel GSYİH büyümesi (%)				
	2005	2006	2007	2008
Avro bölgesi	-0.1	-0.5	-2.1	-3.2
Türkiye	-0.2	-1.8	-2.0	-0.8
Enflasyon (%)				
	2005	2006	2007	2008
Avro Bölgesi	0.3	1.4	1.9	1.6
Türkiye	0.7	6.7	14.2	18.2

Kaynak: OEF global modeli. Veriler temel senaryodan % farkları göstermektedir (kümülatif yıllık farklar).

Petrol fiyatlarının Türkiye ve Avro alanı enflasyon seviyeleri üzerinde çok farklı etkileri olacağı açıktır. Diğer bir deyişle, bu coğrafi bölgeler, yükselen petrol fiyatları şokundan asimetrik bir şekilde etkileneceklerdir.

Özatatay (2005) Türkiye'nin AB'ye giriş sürecini para politikası açısından değerlendirmiştir. Ona göre yeni 2005–2007 programının iki çıpasına (birincisi mali ve parasal disiplin; ikincisi ise AB'ye giriş süreçleri) dayalı olarak, makroekonomik değişkenlerde pozitif bir eğilim beklentisinde olunması doğaldır. Fakat bunun yanında bazı riskler de vardı. İlk risk cari işlemler açığındaki kötüleşmenin potansiyel istikrar bozucu etkisidir. İkincisi, bir defaya mahsus olarak yapılan çeşitli vergi teşvik politikaları otomotiv sektörü ürünlerine talepte bir sıçramaya neden oldu. Üçüncüsü, bankacılık sektöründe para uyuşmazlığı artık yoktur. Diğer bir risk kaynağı AB giriş sürecidir.

Yerel para biriminin reel anlamda değer kazanması ya da kaybetmesi nedeniyle meydana gelen para ikameleri, para krizinde önemli bir role sahiptir. Türkiye'de döviz tevdiat hesaplarının Toplam Mevduatta önemli bir rol oynamaktadır. Avro cinsinden mevduatların artmış olmasına rağmen, ABD doları cinsinden mevduatları hala büyük bir orana sahiptir. Bu değerlendirmeler aynı zamanda para ikamelerinin Türkiye'de yaygın olduğunu kanıtlamaktadır.

Türkiye'nin ihracat artışını desteklemek için politikacılar 1980'lerde ve 1990'ların ilk yarısında reel değer kaybı politikası uygulamışlardır. Selçuk (1994) Türk ekonomisinde döviz ikamesinin Türk Lirasındaki reel değer kaybı beklentilerinin bir sonucu olarak meydana geldiğini göstermiştir. Türk Lirasının reel değer kaybıyla Türkiye'deki döviz ikamesi arasında pozitif bir ilişki olduğunu ispat

etmiştir. Tahmin sonuçları aynı zamanda, iç varlıklar üzerindeki nominal gelirlerde herhangi bir düşüşün, paranın zaten devam etmekte olan değer kaybını arttıracak ve bu varlıkları daha az cazip kılacağını göstermektedir. Özatay’a (2005) göre, Türk ekonomisinde meydana gelen diğer problem tersine dolarizasyon sürecidir. Ama Özatay, bu problemi “hoş bir problem” olarak görmektedir, çünkü 30 yıldan uzun süren ve 2001 yılının son çeyreğinde biten bir yüksek enflasyon ve değer kaybı döngüsü döneminin sona erdiğine işaret etmektedir.

Mihov (2001) *“yapısal veya kurumsal farklılıklar yüzünden faiz oranlarındaki belli bir artışın çok farklı etkileri olduğu zaman para politikası eylemleri böyle bir alan içerisindeki ülkeler veya bölgeler arasında farklı şekilde aktarılır”* demektedir. Aşağıdaki tabloda farklı ülkeler için reel faiz oranı artışının GSYİH üzerindeki uzun vadeli etkileri görülmektedir. Reel faiz artışının GSYİH üzerindeki uzun vadeli etkilerini tahmin etmek için 1980-2004 dönemi verileri ve eşbütünleşme modeli kullanılmıştır. Sonuçlar aşağıda gösterilmiştir.

Tablo 24: %1 Reel Faiz Oranı Artışının GSYİH Üzerindeki Uzun Vadeli Etkisi

Büyük Britanya	İtalya	Almanya	Fransa	Türkiye
-0.26	-0.47	-0.65	-0.99	-1.99

Kaynak: Kendi Hesaplamalarım

Türkiye için GSYİH’nın reel faiz oranlarına karşı esnekliği diğer başlıca Avrupa Para Birliği ülkelerine kıyasla çok daha fazladır. Yani Türkiye GSYİH’sı reel faiz oranı değişimlerine karşı daha hassastır. Para politikası aktarım mekanizmaları ekonomilerin işleminde önemli bir yer tutar. Sonuç olarak, Türkiye’deki parasal aktarım mekanizmasının Avrupa Para Birliği’ndekinden daha farklı olduğu söylenebilir. Aktarım mekanizmalarındaki değişiklikler, aynı parasal şokları yaşarken bile parasal birlik üyeleri arasında asimetrik davranış ortaya çıkarabilir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

OPTİMUM PARA SAHASI TEORİSİ ÇERÇEVESİNDE APB'DE SERMAYE AKIMLARI VE FİNANSAL KRİZ

4.1. SERMAYE AKIMLARI VE PARA ALANLARI

OPS temelde simetrik şoklardan (dışsal düzensizliklerden) etkilenen ve içinde sermaye ve emeğin tam hareketli olduğu bir ülkeler (ya da bölgeler) bütünüdür. Simetrik şoklar katılımcı ülkelerin hepsini aynı şekilde etkiler. Dolayısıyla, bu tür şoklar bölgeler arasındaki göreceli fiyatlarda herhangi bir düzensizliğe yol açmazlar. Böylece, bölgeler arasındaki döviz kuru sabit kalır. Eğer asimetrik şoklar oluşursa, faktör hareketliliği bölgeler ya da ülkeler arasında oluşabilecek farklılıkları dengeleyecektir. Bu koşullar gerçekleşirse, bölgeler arasında sabit bir döviz kuru (tam olmayan parasal birlik) ve nihayetinde ortak bir para birimi (tam parasal birlik) muhtemelen katılımcılara, para politikası bağımsızlığının kaybedilmesi ile ilişkili maliyetler dahil herhangi bir maliyet yüklemeyen oluşacaktır. Aksine, bu bölgeler döviz kuru istikrarından ve bölge içi ticarete düşük işlem maliyetlerinden kazanç elde edecektir (Hitris, 1984: 144-145).

Para alanlarına ilişkin araştırmalar gözden geçirildiğinde, üretim faktörlerinin bölgeler arasındaki hareketliliğinin düzeltme mekanizması olarak esnek döviz kurunun yerini alabileceğini ilk olarak Mundell (1962) ortaya koymuştur. Mundell'in iddiasına göre, but tür bir olasılığın nedeni, bir ülkede işçilerin dışarıya göç etmesi nedeniyle emek arzında meydana gelen düşüşün işsizlikteki artışı dengeleyebilmesidir. Öte yandan, eğer ücretler emek arz ve talep dengesi tarafından belirleniyorsa işçilerin yabancı bir ülkeye akması emek arzını sağa kaydıracak ve dış talepteki artış nedeniyle ortaya çıkan emek talebindeki artışı hafifletebilecektir (Fukuda, 2002).

Mundell'in iddiası daha sonraları çeşitli nedenlerle eleştirilmiş olsa da bu çalışmanın amacı için en belirgin olanını incelemek önem arz etmektedir. Mundell'in aksine, döviz kuru düzeltme mekanizmasının kaybını dengelemek için parasal birlik içinde emeğin yeterli sayıda ve yeterli hızda bir bölgeden diğerine hareket etmesinin pek de olası olmadığı iddia edilebilir (Fukuda, 2002: 4).

Bu eleştirinin yerinde olup olmadığını değerlendirmek için bu bölümde sermaye akımları ve bunların döviz kuru belirlemesi üzerindeki etkisi analiz edilecektir. Eğer asimetrik şoklar meydana gelirse ve emek parasal birlik içinde bir bölgeden diğerine hareket edemezse sermaye akımları, döviz kurunun bölgeler arasında sabit kalmasını sağlamak için önemli bir uyarlama mekanizması olarak işlev görebilir.

Kısa dönemde, sermaye akımları, gerek aynı para alanında gerekse farklı para birimleri altında, bölgeler arasında ödeme uyarlanmalarını dengeleyebilir. Bu tür akımlar, yapısal değişikliklerin zamana yayılmasına olanak tanıyarak şoklara uyarlanmanın yükünü de hafifletebilir. Bu yapısal değişiklikleri finanse etmek için uzun dönemli yatırım sermayesinin hareketliliğinin de OPS için hayati bir önem taşıdığı düşünülmektedir.

Eğer işçiler işler için yer değiştiremiyorsa, o zaman işlerin işçilere gidebilmesi gerekmektedir. Finansal piyasalardaki herhangi bir segmentasyon sermaye hareketliliğini belirgin bir şekilde aksatır. Emek hareketliliğinde olduğu gibi, böyle bir segmentasyon çoğunlukla kamu otoritelerinin aykırı eylemlerinin sonucudur: örneğin, denetim kurallarının farklılaştırılması. Mevcut AB içinde bankacılık, sigorta ve diğer finansal piyasalarda bu tür segmentasyonları azaltmak için kayda değer bir ilerleme sağlanmıştır. Ancak sermaye hareketliliği durumunda “Lucas kritiği” özel bir güce sahiptir. Farklı para birimlerinin varlığı, ilişkili kur riskleri de dikkate alındığında, kendi başına zaten segmentasyon için büyük bir neden teşkil etmektedir. Dolayısıyla, işleyen bir APB için gerekli sermaye hareketliliğinin kesin bir şekilde ortaya çıkması muhtemeldir (Patterson ve Amati, 1998).

Sermaye hareketliliğine yönelik tüm kısıtlamaların kaldırılması ülkeler için hem fırsat hem de risk getirir. Örneğin, AB üyeliği ortak alan sermaye kontrollerinin ve yabancı finansal kuruluşlara yönelik giriş engellerinin kaldırılmasını gerektirir. AB içinde sermaye akımlarının serbestleştirilmesi yeni üyeler için bol miktarda yeni yatırım imkanları sunar ve böylece etkin portföy çeşitliliğine olanak verir. Aynı zamanda, makroekonomik disipline yönelik yüksek baskı ve üyelik öncesinde yapısal değişikliklere yönelik gereksinim sürdürülemez ödemeler bilançosu pozisyonları riskini azaltır.

Fakat sermaye akımlarının, özellikle de kısa vadeli portföy akımlarının serbestleştirilmesinin avantajlarına rağmen, politikacılar genellikle buna endişe ile bakarlar. Sermaye hesabının serbestleştirilmesi ülkelerin, sermaye çıkışlarına ve belki de kendi para birimlerine yönelik spekülasyon saldırılara karşı şüpheli bir tavır takınmalarına neden olur.

Sermayenin tüm dünyada serbestçe hareket etmesinin sağlanmasının oldukça önemli sonuçları bulunmaktadır. Eğer sermaye hareketliliğine yönelik tüm engeller ortadan kaldırılırsa, açık ekonomiye ilişkin Mundell-Fleming modeline göre aşağıda belirtilen üç özellikten sadece ikisi karşılıklı olarak uyumlu olabilir: tam sermaye hareketliliği, bağımsız para politikası, sabit döviz kuru. Buradaki problem, tam sermaye hareketliliği altında, bir ulusun yurtiçi faiz oranının dünya faiz oranına bağlanmış olmasından kaynaklanmaktadır. Bu “imkansız üçlü” prensibi olarak adlandırılmıştır. Bu nedenledir ki sermaye hareketlerine ilişkin tüm kısıtlamaların kaldırılabilmesi tam parasal birlik oluşturulmasını kaçınılmaz kılmıştır.

Bu çalışmada, parasal krizlere ilişkin üç kuşağın modelleri incelenmektedir. Birinci kuşak, Krugman (1979) ve Flood ve Garber'den (1984) hareketle temel ekonomik büyüklüklerle ilişkili olarak spekülasyon saldırılara odaklanmaktadır. İkinci model, Obstfeld (1996) ve diğerlerinden yola çıkarak tamamen kendi kendini gerçekleştiren spekülasyon atakların meydana geldiğini varsaymaktadır. Parasal krizlere ilişkin ikinci kuşak modellerde, saldırının yokluğunda, para politikaları değişiklik göstermez ve döviz kurunun sabitliği süresiz olarak sağlanır. Bu modeller çoğunlukla, temel makroekonomik değişkenlerde önemli herhangi bir gelişme yaşanmadığı 1992/1993 ERM krizinden sonra geliştirilmiştir. Parasal krizlere ilişkin birinci kuşak modellere göre, sadece gelecekte ödemeler dengesinde bir problem yaşanacağına ilişkin bir beklenti var ise döviz kuruna saldırı olur. Fakat ikinci kuşak modellerde politika kayması sadece ve sadece saldırı gerçekleşirse meydana gelir. Bu modelde, piyasa katılımcıları, rasyonel olarak, saldırı olması durumunda politikanın genişletici yönde değiştirileceğini beklerler. Sonuçta, saldırı başarılı olabilir ve ekonomiyi farklı bir dengeye sürükleyebilir.

İkinci modelin ikna edici olabilmesi için, bir saldırının gerçekleşmesi durumunda politikada bir kayma yaşanacağını beklemiş olmak için belli sebeplerin var olması gerekmektedir. Maastricht Antlaşması bu tür bir koşul sunmaktadır.

Maastricht Antlaşması, Avrupa Para Birliği'ne elverişli ülkelerden sağlaması beklenen yakınsama kriterlerini ortaya koymuştur. Maastricht Antlaşması sadece döviz kuru istikrarını değil, ayrıca fiyat istikrarını, faiz oranı istikrarını ve mali istikrarı APB'ye aday ülkeler tarafından sağlanması gereken ön koşullar olarak tanımlamıştır. Bu kriterlerden biri, APB'ye katılmak isteyen ülkelerin, para birimlerini, parasal birliğe katılmadan en az iki yıl boyunca “ciddi gerilimler olmaksızın” onların EMS (Avrupa Para Sistemi) dalgalanma bantları içinde tutmaları, diğer bir deyişle döviz kuru istikrarını sağlamaları gerektiğidir. Bu kuralın dezavantajı, kendi kendini gerçekleştiren saldırıların önünü açan piyasa tarafından gerilimlerin oluşması durumunda bir ülkenin Avrupa Para Birliğinden diskalifiye edilebilmesidir. Bu ise hükümetin, temel faydaları ülkeyi APB'ye elverişli hale getirmekten ileri gelen mevcut politikaları desteklemeye yönelik dürtüsünü ortadan kaldırır (Eichengreen ve Wyploosz, 1993).

İkinci kuşak modellerin zayıflığı üçüncü kuşağın yolunu açmıştır. Üçüncü kuşak modeller, 1990'ların finansal krizlerinin, cari işlemler dengesizliklerinden ziyade firmaların, bankaların ve hükümetlerin bilançolarındaki kırılganlıkları yansıtan yeni bir tür olduğu görüşünü savunmaktadır. Krugman (1999), Aghion, Bacchetta ve Banerjee (2000), Jeanne ve Settlemeyer (2002), Schneider ve Tornell (2004) gibi çaişmalar uluslararası camianın uluslararası finansal krizlere tepkide bir bilanço yaklaşımı izlemesi gerektiğini dile getirmiştir.

Dördüncü bölüm özellikle Türkiye ile yakından ilişkili problemleri de ele almaktadır. Bölüm 4.5. sermaye akımlarını ve bunların parasal birleşme açısından etkilerini analiz etmektedir. Bölüm 4.6. Horioka-Feldstein bulmacasına, yurtiçi tasarruf ve yatırım ilişkisine odaklanmaktadır. Bölüm 4.7.'de Türkiye'de döviz kuru belirleyicileri ve krizler açıklanmaktadır. Türkiye'de ekonominin makroekonomik performansı ile bankacılık sektöründeki gelişmeler arasında güçlü bir ilişki olduğu görülmektedir.

4.2. SERMAYE AKIMLARININ TANIMLARI

Sermaye kısıtlamalarına ilişkin uygulamada genellikle finansal araçların türüne ve taraf olunan işlemlere göre bir ayırım yapılmaktadır. Ayırımlar genellikle

uzun vadeli/kısa vadeli ve giren/çıkan sermaye akımları arasında yapılmaktadır (Bakker, 1996: 16).

Uzun vadeli sermaye akımları (örneğin, doğrudan yatırım akımları, kıymetli evrak alım satımı, yabancı kıymetli evrak ihraçlarının yurtiçi sermaye piyasasına kabulü ve gayrimenkullere ilişkin işlemler) reel ekonomi ile daha çok ilişkilidir. Bunlar yatırım akımlarını ve yabancı portföy pozisyonları birikimini ihtiva ederler. Kısa vadeli sermaye akımları (kısa-vadeli ticari-olmayan borçlar, yerleşiklerin (*yerleşik olmayanların*) yabancı (*yerli*) para cinsinden mevduatları ve para piyasası araçları ya da kısa vadeli kote edilmemiş kıymetli evrak alım satımı) finansal akımlar olarak kabul edilir ve spekülatif sermaye hareketleri için en yaygın kanaldırlar. Bu tür akımlar döviz kuru ve faiz oranı üzerindeki etkileri sayesinde makroekonomik etkiler doğurabilse de kendi doğaları gereği kolaylıkla tersine çevrilebilirler. Finansal düzensizliklerin yokluğunda kısa vadeli sermaye hareketlerinin reel ekonomi üzerindeki etkisi küçük olur, çünkü bu akımların reel aktivite ve ticaretin finansmanı ile ilişkisi çok dolaylıdır (Bakker, 1996: 17).

Giren ve çıkan sermaye akımlarına yönelik kısıtlamalar arasındaki ayırım genellikle söz konusu ülkelerin ekonomi politikasına ilişkin tutumlarını yansıtmaktadır. Sabit döviz kurları altında kendini giren sermaye akımlarından koruyan bir ülke daha kolay bir şekilde kısıtlayıcı para politikaları izleyebilir. Giren akımları dengeleme korkusu yaşamadan yurtiçi kredi genişlemesini yüksek faiz oranları ile kısıtlayabilir. Öte yandan, çıkan sermaye akımlarını kısıtlayan bir ülke denkleştirici para politikaları izleyebilir ve başka yerlerde daha yüksek getiri peşinde koşan yerleşikler tarafından gerçekleştirilen çıkışlardan korkmadan faizleri aşağı doğru baskı altına alabilir.

Yabancı sermayenin bir ülke açısından birçok olumlu etkisi olabilir. Yabancı tasarruflar yurtiçi yatırımların finansmanı için kullanılabilir, doğrudan yabancı yatırımlar (FDI) daha iyi teknolojiye ve teknik bilgiye erişim sayesinde pozitif yayılma etkileri sergileyebilir ve böylece üretimin etkinliğini artırır ve yabancı mülkiyet sahipleri kurumsal yönetim fonksiyonlarını uygulamada daha üstün olabilir. Bunun yanı sıra, serbestleştirilmiş portföy sermayesi akımları daha çok risk çeşitlendirmesine olanak tanır ve yurtiçi sermaye piyasasının likiditesini artırır. Son olarak, serbestleştirilmiş sermaye akımları rejiminde sermaye kolaylıkla kendi

ülkesine transfer edilebilir ve dolayısıyla yatırım kararlarının ertelenme olasılığı daha azdır.

Bu avantajlara karşın, sermaye hareketlerinin, özellikle de kısa vadeli portföy akımlarının serbestleştirilmesi bazen politikacılar tarafından şüphe ile karşılanır. Sermaye hesabının serbestleştirilmesi, ülkeleri, sermaye girişlerinin tersine dönmesine ve belki de para birimlerine yönelik spekülâtif saldırılara karşı savunmasız hale getirir. Aşamalı bir serbestleştirme stratejisinin taahhüt edilebilmesini öneren teorik düşünceler de bulunmaktadır. Özellikle, net sermaye girişini arttıran bir sermaye hesabı serbestleştirme politikası reel döviz kurunun uzun dönem denge düzeyini aşmasına yol açabilir. Bu nedenle burada makroekonomik ve mikroekonomik faktörlerin rollerini, özellikle de bankacılık sisteminin sermaye akımlarına aracılık etmedeki rolünü vurgulayan modeller sunulmaktadır (Buch, Heinrich ve Pierdzioch, 1999: 123).

4.3. DÖVİZ KURUNUN BELİRLEYİCİLERİ

1960'ların başına kadar, dünya ekonomisinde yaşanan değişimler, ödemeler bilançosunun, ticaret işlemlerinin yanı sıra içsel özel sermaye akımlarını da içeren modeller geliştirmeye yönelik ilgiyi arttırmıştı. Dikkate almaya değer ilk model, ekonomiye giren net uluslararası sermaye akımı ile yurtiçi faiz oranı arasında güçlü bir korelasyon olduğu varsayımını açık ekonomide mal ve para piyasalarına ilişkin basit Keynesyen modellerle birleştiren Mundell-Fleming çerçevesidir. Analiz ayrıca yabancı fiyatların ve faiz oranlarının dışsal olduğunu varsaymıştır. Araştırmacılar, para politikası aracı olarak ya yurtiçi faiz oranına ya da yurtiçi para arzına, maliye politikası aracı olarak da genellikle bütçe dengesine odaklanmak istemişlerdir (Isard, 1995: 98). Mudell'in makaleleri ile Fleming'in makalesi artan sermaye hareketliliğinin teorik ve pratik sonuçlarını belirlemeye çalışmıştır (Mundell, 1961, 1962, 1963, 1964 ve Fleming, 1962).

Bu çerçeve tarihsel olarak, döviz kurlarını ve ödemeler bilançosunu açıklamaya yönelik olarak ekonomistlerin iki geleneksel yaklaşımı geliştirdiği 1920'lerin başlarına kadar uzanır. Bu yaklaşımlar gelişirken sermaye akımları bugünkü gibi döviz piyasasına hâkim değildi. Sonuç olarak, her iki yaklaşım sermaye

akımlarının sadece uluslararası mal ve hizmet işlemlerini finanse etmek için var olduğunu varsaymaktadır. Böylelikle, sermaye akımları, sadece ulusun mal ve hizmet ticaretine odaklanan modellerde açıkça ele alınmamıştır. İki geleneksel yaklaşım, ulusun ödemeler bilançosunu ve parasının mübadele değerini etkileyen ekonomik değişkenlere farklı bir vurgu yüklemektedir. Esneklik yaklaşımı olarak bilinen ilk yaklaşım fiyat etkilerini vurgularken, masnetme yaklaşımı olarak bilinen ikinci yaklaşım gelir etkilerine odaklanmaktadır (Daniels ve vanHoose, 2006: 314).

Ödemeler bilançosu ve döviz kuru belirlemesine yönelik parasal yaklaşım para arz ve talebine odaklanır. Portföy yaklaşımı, hanehalklarının yerli ve yabancı kıymetli evrak gibi diğer finansal araçları isteyebileceğini dikkate alarak parasal yaklaşımı genişletmiştir. Böylece, portföy yaklaşımı, bir ulusun parasının mübadele değerinin yurtiçi para miktarı, yerli ve yabancı kıymetli evrak talebi ve finans piyasalarındaki çeşitli finansal araçların arzı ile belirlendiğini varsaymaktadır (P. Daniels ve D. VanHoose, 2006).

Döviz kuru belirlemesine ilişkin parasal yaklaşıma ilk olarak katkıda bulunanlar Dornbusch (1976), Frenkel (1976), Mussa (1976) ve Bilson'dur (1978, 1979). Frenkel (1976), Bilson (1978, 1979) modeli altında, katı satın alma gücü paritesi (SGP) ilişkisinin her dönemde geçerli olduğu varsayılmaktadır. Bu yaklaşıma göre, yurtiçindeki ve yabancı ülkelerdeki genel fiyat seviyelerinin, para talebini dışsal olarak verilen arza eşitleyecek şekilde belirlendiği varsayılır.

Bunun yanı sıra, döviz kuru belirlemesine ilişkin parasalci yaklaşıma göre, yurtiçi faiz oranındaki bir düşüş yurtiçindeki para talebini arttıracaktır. Para stoku fiyatlarının düşmesi gerektiği gerçeği ile birlikte ele alındığında bu durum yerli paranın değerlenmesine yol açar. Yurtiçi faiz oranındaki bir düşüşün yerli para üzerindeki etkisi yurtiçi fiyatlar katı iken hafifler.

Frankel'in (1979) parasal yaklaşımdan oldukça değişik olan reel farklılık yaklaşımı SGP ilişkisinin sadece uzun dönemde geçerli olduğunu varsayar. Kısa dönemde, döviz kuru belirlemesi açık faiz oranı paritesine bağlıdır. Cari spot oranlar beklenen reel faiz oranı farklılıklarına ve uzun dönem döviz kuru dengesine bağlıdır. Bunlardan ikincisinin ise uzun dönem SGP ilişkisine bağlı olduğu varsayılmaktadır. Böyle bir yaklaşım altında odak noktası, farklı ülkelerin tahvillerinin birbirine tam olarak ikame edilebileceğine ilişkin kritik varsayım nedeniyle tam esnek emtia

arbitrajından tam esnek açık arbitraja kayar. Tam sermaye hareketliliği ve uzun dönem SGP'nin geçerliliği ampirik olarak test edilebilir fakat bu, uluslararası sermaye işlemlerini etkileyen diğer faktörlerin döviz kurunu etkileme olasılığını bertaraf eder. Ayrıca, uzun dönem denge oranının SGP'den ayrışmasına neden olabilecek bazı yapısal değişikliklerin var olma olasılığını da dikkate almaz. Bu nedenle, döviz kurları ile sermaye bilançosunun birlikte belirlendiği ve döviz kuru denkleminin portföy yaklaşımı olarak bilinen daha geniş bir çerçevede yorumlanması gerektiği söylenebilir (Amano, 1983).

Portföy yaklaşımının gücünü uygun bir şekilde göstermek için her şeyden önce portföy dengesi teorisini açıklamak gerekmektedir. Bu teori, yatırımcıların, servetlerini çeşitli varlık sınıfları arasında, bu varlıkların getiri ve risklerine göre bölüştürdüğünü varsayar (Tobin-Markovitz) (bkz. Gandolfo, 2001: 186). Yatırımcıların ulusal para (L) ve ulusal (W) ve yabancı (F) tahvil tutma arasında seçeneği olduğunu varsayalım. Döviz kurunun da sabit olduğunu varsayalım. Yine dışsal olduğu kabul edilen toplam serveti W ile gösterirsek ilk olarak şu basit denklemi elde ederiz:

$$L + N + F = W, \frac{L}{W} + \frac{N}{W} + \frac{F}{W} = 1 \quad (1)$$

Buradaki üç kesir, her varlık sınıfının risk ve getirisine göre belirlenir. Gelir düzeyi de bir faktördür. Basitlik sağlaması açısından risk unsurunun sabit olduğu varsayılırsa aşağıdaki fonksiyonları elde ederiz:

$$\frac{L}{W} = h(i_h, i_f, y), \frac{N}{W} = h(i_h, i_f, y), \frac{F}{W} = h(i_h, i_f, y), \quad (2)$$

Burada i_h ve i_f sırasıyla yurtiçi ve yabancı faiz oranını göstermektedir. Üç fonksiyon birbirinden bağımsız değildir, çünkü bunlardan ikisi bilindi mi, denge kısıtı nedeniyle üçüncüsü de belirlenmektedir. Ayrıca, bu fonksiyonların belli özelliklere sahip olduğu varsayılmaktadır. İlk olarak, servetin para şeklinde tutulan kısmı hem ulusal, hem yabancı tahvillerin getirilerinin azalan bir fonksiyonudur: i_h ve i_f faiz oranlarındaki bir artış, diğer her şey sabit iken, para talebini bastırıcı, tahvil talebini ise genişletici bir etki doğurur. Ayrıca, h y'nin artan bir fonksiyonudur ve bu durum genel olarak tahvil talebinin y'nin azalan bir fonksiyonu olduğu anlamına gelir. Bunun yanı sıra, yabancı faiz oranındaki bir artışın, diğer her şey sabit iken, servet sahiplerini yabancı tahvil tercih etmeye yönlendireceği varsayılmaktadır.

Benzer şekilde, servetin yabancı tahvil olarak tutulan kısmı i_f 'nin artan bir fonksiyonu ve i_h 'nin azalan bir fonksiyonudur. Bu varsayımı yaparak çeşitli varlıkların arz fonksiyonlarını açıklamak istiyorum. Burada, ilgili arz fonksiyonlarını para için M ve yerli tahviller için N^S olarak ifade ediyoruz. Yabancı tahviller için herhangi bir sembol gerekmemektedir, çünkü bunların arzlarının tam esnek olduğuna ilişkin hipotez arzın her zaman yurtiçi talebe eşit olması etkisini doğurur. Söz konusu denge arz ve talebin eşit olması koşulu altında şu şekilde ifade edilir:

$$M=h(i_h, i_f, y)W, N^S=g(i_h, i_f, y)W, F=f(i_h, i_f, y)W \quad (3)$$

Bu üç denklemden sadece ikisinin bağımsız olduğunu göstermek kolaydır. Bu nedenle, bu denklemlerden herhangi ikisi sağlandığında üçüncüsü de sağlanmış olur. Bu, n tane piyasa bir bütçe kısıdı ile ilişkilendirildiğinde eğer $n-1$ tanesi dengede ise n 'incisinin de dengede olduğu şeklindeki genel kuralın (Walras yasası olarak da bilinir) bir yansımasıdır. Bu durumda, veri servet stokunun (W) hem talep hem de arz tarafından gözlemlenen ile aynı olduğunu gözlemlemekle başlayalım. Yani,

$$M + N^S + F = W \quad (4)$$

(1) ve (2) nolu denklemlerden aşağıdaki denklemi elde ederiz.

$$h(i_h, i_f, y)W + g(i_h, i_f, y)W + f(i_h, i_f, y)W = W \quad (5)$$

(4) nolu denklemden (5) nolu denklemi çıkarırsak aşağıdaki ifadeyi buluruz.

$$(M-h(i_h, i_f, y)W) + (N^S-g(i_h, i_f, y)W) + (F-f(i_h, i_f, y)W) = 0 \quad (6)$$

Bu, Walras yasasının formel ifadesidir. (6) nolu eşitlikten görülebilmektedir ki eğer ifadelerden herhangi ikisi sıfır ise (yani sağlanmışsa) üçüncüsü de sıfırdır (sağlanmış olur).

Amano (1983) varlık piyasası yaklaşımını almış ve bir makro-ekonometrik modele uygulamıştır. Varlık piyasası yaklaşımları temel olarak yerli ve yabancı varlıkların denge koşullarından hareket eder. A ve L söz konusu ülkede sırasıyla yabancı varlık ve yükümlülük stoklarını gösterebilir ve her ikisi de yabancı para birimi cinsinden ifade edilsin. Portföy denge seçiminin beklenen getiri farklılıklarına bağlı olduğunu varsayarak varlık piyasası denge koşullarını şu şekilde ifade edebiliriz:

$$sA/W = f(-r - r^*), (s^e / s - 1) \quad (7)$$

$$L/W^* = g((r - r^*), (-s^e / s - 1)) \quad (8)$$

Burada W yerli para birimi cinsinden ifade edilen yerli net serveti, W^* yabancı para birimi cinsinden ifade edilen yabancı net serveti, r yerli varlıkların

getiri oranını, r^* yabancı varlıkların getiri oranını, s spot döviz kurunu, s^e beklenen spot döviz kurunu göstermektedir. f ve g fonksiyonlarındaki işaretler ifadelere kısmi türevlerinin hepsinin pozitif olması için eklenmiştir.

Eğer KN ev sahibi ülkenin net yabancı varlıklarını tanımlıyorsa,

$$KN = A - L = f(-r - r^*, (s^e / s - 1)) \times W / S - g((r - r^*), (-s^e / s - 1)) \times W^* \quad (9)$$

O zaman yukarıdaki denklemi s için çözerek aşağıdaki döviz kuru denklemini elde ederiz.

$$s = s(-r - r^*, s^e, W, -W^e, -KN) \quad (10)$$

Teorik literatürde KN 'in yanı sıra W ve W^* her zaman noktasında stok olarak alınırlar, fakat yukarıdaki döviz kuru denklemi bir makro-ekonometrik modelde kullanıldığında KN genellikle dönem sonu stok olarak ifade edilir. Böylece,

$$KN = (BC - \Delta R) + KN_{-1} \quad (11)$$

Burada BC cari işlemler dengesi, ΔR resmi dış rezervlerdeki değişimleri göstermektedir. Aynı çizgide benzer birçok model önerilmiştir fakat bunlar stok uyarlanması zaman aldığı şeklinde ek bir varsayıma dayanmıştır. Yabancı varlıkların ve yükümlülüklerin aynı uyarlanma hızıyla kısmi uyarlanma sürecine tabi olduğunu varsayarsak şunları yazabiliriz:

$$A - A_{-1} = kf(-(r - r^*), (s^e / s - 1)) \times W / s - kA_{-1} \quad (12)$$

$$L - L_{-1} = kf((r - r^*), (s^e / s - 1)) \times W^* - kL_{-1} \quad (13)$$

Burada k uyarlanma katsayısıdır. $(A - A_{-1}) - (L - L_{-1}) = (BC - \Delta R)$ olduğu dikkate alındığında döviz kuru denklemi şu şekilde yazılabilir:

$$s = s(-(r - r^*), s^e, W, -W^*, -(BC - \Delta R), -KN_{-1}) \quad (14)$$

Ayrıca, farklı bir tek-denklemler modeli bazen buluşsal bir yaklaşım olarak kullanılmıştır. Bu farklı yaklaşım döviz kuru denklemini piyasa döviz kurlarını etkilediğine inanılan değişkenleri kullanarak tahmin etmektedir. Döviz kuru denkleminin bu ifadesi aşağıdaki gibidir:

$$s = s(PX / PX^*), -(i - i^*), -(BC / GNPV) \quad (15)$$

Burada s ABD dolarının yerli para cinsinden fiyatını, PX söz konusu ülkenin ihracat fiyatını, PX^* ABD'nin ihracat fiyatını, i, i^* yurtiçi ve ABD faiz oranını, BC yerli para birimi cinsinden cari işlemler dengesini ve $GNPV$ nominal GSMH'yi göstermektedir.

Birçok yazar ayrıca döviz kuru rejimi seçiminin, gelişen piyasalara sahip ülkelerde makro ekonomik başarı elde etmede iyi mali, finansal ve parasal kurumların gelişimi açısından ikinci dereceden önemli olabileceğini belirtmektedir. Döviz kuru rejimini birinci seçim olarak ele almak yerine bu yazarlar gelişmiş banka ve finansal sektör regülasyonu, mali kısıtlama, sürdürülebilir ve öngörülebilir bir para politikası ve daha çok açık ticarete ilişkin uzlaşma oluşturmak gibi yapısal reformlara daha çok odaklanması gerektiği sonucuna varmışlardır (Calvo ve Mishkin, 2003).

Neden sabit döviz kurlarının seçildiği sorusunun arkasındaki teorik çerçeveyi açıklamak önem taşımaktadır. Hefeker (2000) hem para politikası kuralı hem de OPS yaklaşımının, sabit döviz kurlarının neden seçildiğini açıklamak için kullanıldıklarında problem doğuracaklarını iddia etmiştir. O, döviz kuru rejimi seçimi ve çöküşe ilişkin mevcut teorileri işaret etmiş ve bunların açıklayıcılıklarının zayıflığını göstermeye çalışmıştır. Döviz kuru düzenlemelerine ilişkin gerçek seçim ve gerçek dünyadaki para krizleri optimal para ve para politikası yaklaşımları ile yeteri kadar açıklanamaz. Dahası, bu yaklaşımların ikisi de oldukça iyi tanımlanmış politik amaçların, yani politikacıların siyasi çıkarlarının etkisini göz ardı etmektedir. Ona göre, *“sabit döviz kurunun seçimi ve çöküşünü politik kararlar olarak açıklamak, sabit döviz kurlarına yönelik spekülasyon saldırıları, piyasa yaklaşımları tarafından doğru bir şekilde beklenen, siyasi açıdan motive edilen politika değişiklikleri olarak görmeye olanak tanır.”*

4.4. FİNANSAL KRİZİN AÇIKLANMASI

4.4.1. Finansal Kriz Tanımları

Bir finansal kriz, genellikle ilk olarak, finansal varlıkların faizlerinde büyük ve ani artışlara yol açan, finansal varlık fiyatlarında ani, büyük ve geniş çaplı bir düşüşe ve/veya ikinci olarak, reel varlık fiyatlarında ani, büyük ve geniş çaplı bir düşüşe eşlik eden, finansal piyasalardaki bir düzensizliktir (Radke, 2005: 14).

Para krizlerini açıklamaya çalışmak için kullanılan geleneksel iki model bulunmaktadır: Spekülatif saldırı modelinin temel özellikleri arasında şunlar yer alır:

a) model sabit döviz kuru ile başlamaktadır ve bu, gölge kur sabit kurdan yüksek olana kadar gerçek döviz kuru olarak kalır; b) paraya yönelik bir saldırı olması durumunda rezervler alt sınırlarına düşer ve döviz kuru gölge döviz kuruna eşit olur. Fakat kaçış hükmü modellerinde, ekonominin durumuna bağlı olan, para otoritelerine yönelik bir kayıp fonksiyonu olduğu varsayılmaktadır. Kaçış hükmü modelleri üç temel özellik ile tanımlanır: a) sabitlenen düzenlemeden vazgeçilirse üstlenmesi gereken sabit bir çıkış maliyeti vardır, b) para politikacıları, başlangıçtaki kur çıkışının sürdürülüp sürdürülmeyeceği kararı da dahil, araçlarını uygun bir şekilde konuşlandırarak beklenen maliyeti ve çıkış maliyetini asgariye indirmek isterler, c) kur çıkışı “kasten” terk edildiğinde kriz oluşur (Zsófia Árvai and János Vincze, 2000).

Bensaid ve Jeanne (1997) hükümetin, sabit döviz kuru altında nominal faiz oranını yükselterek para birimini savunmaya çalıştığı zaman ortaya çıkabilecek bir kısır döngüyü analiz etmişlerdir. Yazarlar, devalüasyon beklentilerinin belirlenmesindeki döngüsellliği ve sabit döviz kuru sisteminde kalmanın maliyetini açıklayabilecek bir model ortaya koymuşlardır. Bir yandan, devalüasyon beklentileri nominal faiz oranını ve sistemde kamanın maliyetini arttırır. Öte yandan, sistemde kalma maliyetinin artıyor olması devalüasyon beklentileri yaratır. Bu durumda, para birimini savunma maliyetindeki artışlar sürekli olarak devalüasyon beklentilerini besler ki bu da yine para biriminin savunma maliyetini arttırır. *“Piyasa, hükümet maliyete katlanmamayı doğru bulana kadar hükümetin sınırlarını test etmeye devam eder ki bu noktada para birimini savunmanın maliyeti o kadar yüksektir ki hükümet devalüasyonu seçer.”*

4.4.2. Birinci Kuşak Modeller

Para krizleri teorisi, çeşitli teoriler ve modeller içeren zengin bir literatüre sahiptir. Birinci kuşak modellerin (ya da “dışsal politika”) spekülasyon saldırı modellerinin özünde, bir krizi tetikleyen rezerv kaybını açıklayan temel faktör parasallaşma ile ilişkili yerli kredi genişlemesindeki hızlanmadır (Krugman, 1979 ve Flood ve Garber, 1984). Krugman’a (1979) göre “standart” bir kriz şu şekilde oluşur: Bir ülke çıpalı döviz kuru ile başlar. Çıpa ile sabitlemenin sadece yabancı döviz

piyasasında doğrudan müdahale ile yapıldığı varsayılır. Çıpalı döviz kurunda hükümetin rezervleri gittikçe azalacaktır. Daha sonra, genellikle rezervlerdeki aşamalı erimenin kendi kendini tüketmeden çok önceki bir noktada, rezervlerin son kısmını hızlı bir şekilde ortadan kaldıran spekülative bir saldırı gerçekleşir. O zaman hükümet artık döviz kurunu daha fazla savunamayacak hale gelir. Flood ve Garber (1984) tamamen piyasa temellerine dayanan ya da kısmen keyfi spekülative davranışa dayanan rejim çöküşlerinin zamanlamasını analiz etmişlerdir. Yurtiçi kredinin daima pozitif μ sabit oranında büyüyeceğini varsaymışlardır. Eğer döviz kuru sabit ise rezervler para piyasası dengesini korumak için uyarlanır. Net rezervlerde bir alt sınır söz konusu iken ve $\mu > 0$ iken sabit kur rejimi sonsuza dek hayatta kalamaz; sabit kuru desteklemek için tahsis edilen her sınırlı rezerv stoku sınırlı bir sürede tükenecektir. Yazarlar hükümetin, rezervler pozitif iken sabit kuru destekleyeceğini varsaymaktadır. Sabit döviz kuru rejiminin çökmesinden sonra para birimi sonsuza kadar serbest bir şekilde dalgalanır.

Aşağıda logaritmik olarak ifade edilen dört denklemle temsil edilen bir ekonomi düşünün¹³:

$$m - p = -a i \quad (\text{para piyasası koşulu; } a \text{ pozitif})$$

$$m = d + r \quad (\text{para arzı yurtiçi kredi } d \text{ ve rezerler } r \text{ toplamından oluşur})$$

$$p = p^* + s \quad (\text{satınalma gücü paritesi, burada } s \text{ döviz kurudur})$$

$$i = i^* + (\Delta s) \quad (\text{açık faiz paritesi, } \Delta s \text{ } s \text{'deki değişimdir})$$

Yurtiçi kredinin sürekli olarak belli bir oranda arttırıldığı ve döviz kurunun başlangıçta sabit olduğu varsayılmaktadır. Spekülative saldırı gerçekleşmeden önce s gibi p ve i de sabittir. Eğer p ve i sabit ise m de sabittir (birinci denklem). Nominal para stoku sabit iken d sürekli arttığından ülke uluslararası rezervlerini d 'nin artış hızı ile aynı oranda kaybetmektedir. Spekülative saldırı gerçekleştiğinde uluslararası rezervler sıfıra düşer ($r = 0$) ve döviz kuru dalgalanmaya başlar. Yurtiçi kredi (d) eskisi gibi artmaya devam eder ve döviz kuru d 'deki artış ile aynı oranda değer kaybetmeye başlar. Eğer saldırıdan hemen sonra oluşacak farazi döviz kuru olan gölge döviz kuru sabit kurun üzerindeyse o zaman saldırı yerli paranın değer

¹³ Daha fazla bilgi için bakınız: Currency Crisis Models and the Early Warning System. http://www.grips.ac.jp/teacher/oono/hp/lecture_F/lec12.htm ve Erdoğan (2006), 36-39.

kaybetmesine, yabancı paranın değer kazanmasına neden olacaktır. Sonuçta, daha çok sayıda spekülâtör katıldıkça saldırı şiddetlenir.

Bu model sınıfı, yerli para birimine yönelik spekülâtif bir saldırının artan cari işlemler açığından ya da mali açığın parasallaşmasına ilişkin beklentiden kaynaklanabileceğini iddia etmektedir. Spekülâtif saldırı, merkez bankasının yabancı rezerv stoku tükendiğinde ve artık yerli parayı koruyamadığında ani bir devalüasyona neden olabilir. Gözlemciler, hükümetin borcu finanse etme gereksiniminin onun en büyük endişesi hale geleceğine ve sonuçta sabit döviz kuru rejiminin çöküşüne ve yerli paraya yönelik spekülâtif saldırılara neden olacağına inanmaktadır (Chiodo ve Owyang, 2002).

4.4.3. İkinci Kuşak Modeller

“İkinci kuşak” (içsel politika) parasal kriz modellerinde hükümetler sabit kur rejimini sürdürüp sürdürmeme kararını sosyal refah açısından fayda ve maliyetlere ilişkin değerlendirmelerine bağlı olarak rasyonel bir şekilde verirler. Kriz, kötüleşen yurtiçi ekonomik büyüklüklerden kaynaklanabilir. Ya da, bu büyüklükler ekonomiyi, rasyonel olayların bir sonucu olarak piyasa beklentilerinde kendi kendini doğrulayan kaymaların gerçekleşebildiği parametre alanına itmeye yetecek kadar zayıf ise kriz, çoklu dengenin varlığında, beklentilerde kendi kendini doğrulayan kaymaların bir sonucu olabilir.¹⁴ Literatürde genellikle üzerinde durulan zayıf makroekonomik performans göstergeleri hasıla büyümesi, istihdam ve enflasyona odaklanılmaktadır (Corsetti, Pesenti ve Roubini, 2001: 15).

İkinci kuşak modeller çoğunlukla, temel makroekonomik değişkenlerde kritik herhangi bir gelişme yaşanmadığı 1992/1993'deki ERM (Avrupa Döviz Kuru Mekanizması) krizi sonrasında geliştirilmiştir (Babić ve Žigman, 2001: 4-5). Bu modeller kendi kendini gerçekleştiren beklentilerin ve piyasa paniklerinin para üzerindeki etkisine ve bu panikleri başlatan ve piyasadaki tüm beklentileri uyumlu veya aynı yönde kaydıran “tetiklerin” etkisine vurgu yapmaktadır. Obstfeld (1986, 1994) ödemeler bilançosu krizlerinin, sürdürülemez makroekonomik politikaların kaçınılmaz bir sonucu olmalarından ziyade, gerçekten de kendi kendini

¹⁴ Parasal krizlere ilişkin “ikinci kuşak” modeller için bkz. Obstfeld (1986, 1994), Cole ve Kehoe (1996) ve Sachs Tornell ve Velasco (1996).

gerçekleştiren olayların bir sonucu olarak ortaya çıkabildiği bazı durumlar olduğunu göstermiştir. Onun araştırması ayrıca yakın geçmişteki Avrupa parası olgusunun Krugman'ın modeliyle yeterince açıklanamayacağını göstermiştir. Onun görüşünde, Krugman'ın modeli yetkililerin kullanabilecekleri politika seçeneklerini ve bu seçenekleri uygulamanın marjinal maliyetlerinin dengelendiği yolları göz ardı etmektedir. Onun yaklaşımı, hükümetin piyasa beklentilerine yönelik içsel tepkisini vurgulayan, kendi kendini gerçekleştiren krizlere ilişkin iki modelin analizini içermektedir. Birincisinde, devalüasyon beklentileri faiz oranlarını besler ve böylece hükümetin doğrulayıcı bir yapılanmaya direnme kararını yıpratır. İkincisinde, beklentiler ücretleri ve rekabet gücünü besler ve bu da işsizliği arttırarak benzer bir hükümet tepkisi yaratır.

Birinci kuşak modellerde hükümet sabit döviz kurunu terk etme zamanına ilişkin kararını vermek için dışsal bir kural izler. Buna karşılık, ikinci kuşak modellerde hükümet bir açık amaç fonksiyonunu maksimize eder. Bu maksimizasyon problemi, hükümetin sabit döviz kuru rejimini terk edip etmeyeceğini ve bunun zamanını gösterir. İkinci kuşak modeller genellikle çoklu denge sergilerler ve bu durum spekülasyon saldırıların oluşma sebeplerinden birinin kendi kendini gerçekleştiren beklentiler olduğu anlamına gelmektedir (Burnside ve diğerleri, 2007).

1994'ün sonunda düşük rezervlere sahip olan, reel döviz kuru önemli derecede değerlenmiş olan ve zayıf bir bankacılık sistemine sahip olan ülkelerin 1995 yılında para saldırılarına karşı ortalama olarak daha savunmasız olması, neden bazı ülkelerin diğerlerine kıyasla daha çok değerlenme gördüğü ve daha büyük borç verme patlaması yaşadığı sorusunu gündeme getirmektedir. Sachs, Tornell ve Velasco (1996) sermaye akımlarının tersine dönmesine karşı en çok savunmasız olan ülkelerin zayıf temellere (zayıf bir bankacılık sistemi veya aşırı değerlenmiş bir reel döviz kuru ya da her ikisi) ve likit yükümlülüklerine kıyasla düşük rezervlere sahip olan ülkeler olduğu şeklinde olası bir neden ortaya koymuştur. Bu ülkeler güçlü temellere sahip ülkelere kıyasla, sermaye çıkışına nominal bir devalüasyon ile tepki vermeye ve böylelikle yatırımcıların korkularını doğrulamaya daha çok meyilli idi.

Para krizlerine ilişkin ikinci kuşak modeller, bir saldırının ekonomik temeller iyi olsa bile gelebileceğini kanıtlamaya çalışır. Bu modeller, özel para piyasasının

içsel istikrarsızlığını ortaya koyarlar. Bu türden parasal kriz modeli politika tepki fonksiyonunda bir çeşit doğrusalsızlığa (*non-linearity*) (saldırı öncesi ve sonrasındaki politika değişimleri) bağlıdır. Eğer politika doğrusal ise (saldırı öncesinde ve sonrasında politika aynı ise) modelin sadece tek bir çözümü vardır. Fakat eğer doğrusalsızlık söz konusu ise çoklu denge mümkündür. Farklı denge, saldırı öncesi ve sonrası zaman dönemlerine uygulanabilir (saldırı altında denge ve saldırısız denge). Bu tür modellere göre, bir kriz örneğin hükümetin bir yandan sabit döviz kuruna sahip olmak istediği fakat öte yandan da işsizliği düşük tutmak istediği zaman ortaya çıkabilir. Sıkı para sabit döviz kurunu destekler, fakat işsizliği artırır. Hükümet sıkı bir makro politika izleyerek döviz kuru istikrarını seçebilir. Fakat büyük bir saldırı olduğunda döviz kurunu sürdürmek çok maliyetli olur. Hükümet, yurtiçi amaçlarını gerçekleştirme çabası içinde parasını dalgalanmaya bırakma kararı verecektir. Diğer bir değişle, bazı yurtiçi gerilimler altında döviz kurunu sabitleme politikası ile para biriminin istikrarından ve yurtiçi amaçları gerçekleştirmekten vazgeçme politikası birbirinden ayrışık değildir. Hangisinin gerçekleştirileceği bir saldırının olup olmamasına bağlıdır. Bir saldırı olmazsa ilk çözüm daha çok arzu edilir fakat gerçekten bir saldırı olursa ikinci çözüm daha iyidir. Sonuçta karar verecek olan hükümet değil piyasadır.¹⁵

Politika doğrusalsızlığını modellemenin, yine benzer belirsiz sonuçlar üreten diğer birçok yolu bulunmaktadır. Ayrıca, ikinci kuşak modeller çoklu denge olasılığına imkan verirler fakat hangi sonucun daha çok olası olduğunu (saldırı çözümü veya saldırısız çözüm) ampirik olarak söyleyemezler. Diğer bir değişle, teori piyasa psikolojisini açıklamak yerine onu dışsal olarak verilmiş olarak alır.

İkinci kuşak modellere göre bir krizin arkasında üç olası neden bulunmaktadır: 1) uyumlu kendi kendini gerçekleştiren beklentiler; 2) rasyonel sürü davranışı ve 3) bulaşma (Blejer, 1998: 59). Uyumlu kendi kendini gerçekleştiren beklentiler döviz kuru denklemlerinde çoklu dengeye dayanırlar. Bu tür dengeler para politikası ve diğer politikalar ile siyasi skandallardan mevcut ekonomik koşullara yönelik olumsuz resmi istatistiksel raporlara kadar uzanan çeşitli

¹⁵ Daha fazla bilgi için bakınız: Currency Crisis Models and the Early Warning System. http://www.grips.ac.jp/teacher/oono/hp/lecture_F/lec12.htm veya Copeland L.S. (2008), Exchange Rates and International Finance, Fifth Edition, Financial Times Prentice Hall, Harlow (u.a.).

tetikleyiciler ile ilişkilidir. Eğer ulusal paranın değerinin düşürüleceğini bekleyen kötümserlerin sayısı herhangi bir nedenden ötürü baskın olursa piyasadaki eylemleriyle devalüasyona neden olmaya çalışacaklardır. Gütme davranışını dikkate alan modeller, küçük yatırımcıların tam bilgi toplamaya ilişkin maliyetlerine dayanmaktadır. Piyasanın çoğunluğu büyük katılımcıların hareketlerini izler veya basitçe trend takipçisidirler. Büyük piyasa katılımcılarının bilgi açısından iyi donanımlı olduğuna inanılır ve bunlar başarılı kararları açısından iyi bir üne sahiptirler. Bulaşma etkisinin oluşması, parasal krizin bölgedeki diğer ülkelere yayılımına ilişkin algılamaya bağlıdır. Bulaşma esasen bölgesel bazdaki ticari ve finansal ilişkiler yüzünden veya gelişmekte olan piyasalara yönelik olarak bölgesel bazda ortak bir kıymetli evrak portföyü oluşturan büyük yatırımcılar/büyük bankalar topluluğu yüzünden bile ortaya çıkabilir. Bir ülkedeki parasal kriz ve temel yapılarda kötüleşen trendler, diğer ülkelerin temel makroekonomik değişkenleri üzerinde kesinlikle olumsuz bir etki yaratır. Böylelikle, bu ikinci ülkede bir parasal kriz olma olasılığı artar.

4.4.4. Üçüncü Kuşak Modeller

Üçüncü kuşak modeller 1990'lardaki finansal krizlerin cari işlemler dengesizliklerinden ziyade firmaların, bankaların ve hükümetlerin bilançolarındaki kırılganlıkları yansıtan yeni bir tür olduğu görüşündedirler. Krugman (1999), Aghion, Bacchetta ve Banerjee (2000), Jeanne ve Settlemeyer (2002), Schneider ve Tornell (2004) gibi yazarların hepsi de uluslararası camianın uluslararası finansal krizlerin yönetimine ilişkin olarak bir bilanço yaklaşımı izlemesi gerektiğini dile getirmiştir.

Üçüncü kuşak modellere ilişkin literatürde üç ana varyasyon bulunmaktadır. İlk varyasyon, aşırı yatırıma, aşırı borçlanmaya ve nihai olarak bankacılık sisteminin çöküşüne yol açan ahlaki tehlikeye dayalı yatırımlara odaklanmaktadır. Üçüncü kuşak modellerin sonraki kategorisi, uluslararası alanda likit olmayan bankacılık sektörü nedeniyle yaşanan banka hücumlarının bir yan etkisi olarak açıklanan, sermaye girişlerindeki duraklamaları incelemektedir. Mevduat sahiplerinin ve yabancı yatırımcıların kendi kendini gerçekleştiren bir güven kaybı, finansal aracıları

vade öncesinde yatırımlarını likitleştirmeye zorlar. Üçüncü kuşak modeller bilançolarda paranın değer kaybetmesinin bilançolar üzerindeki etkilerine odaklanmaktadır (Vaugirad, 2007: 405).

İkinci tip modeldeki kritik bir kavram aşırı yatırım kavramıdır. Krugman “Pangloss aşırı yatırımı” fikrini ortaya koymuştur (Irwin ve Viens, 1999): *“Hükümet garantileri olmadığında, yatırımcılar sermayenin marjinal verimliliğinin dünya faiz oranına düşmüş olduğu noktaya kadar sermaye stokuna ek yapacaklardır. Fakat bu garantilerin varlığında, yatırımcılar dünyanın en iyi durumunda sermayenin marjinal verimliliğinin dünya faiz oranına düşmüş olduğu noktaya kadar aşırı yatırım yapacaklardır. Bunun nedeni, dünya kötü bir durumda iken yatırımcıların hiçbir şey kaybetmeye dayanamaması, fakat iyi bir durumda ise yatırımcıların yükümlülüklerinden daha fazla kar elde edecek olmasıdır.”* Bu fikir üzerinde daha çok düşünen Schneider ve Tornell (2004) şişme-sönme vakalarını ele alan ve kurumsal finansmanda sektör asimetrisini vurgulayan bir teori önermişlerdir. Bu tür bir araştırma, literatürde nispeten az ilgi görmüş ilave bir gerçekler setine dayanmaktadır: şişme-sönme vakalarının çoğunda ticarete dayalı sektörler ile ticarete dayalı olmayan sektörler oldukça farklı hareket etmektedirler. Şişme zamanında verilen garantili kredilerin çoğu ticarete söz konusu olmayan sektöre gitmiş ve çoğu şüpheli alacak daha sonra burada ortaya çıkmıştır. Ticarete söz konusu olmayan sektördeki yöneticiler eğer reel döviz kurunun dalgalanmasını bekliyorsa “para birimlerinde uyuşmazlık” yaratmayı optimal bulurlar ve böylelikle iflas riskini göze alırlar. Örneğin, yöneticilerin reel değer kaybının gerçekleşebileceğine inandıklarını varsayalım. Garantiler söz konusu olduğunda, borcu ticarete söz konusu mallar cinsinden değerlendirerek reel döviz kurunun etkilerini koordine etmek onlar için anlamlı hale gelir. Bu durum, firmaların gelirlerinin reel döviz kuruna bağlı olmasına karşılık yükümlülüklerinin buna bağlı olmadığı anlamına gelen bir para birimi uyuşmazlığı yaratır.

Üçüncü kuşak kriz yaklaşımı, para biriminin değer yitirmesinden kaynaklanan bilanço hareketlerine özel bir vurgu yapar. Borçlarının büyük bir kısmı yabancı para cinsinden olan ve kredi sıkıntısı içindeki firmalar, yetersiz ipoteğe dair kendi kendini gerçekleştiren tahminlere karşı savunmasızdır, çünkü bekleyişlerdeki bu kayma reel devalüasyona neden olan bir sermaye çıkışını tetikler (Vaugirad,

2007: 405). Krugman (1999) bir firmanın bilançosu ile ilişkili problemin iki yanını incelemiştir. İlk olarak, bilançolardaki kötüleşme krizin kendisine neden olmada hayati bir rol oynar. İkinci olarak, krizin başlamasından sonra toparlanmaya yönelik beklentiler, denilenlere bakılırsa, azalan satışlar, yüksek faiz oranları ve değer yitiren para birimi nedeniyle sermayesi birçok durumda yok edilen firmaların zayıflayan finansal koşulları yüzünden özellikle zordur. Dikkat ediniz ki bu bilanço problemleri akabinde bankalardaki donuk kredilerin bir sebebi olsa da bu tür krediler bir bankacılık problemi değildir; bankaların sermayelerinin yeniden yapılandırılması bile finansal açıdan zayıflamış firmalar problemini çözümsüz bırakacaktır.

Üçüncü kuşak modellerin özel bir yanı, aksak bir finans piyasasında bağlayıcı bir kredi kısıdı yoluyla (bağlı döviz kurunu terk etme kararının yanı sıra) para politikasına bir rol sunmalarıdır. Eğer firmaların yurtiçi piyasadaki kaldırıcı önemli derecede düşürülürse, onlara yabancı para cinsinden büyük miktarda borç biriktirmekten başka şans tanınmayabilir. Yurtiçi piyasalarda mevcut borç verme miktarı nominal faiz oranına bağlı olduğu zaman merkez bankası firmanın yatırım kabiliyetini daha da düşürerek krizi derinleştirebilir. Üçüncü kuşak modellerde faiz oranındaki bir artış borç verme miktarını oldukça fazla etkileyebilir ve firmaların finansal sermayeye erişimini daha da kısıtlayabilir (Chiodo ve Owyang, 2002). Eğer para politikası, faiz oranlarını yükselterek döviz kurunu korursa, bu durum gelecekteki yerli para cinsinden gelirin şimdiki değerini düşürecektir. Eğer döviz kurunu korumamayı seçerse, bu durum hem cari hem de iskonto edilmiş gelecekteki gelirin dolar cinsinden değerini düşürecektir. Eğer firmaların ve bankaların herhangi bir yükümlülüğü varsa, her iki durumda da sorun yaşayacaklardır. Genel olarak, özel sektörün veri bir bilanço yapısı için döviz kuru beklentilerindeki ters bir kaymadan kaynaklanacak zararı asgariye indiren bir para politikası olacak şekilde bir değiş tokuş söz konusu olacaktır. Fakat bu ufak zarar, para biriminin çöktüğü bir krizi tetiklemeye yetecek kadar büyük olabilir (Jeanne ve Settlemeyer, 2002).

Optimal faiz oranı politikası olarak nitelendirilen, en düşük ekonomik zarara neden olan para politikası budur. Aghion, Bacchetta ve Banerjee (2000) para krizlerinde optimal faiz oranı politikasını analiz etmişlerdir. Bu yazarlar, yüksek yurtiçi nominal faiz oranlarının genel olarak daha güçlü bir döviz kuruna neden olması ve böylelikle, yabancı para cinsinden borçları olan yerli firmaların finansal

durumlarını iyileştirmesi gerekirken yüksek yurtiçi faiz oranlarının ayrıca yerli firmaların cari borç yüklerini de arttırma ve böylelikle ne zaman kredi sıkıntısı içinde olsalar onların daha çok yatırım yapma ya da basitçe iflastan kaçınma kabiliyetini azaltma eğiliminde olacağını gözlemlemişlerdir. Bu ise, döviz kurunu daha da baskı altına alan olumsuz bir geribildirim yaratabilir. Yazarlar, ya yabancı para cinsinden borçların payının çok fazla olmadığı, ya da ekonominin kredi tahsisinin ve böylelikle yurtiçi yatırımın ve üretimin nominal faiz oranlarındaki değişikliklere karşı oldukça duyarlı olması anlamında finansal kırılganlık sergilediği para krizinden sonra sıkı para politikası uygulamanın arzu edilir bir şey olmayabileceğini önermişlerdir. Dolayısıyla, kesin sonuçlara varmadan önce yerli firmaların finansal yapılarına daha yakından bakmak gereklidir.

4.4.4.1. İkiz Krizler ve Ahlaki Tehlike

Parasal krizler döviz rezervlerinde kayıp anlamına gelmektedir ve bu da paranın değer kaybıyla neticelenmektedir. Kaminsky ve Reinhart (1999) para krizini döviz kuru değişiminin ve merkez bankası döviz rezervleri değişiminin ağırlıklı ortalamasından oluşan bir endeks değeri olarak hesaplamaktadırlar. Bankacılık krizleri ise Kaminsky ve Reinhart’a (1999) göre bir veya birden çok bankanın kapatılması, bankaların birleşmeleri veya kamu tarafından el konulması ile ortaya çıkmaktadır. Bundan ilave bankacılık sistemindeki kriz kapanma, birleşme, veya devlet tarafından el konmanın olmaması, ancak en az bir önemli finansal kuruluşu büyük miktarda devlet yardımının yapılması halinde de ortaya çıkmaktadır. Bankacılık krizleri hemen hemen her zaman para krizleri ile ilişkilidir. İkiz kriz kavramı bankacılık krizleri ile ikiz krizler arasındaki bu etkileşime bağlı olarak ortaya atılmıştır. Bankacılık krizinin para krizine yol açma olasılığı Kaminsky ve Reinhart’a (1999) göre tersi olma durumundan daha yüksektir. Para krizi bankacılık krizini şiddetlendirmektedir, fakat bankacılık krizi para krizini tetiklemektedir.

Kaminsky ve Reinhart’a (1999) göre bankacılık sektörü problemlerinin başlangıcı çoğunlukla ödemeler bilançosu krizinden öncesine denk gelir. Gerçekten, bir bankacılık krizinin yolda olduğunu bilmek gelecekteki bir para krizi tahmin etmede yardımcı olur. Fakat bu nedensel ilişki yine de tek yönlü değildir. Yazarlara

göre paranın çöküşü bankacılık krizini derinleştirir ve bu da bir kısır döngü başlatır. Yazarlar ayrıca, kısmen de olsa, ticaret hadlerinde kötüleşme, kamu sektörüne yönelik krediler, aşırı değerlenmiş bir döviz kuru ve artan kredi maliyeti yüzünden her iki kriz öncesinde durgunluğun ya da en azından normalaltı ekonomik büyümenin yaşandığını göstermişlerdir. Böyle bir durumda özellikle ihracat çok olumsuz etkilenir. Yazarlar, krizlerin genel olarak zayıf ve kötüleşen ekonomik büyüklüklerin ardından geldiğine işaret etmektedirler.

Geleneksel makroekonomik krizlere ilişkin göstergeler spekülasyon saldırılarının zamanlamasını genellikle tahmin edememiştir. Bunun nedeni çoklu denge olasılığını dikkate almamaları ve spekülasyon saldırılarının makroekonomik sebeplerini görmezden gelmeleridir. Son zamanlarda elde edilen kanıtlar makroekonomik teşviklerdeki bozulmalar ve kurumsal yönetim sistemleri ile ilgili problemlerin birçok para krizinin merkezinde olduğunu ortaya koymuştur. Genellikle, bankacılık krizleri ödemeler bilançosu krizlerinden önce geliyor gibi görünüyor ve bu ilişki de son otuz yıl içinde daha da güçlenmiş gibi görünmektedir (Buch ve diğerleri, 1999).

Kaminsky ve Reinhart'ın (1999) ortaya koyduğu çerçeveden hareketle ödemeler bilançosu krizleri, döviz kuru rezerv değişiklikleri kombinasyonu ile ortaya çıkan, döviz piyasası türbülansındaki ani artış olarak tanımlanabilir. Buch, Heinrich ve Pierdzioh (1999) bu tanıma önermişlerdir çünkü bu, ödemeler bilançosu krizlerinin süreçlerden ziyade olaylar olduğunu ima etmektedir. Bunun yanı sıra, kavramın kendisi “spekülasyon saldırı” kavramı ile eşanlamli olarak kullanılmaktadır. Bir bankacılık krizi, ticari bankaların net değerindeki ani bir düşüşle karakterize edilmektedir. Böylelikle, bir kriz bankaların gelirlerinde bir düşüş ya da maliyetlerinde bir artış ile başlatılabilir. Araştırmaların çoğu, bankaların bir otomatik mevduat sigorta sistemi ile kapsandığını ve uygun bir şekilde denetlenmediklerini göstermişlerdir. Fakat ödeme gücü çeken yerli bankalar, belli bir borçlanma limitine ulaşılan kadar dışarıdan borçlanarak iflastan kaçınabilir (Velasco, 1987). Bundan sonra bankalar gerçekten iflas bildiriminde bulunur ve hükümet onların (dış) yükümlülüklerini üstlenir. Bütçe açığında ortaya çıkan artış yurtiçi para genişlemesi ile finanse edilir. Bu parasal genişleme sonuçta döviz kuru çapısıyla çatışır ve nihayetinde bir spekülasyon saldırı gerçekleşir. Buradaki temel bir gözlem, eğer özel ajanlar büyüyen kamu borcunun sonuçta hükümetin bir yükümlüğü olacağını

algırlarlarsa o zaman büyük bir finansal açığın varlığı, bir istikrar programının, özellikle de bir sabit döviz kuru rejiminin sürdürülmesine dayalı olan bir programın uygulanabilirliğini zayıflatmada anahtar rol oynar.

Birçok yazar, bankaların likidite problemine yüksek bir öncelik vermiştir. Örneğin, Miller (1996) bankacılık krizini, bankaların para çekmelerini karşılamaya yetecek likiditeye sahip olmadığı ve bu nedenle nakit ödemeleri sınırlandırmak zorunda kaldığı bir durum olarak tanımlamaktadır. Eğer spekülörler, para birimine yönelik bir saldırı için mevduat parasını kullanırsa o zaman ödemeler bilançosu krizi ticari bankacılık sektörü için de bir krizi ateşleyebilir. Akabinde Goldfajn ve Valdes (1997) sermaye akımları ile ikiz krizler arasındaki etkileşimleri analiz etmişlerdir. Yazarlar, her iki krizin rasyonel karar alma nedeniyle birlikte ortaya çıktığı uygun bir çerçeve ortaya koymuşlardır. Modellerinde, kriz, likidite yaratan finansal araçlar tarafından güçlendirilen ve ekonominin diğer alanlarına yayılan içsel ve dışsal bir şok nedeniyle şiddetlenmektedir. Araçlar sermaye girişleri yaratabilirler, fakat bu sadece büyük sermaye çıkışları riski ile birlikte gerçekleşir. Yazarlar, yatırımın olgunlaşması için gerekli olan süre ile spekülörlerin zaman ufku arasında asimetri olduğunu varsaymaktadır. Tanım itibarıyla spekülörler kısa vadeli düşünürler. Kısa dönemde tüketimleri için kaynak talep ederler, ya da kısa dönemde diğer yerlerde faaliyette bulunabilme esnekliğine sahip olabilmek için likit varlıklara sahip olmak isterler. Araçlar spekülörlere bu varlıkları sunarlar ve karları, olgunlaşmak için zaman gerektiren verimli varlıklara yatırır. Diğer bir deyişle, likit olmayan varlıklarını likit varlıklara dönüştürürler. Ekonomiye daha fazla sermaye getirebilecek olan, fakat aynı zamanda hücum olasılığını beraberinde getiren tam olarak bu dönüşümdür. Yazarlar ayrıca, eğer kredi likidite yaratan araçlar aracılığıyla aktarılsa içsel ve dışsal ters şoklar, aksi durumda gerçekleşmeyecek olan hücumlar ve döviz kuru devalüasyonu yaratabilirler. Daha sonra devalüasyon, şokları ekonominin diğer alanlarına iletir. Bu nedenle Goldfajn ve Valdes (1997) veri bir başlangıç şokunu şiddetlendirmeye olanak tanıyan ve güçlü sermaye hareketleri ve döviz kurunda aşırı tepkime yaratan şeyin araçların kırılgan finansal yapısı olduğu sonucuna varmışlardır.

Birçok yazar finansal ve parasal krizleri birbirleriyle ilişkili olgular olarak analiz etmişler ve ahlaki tehlikeye ikiz krizlerin altında yatan ortak faktör olarak

odaklanmışlardır. Diğer bazı yazarlar gibi Krugman (1998), Greenspan (1998) ve Fischer (1998) ahlaki tehlikenin Asya krizinin başlangıcındaki rolünü araştırmışlardır. Fischer (1998) Asya krizinin kaynaklarına ilişkin birkaç sebep üzerinde durmaktadır. Ona göre, IMF'in krizdeki ülkelere yardım etmeye çalışarak ahlaki tehlike yarattığı açıktır. Üye ülkelerdeki yetkililer aşırı risk alabilirler, çünkü eğer ciddi bir sorun yaşarlarsa, IMF'in onları kurtarmak için hazır olacağını bilirler. İkincisi, IMF kurtarmaya geleceği için yatırımcılar riskleri doğru bir şekilde değerlendirmezler (hatta değerlendirmeye bile zahmet etmezler) ve zayıf ekonomilere sahip ülkelere borç vermeye oldukça isteklidir.

Birçok ekonomist ahlaki tehlikenin önceki krizlere önemli bir şekilde katkıda bulunduğunda hemfikirdir. *“Faiz oranı ve kur riski-alma, aşırı kaldıraç, zayıf finansal sistemler ve bankalar arası fonlamanın hepsi de bir güvenlik ağının varlığı ile teşvik edilmiştir”*. Krizin orijinal kaynağı bankacılık sisteminde bulunabilir veya başka yerde olabilir. Buna karşılık, bu başlangıç koşulları genellikle, sorunlu bir olayı çöken bir krize dönüştüren bankacılık sisteminde bir probleme neden olur. Ulusal para otoritelerinin veya uluslararası finansal kuruluşların başarısız finansal sistemleri ve sağlam olmayan yatırımları kurtarmaya geleceğine ilişkin beklenti açıkçası aşırı risk almanın önemli bir unsurunu yaratmıştır. Kamu ve özel sektör yükümlülükleri arasındaki çizgi çoğu zaman bulanık hale gelir (Greenspan, 1998). Bunun yanı sıra, Krugman (1998) yükümlülükleri hükümet tarafında garanti altın alınan finansal araçları ahlaki tehlike için ciddi bir risk olarak görmüştür. Ahlaki tehlikenin gerçekten yatırım kararlarını bozduğuna dair bir uzlaşma söz konusudur. Öte yandan, finansal araçların krizde oynadıkları rol üzerinde tamamen uzlaşılmış değildir.

Kurtarma gerçekleştiğinde kurban ülke üzerinde derin bir etki yaratabilir. Mali açıklar kriz öncesinde düşük olsa da kurtarmalar gelecekteki mali dengeler üzerinde ciddi bir yük oluştururlar. Bir finansal krizin parasal yanı bu nedenle gelecekteki mali açıkların kısmen parasallaşacağına dair beklentiler yaratan finansal yapılanmanın beklenen mali maliyetlerinin bir sonucu olarak anlaşılabilir. Krizin finansal yanının ekonomik faaliyetlerde, gerekli yapısal uyarlanma ile tetiklenen ciddi bir düşüşe neden olabileceğini vurgulamak önem taşımaktadır. Bunun nedeni, yatırım projelerine yönelik üstü kapalı garantilerin özel sektörün karlı olmayan

projeler üstlenmesine neden olmasıdır. Ticarete söz konusu mallar sektöründe benimsenen teknolojinin ölçeği ve tipi optimal değildir. Ticarete söz konusu olmayan sektörde yatırımın karlılığı devalüasyonla birlikte reel döviz kurunda meydana gelen değişimlerden olumsuz etkilenmektedir. Ayrıca, krizin maliyetlerinin dağıtımı ve bunların liderliğin siyasi istikrarı üzerindeki etkileri hakkındaki politik belirsizlik uluslararası ve yerli yatırımcılar tarafından istenilen risk primini ciddi bir şekilde arttırabilir (Corsetti, Presenti ve Roubini, 2001: 11-46).

4.4.4.2. Ani Duruşlar ve Sermaye Akımları

Finansal krizlerin temel diğer bir özelliği, kriz zamanlarında çok kısa bir süre içinde gerçekleşen, sermaye akımlarında görülen ciddi daralmadır (ani duruşlar). Bunlar, uluslararası rezervler sabit kalacaksa, toplam talepte eşit bir daralmaya neden olacak çok büyük dalgalanmalardır. Bu nedenle, etkilenen tüm ülkeler, uluslararası rezervlerini eriterek sermaye girişlerindeki çöküşü yumuşatma kararı vermişlerdir (Calvo, 1998: 2003). Parasal olmayan bir ekonomide, hata ve noksanlar bir kenara bırakıldığında, sermaye girişleri aslında cari işlemler açığına eşittir. Böylelikle, sermaye girişlerinde ani bir duraklama cari işlemler açığında ani bir daralma anlamına gelir ki bu da çıktı maliyeti olmadan ticari mallar talebini düşürerek yumuşatılabilir. Buna karşılık, bu çıktı hiç de olası değildir. Reel döviz kuru dikkate alındığında, ticarete söz konusu mallara yönelik düşük talebin, ticarete söz konusu olmayan mallara yönelik düşük talebe eşlik etmesi muhtemeldir. Esnek fiyatlı bir dünyada sonraki durum daha yüksek bir reel döviz kuru (yani, ticarete söz konusu mallar karşısında ticarete söz konusu olmayan malların göreceli fiyatlarında azalma) anlamına gelir. Ani duruş, değişimin büyük oranda beklenmediği anlamına gelir ve bu nedenle ticarete söz konusu olmayan sektöre (örn. emlak), önceki göreceli fiyatların genel olarak kalıcı olduğu beklentisi içinde verilen krediler donuk hale gelebilir. Bu ise yaygın iflaslara neden olabilir.

Birçok yazar, yüksek sermaye hareketliliği yaşanan bir dünyada sermaye girişlerindeki “ani duruşların” GSYİH açısından oldukça yıkıcı olabileceğini ifade etmiştir. Bu yazarlara göre, ani duruşlar cari işlemlerde büyük tersinmelere ve maliyetli uyarlanma süreçlerine neden olma eğilimindedir (Edwards, 2004).

1990'ların para krizlerinden bu yana ekonomistler uluslararası sermaye akımlarının davranışlarını anlamaya yeniden ilgi göstermeye başlamışlardır.

Ani duruşlar, finansal bulaşma ve enformasyonel uyumsuzluklar, Nobuhiro Kiyotaki ve John Moore'un (1997) çalışmasına dayanan büyüyen bir teorik araştırma alanıdır. İlginçtir ki bu araştırma bazı kritik kavramları 1930'ların bir ekonomistinden ödünç almıştır. Borç deflasyonunu ciddi bir fiyat deflasyonu problemi olarak ilk defa vurgulayan Fisher (1933) olmuştur. O, kredilerin sabit bir nominal faiz oranı tanımladığı ve borçlular için ürünlerinin fiyatındaki düşüşe karşı korunma sağlamanın çok maliyetli olduğu, günümüzün gelişen piyasaları ile çok yakından ilişkili bir durum tanımlamıştır. Bir sektörün fiyatındaki keskin bir düşüş o sektörde birçok iflasa neden olur. Calvo ve Mendoza'ya (2000) göre bu etki gelişen piyasalardaki krizlerde büyük olabilir; sermaye girişlerinde büyük ve ani bir kesinti ("ani duruş") paranın hızlı bir şekilde reel değer kaybını tetikler ki bu da aslında ticarete söz konusu olmayan malların göreceli fiyatlarında bir çöküşü yansıtır.

Cari işlemlerdeki bir tersinmeden rahatlıkla ayırt edilebilen "ani duruş" kavramını kullandığımızda neyi kastettiğimizi burada netleştirelim. Cari işlemlerdeki tersinme, bir yılda cari işlemler açığında GSYİH'nin en az %4'ü kadar azalma olması olarak tanımlanabilir. Bir ani duruş ise büyük hacimlerde yabancı sermaye çekmekte olan bir ülkede sermaye girişlerinde meydana gelen ani ve büyük bir düşüş olarak tanımlanır (Edwards, 2004). Özellikle, bir yıl içinde net sermaye girişleri GSYİH'nin en az %5'i kadar azaldığında bir ani duruş gerçekleşmiş olur. Edwards (2004) ani duruşların ve cari işlemlerdeki tersinmelerin gerçekleşmesinin nedenlerini ve bu olguların ülkelerin ekonomik performansı üzerindeki etkilerini incelemiştir. Sonuçlar, bir tersinmenin yaşanma olasılığının büyük cari işlemler açığına, yüksek bir dış borç oranına, yurtiçi kredi hacminde hızlı bir büyüme oranına ve başlangıçta düşük bir GSYİH'ye sahip olan ve bölgelerinde sıkça ani duruş yaşanan ülkelerde daha yüksek olduğunu göstermektedir. Daha yüksek net uluslararası rezerv seviyelerine sahip olan ülkelerin bir tersinme yaşama olasılığı daha düşüktür. Ayrıca, kısa vadeli borç düzeyi ile tersinme yaşanma olasılığı arasında güçlü bir korelasyon söz konusudur. Yüksek finansal açıklık derecesine sahip olan ülkelerin cari işlemlerde tersinme ile karşı karşıya kalma olasılığının düşük olması özellikle önem arz etmektedir. Yani, küreselleşmeyi eleştirenlerin iddialarının aksine bu sonuçlar,

sermaye hesabı kısıtlamalarının var olmasının bir dış kriz olasılığını azaltmadığını ortaya koymaktadır.

Edwards (2004), ani duruşların ve cari işlemlerde tersinmelerin birbirleriyle yakından ilişkili olduğunu göstermiştir. Sonuçlar, sermaye hareketliliğini kısıtlamanın tersinme yaşanma olasılığını düşürmediğini ortaya koymaktadır. Cari işlemlerdeki tersinmeler ise, reel büyüme üzerinde, yatırım üzerindeki doğrudan etkilerinin ötesinde olumsuz bir etkiye sahiptir. Regresyon analizi, cari işlemlerde tersinmelerin büyüme üzerindeki olumsuz etkilerinin ülkenin ticari açıklık derecesine bağlı olacağını ortaya koymuştur. Daha açık ekonomiler, daha düşük ticari açıklık derecesine sahip ülkelere göre, trende göre düşük büyüme açısından daha az etkilenecektir. Öte yandan, finansal açıklık derecesi yoğunluk (tersinmeler bununla reel ekonomik performansı etkilemektedir) ile ilişkili görünmemektedir. Ampirik analizler ayrıca daha esnek döviz kuru rejimlerine sahip olan ülkelerin, daha katı döviz kuru rejimlerine sahip olan ülkelere kıyasla, tersinmeden kaynaklanan bir krizi atlama konusunda daha iyi olduklarını ortaya koymuştur.

4.5. SERMAYE HAREKETLİLİĞİ VE PARASAL BİRLEŞME

Avrupa ölçeğindeki ortak para birimi Avro, Avrupa Para Birliğinin bir ürünüdür. 1970'e kadar Avronun varlığı gereksiz görülüyordu. Gros ve Thygesen'in (1998) belirttiğine göre en azından bu Delors Komitesi ve Werner Planı tarafından benimsenen bir görüştü.

1970 Werner Planında Delors Raporu için, para birliği için gerekli üç koşul vardır: a) para birimlerinin tam ve geri alınamaz konvertibilitesinin sağlanması; b) sermaye işlemlerinin tamamen serbestleştirilmesi ve bankacılık ve diğer finansal piyasaların tam entegrasyonunun sağlanması; ve c) dalgalanma marjlarının kaldırılması ve döviz kuru paritelerinin değişmez bir şekilde sabitlenmesi.

Delors Raporundan (1989) "Tek para biriminin katı bir şekilde kabul edilmesi, para birliğinin oluşturulması için çok gerekli değilken psikolojik ve politik sebepler kadar ekonomik sebepler için para birliğinin doğal ve arzulanan bir gelişmesi olarak da görülebilir. Tek para birimi, para birliğine girişin tersine çevrilmezliğini çok net olarak gösterir, Topluluğun para yönetimini önemli ölçüde

kolaylaştırır ve para birimlerini birbirine çevirmeye ilişkin işlem maliyetlerini ortadan kaldırır. Tek para birimi, istikrarlılığının garantilenmesi koşuluyla, diğer büyük para birimleri karşısında Topluluktaki herhangi bir bireysel para biriminden çok daha fazla ağırlığa sahip olacaktır. Ulusal para birimlerinin tek para birimiyle değiştirilmesi, bu nedenle paritelerin kilitlenmesinden sonra mümkün olduğunca çabuk yapılmalıdır”.

Parasal uyumun iki önemli bileşeni vardır (Corden, 1972). İlk bileşen, döviz kuru birliği, yani döviz kurlarının birbirleriyle kalıcı ve geri çevrilemez bir ilişkiye sahip olduğu bir alan olarak isimlendirilebilir. İkinci bileşen ise konvertibilite – alan içerisinde para veya sermaye işlemleri için tüm kambiyo kontrollerinin kalıcı olarak ortadan kalkmasıdır. Fakat Corden (1972) üye ülkelerin birlik içerisinde sabit döviz kuru ilişkilerini sürdürmeye hemfikir olacağı, ama açık bir ekonomik politika entegrasyonunun, ortak yabancı döviz rezerv havuzunun ve tek bir merkez bankasının olmadığı bir anlaşma düşünmüştür. Corden’e (1972) göre, bu sahte bir döviz kuru birliğidir. Yani, kendisi (1972) tam bir para birliğinin oluşturulması için tek para birimine geçilmesini gerekli olarak görmektedir.

Döviz kuru birliğinin sermaye hareketleri üzerindeki etkileriyle ilgili olarak, döviz kuru birliği kurulmasının sermaye hareketleri üzerindeki etkileri aracılığıyla olumlu sonuçları olabileceği iki yön vardır: istikrar bozucu spekülasyonun azalması ve sermaye hareketliliğinde artış (Corden, 1972). İlk olumlu etki birlik içerisinde döviz kurlarının tam ve kalıcı bir şekilde sabitlenmesinin, birlik ülkeleri arasında istikrar bozucu kısa dönem spekülatif sermaye hareketlerine son verecek olmasıdır. Döviz kuru birliği oluşturmadan elde edilecek ikinci olası kazanç uzun dönem sermaye hareketliliğindeki artışla gelebilir, çünkü döviz kuru risklerinin azalması sermayeyi faiz oranı farklılıklarına karşı daha duyarlı hale getirecektir. Corden (1972) tam bir döviz kuru birliğine varma sürecinin uzun bir sözde-birlik dönemi gerektirebileceğini vurgulamıştır¹⁶. Yani tam birlik kurumlarını oluşturmadaki başarısızlıktan dolayı, sabit kurların sürdürülebileceğine dair mutlak garanti

¹⁶ Corden’e (1972) göre sözde döviz kuru birliği tam döviz kuru birliğinden veya parasal birlikten ayrılmaktadır. Sözde döviz kuru birliğinde “döviz kurları sabitlenmekte, fakat birliğe üye her bir ülkenin ulusal para politikaları ulusal merkez bankaları tarafından gerçekleştirilmekte, ortak yabancı döviz rezervi havuzu bulunmamakta ve ekonomi politikalarının açık entegrasyonu söz konusu olmaktadır”(Corden, 1972: 3). Fakat tam döviz kuru birliği veya parasal birlikte ise tek merkez bankası ve birlik içerisinde tek bir para söz konusudur.

vermeksizin sabit kurları sürdürme girişimi gerektirecektir. Döviz kuru birliği ilişkilerini bir sözde kur birliği aracılığıyla sabitlemek cari işlemler veya sermaye hesabı işlemleri üzerinde sınırlamaların getirilmesine ve yoğunlaştırılmasına yol açacak şekilde ödemeler bilançosu üzerinde baskılar yaratabilir. Sonuç olarak, sözde bir kur birliğinin sürdürülme çabası içerisinde ticaret entegrasyonu zarar görebilir. Benzer şekilde, sermaye işlemlerinin konvertibilitesi de kaybolabilir (Corden, 1972).

Bazı ülkeler Avrupa Para Sistemi'nin (APS) Döviz Kuru Mekanizması (DKM) aracılığıyla parasal bağımsızlıklarından uzun zaman önce büyük oranda vazgeçmişlerdir. Fransız başkan Valéry Giscard d'Estaing ve Alman Şansölyesi Helmut Schmidt tarafından tasarlanan Avrupa Para Sistemi Mart 1979'da işlemeye başladı. Her iki lider de ABD doları istikrarsızlığının Avrupa içi döviz kurları üzerindeki etkilerine karşı durmayı hedefliyorlardı. APS kısa dönem nominal kur dalgalanmalarını sınırlandırmada başarılı oldu; fakat bu, çoğu üye ülkede sermaye kontrollerine devam etme ve ayrıca periyodik olarak katı kur ayarlamaları pahasına gerçekleşti. APB'ye karşı mevcut çekim, Avrupa Komisyonu (AB yönetim organı), Jacques Delors başkanlığında "1992" ortak pazar tamamlama girişimini tasarlayıp başarılı bir şekilde teşvik ettiği 1985'ten sonra Avrupa'da meydana gelen geçici ekonomik iyileşmede ortaya çıkmıştır. Anahtar bileşenlerinden biri sermaye akımlarının tamamen serbestleşmesiydi (Yunanistan 1994 yılında kısıtlamalarını kaldırdığı zaman AB genelinde başarıya ulaşmıştır). Bu yüksek sermaye hareketliliği derecesi, yaklaşmakta olan kur ayarlaması şüphesinin bile büyük çapta sınır ötesi sermaye akımlarını tetikleyebileceğini ima etmektedir (Obstfeld, 1997).

Sabit döviz kurlarının bir para kuralı olarak yorumlanması, Hefeker'e (2000) göre APS vakasında önemli ölçüde destek bulmuştur. Fiyat istikrarı konusunda düşük performansla sahip Fransa ve İtalya gibi ülkelerin iki haneli enflasyon rakamlarını Alman markına sabitlenerek daha ılımlı seviyelere çekebildikleri fikrini destekledi. APS, Bretton Woods'dan daha iyi bir sistem kurma ve bir avuç ülke için ayarlanabilir bir sabitleme rejimini yürürlüğe sokma girişimiydi (Bordo, 1995). 1979'dan 1985'e kadar, APS, Avrupa içerisinde hem nominal hem de reel döviz kurlarını stabilize etmede ve üyelerin enflasyon oranları arasında uyumsuzlukları azaltmada başarılı olmuştur. APS'nin başarısı, Almanya'nın düşük enflasyona

kuvvetli şekilde adanmış ve merkez ülke olarak hareket ediyor olmasıyla Bretton Woods gibi, büyük ölçüde asimetrik bir sisteme dönüşmesine dayandırılmıştır.

Ama birkaç yıllık olumlu performansına karşın APS, 1992 yılında, problemin kaynağı farklı olmasına rağmen Bretton Woods'un sorunlarıyla aynı çeşit baskılara tabi tutulmuştur. Bretton Woods döneminde, çöküşüne neden olan şok Birleşik Devletler'de enflasyonun hızlanmasıydı. APS döneminde şok, tahvil-financemanlı Alman yeniden birleşmesi ve Bundesbank'ın takip eden deflasyonist politikasıydı. Her iki durumda, sistemin çökme nedeni diğer ülkelerin merkez ülke politikalarını kabul etmek istememeleriydi. Bretton Woods dönemindeki gibi, APS genel bir ayarlama seçeneğini içermesine rağmen hem geliştirilmiş sermaye hareketliliği, hem de müşterek bir para birimine ilişkin Maastricht taahhüdü bunu gerçekleştirilemez bir çıktı haline getirmiştir.

APS'nin ilk yıllarında sermaye kontrollerinin işlemlerini anlamak için iki önemli noktaya temas edilmelidir (Kenen, 1995). Birincisi, Alman markı APS içerisinde dünya standartlarındaki tek para birimiydi. Az sayıda yabancı, ellerinde diğer APS para birimlerinden büyük miktarlarda para veya bu para cinsinden varlıklar tutmuşlardır. Bu diğer para birimleri karşısında spekülasyon yapmak için yabancılar, o zaman, bunları borçlanıp spot piyasada satmak veya ileride teslim kaydıyla satış yapmak zorunda kalmışlardır. Bununla birlikte, akabindeki sermaye kontrolü Fransız ve İtalyan bankaların yabancılara direkt olarak veya Europara piyasası yoluyla borç vermesini önledi. Bu nedenle, kredi arzı esnek değildi ve Europara faiz oranları her ayarlama beklentisi olduğunda çok keskin bir şekilde yükseliyordu. Bu oranlar yükseldiğinde ayrıca, yabancı döviz tacirleri için gelecekteki pozisyonlarını teminat altına almak pahalı bir hale gelmiş ki, bu da devamında müşterilerinin vadeli frang veya liret satışlarını pahalılaştırmıştır.

İkincisi, APS'nin müdahale kuralları ve kredi düzenlemeleri zayıf para birimine sahip ülkeleri rezervlerini tüketmekten ve devalüasyona zorlanmaktan korumuştur. APS, zayıf para birimine sahip ülkelerin rezervlerini yiyip bitiren sermaye çıkışlarına sebep olmalarından dolayı devalüasyon beklentilerinin kendi kendini gerçekleştirdiği ödemeler dengesi krizlerine koruma olacak şekilde tasarlanmıştır. Ne zaman bir ülkenin para birimi ortaklarından birinin para

birimleriyle karşılaştırıldığında bant limitine ulaşsa ortağın döviz kurunu bant içerisinde tutmak için esirgemeksizin araya girmesi bekleniyordu.

1980’lerde Avrupa, sermaye hareketlerinin serbestleşmesine doğru büyük bir adım atmıştır. Uygulamada, ticaret liberalizasyonu sermaye liberalizasyonu üzerinde uzun süre daha öncelikli olmuştur. Sermaye hareketi serbestîsinin genel olarak ortak hedef kabul edilmesi ancak 1985’te İç Pazarın tamamlanması üzerine Beyaz Kitab’ın (Devlet İşleri Raporunun) (the White Book) yayınlanmasından sonra olmuştur. AET içinde serbest sermaye hareketine doğru yönelim Avrupa birleşmesi sürecinde önemli bir ilerlemenin gerçekleştiği dönemde meydana gelmiştir. 1986 yılında imzalanan ve bir yıl sonra tasdik edilen Avrupa Tek Senedi’nde, iç Pazar kurulması yönündeki engellerin kaldırılmasına kolaylık sağlayacak ilkeler ve prosedürler kabul edilmiştir. Tek Senedin amacı Avrupa içerisinde insan, mal ve sermaye’nin tam hareketliliğini sınırlandıran yasalardaki boşlukları gidermekti. 1988 yılında sermaye liberalizasyonu ile ilgili görüşmeler bitirildiği zaman Fransa, ekonomik ve para birliği meselesini tekrar ajandaya koyma inisiyatifi kullandı. 1 Temmuz’da Topluluk özünde tam sermaye hareketi serbestîsinin kurulması ve geri kalan üye devletlerin en kısa zamanda bu serbestîyi getirmeleri için katı taahhütlerle APB’nin ilk aşamasının başladığı ilan edildi. Sonunda, hızla ilerlemeye yönelik siyasi irade karşı konulamaz hale geldi. Şaşırtıcı bir şekilde ve tüm tarihsel anlaşmazlıklara karşın, Aralık 1991’de Maastrich’te Avrupa Birliği ile ilgili yeni bir Antlaşma üzerinde fikir birliğine varıldı (Bakker, 1996).

Wyplosz’ın tanımlaması şöyledir: *“para birliğine doğru hareketi kaçınılmaz hale getiren son zararsız görünümlü adım. Sebep, Avrupa’da “imkânsız üçleme” ilkesi olarak bilinen, Mundell-Fleming açık ekonomi ders kitabı modelinin doğrudan çıkarımıdır.”* Bu ilke aşağıdaki üç özelliğin sadece ikisinin birbirleriyle uyumlu olduğunu ileri sürmektedir: tam sermaye hareketliliği, para politikası bağımsızlığı ve sabit döviz kuru. Uyumsuzluk, tam sermaye hareketliliği altında bir ulusun yurtiçi faiz oranının dünya faiz oranına bağlı olmasından kaynaklanmaktadır. Daha kesin olarak, yurtiçi ve dünya faiz oranları arasındaki her fark döviz kurunun beklenen değer kaybı oranına eşittir; yani eğer faiz oranı yurtiçi piyasada %5 ve küresel piyasalarda %3 ise bu küresel para piyasaları bu yıl paranın %2 oranında değer kaybetmesini beklerler. Bu, faiz paritesi koşulu olarak bilinmektedir: bütünleşik mali

piyasaların beklenen varlık getirilerini denkleştirdiği ve böylece değer kaybetmesi beklenen bir para birimindeki varlıkların tam olarak telafî edici daha yüksek bir getiri sunması gerektiği anlamına gelmektedir. Bağımsız bir para politikası yürütmek isteyen bir ülke yurtiçi ekonomisi için faiz oranlarını yükselterek veya düşürerek döviz kurunun piyasada dalgalanmasına izin vermelidir. Bunun aksine, tam sermaye hareketliliğiyle karşı karşıya kalan ve döviz kurunu sabitlemek isteyen bir ülke yurtiçi faiz oranını parasını sabitlediği ülkenin oranıyla tam aynı olacak şekilde ayarlamalıdır. Böyle bir senaryo içerisinde, para politikası dışarıda belirlendiğinden dolayı ülke etkili bir şekilde para politikası bağımsızlığını kaybetmiştir.

Bu para politikası bağımsızlığı veya esnekliğinin kaybı ekonomik ajanlar için tavsiyeler barındırmaktadır. İlk olarak, yurtiçindeki çıkar grupları sabit kur politikasından faydalanabilirler ve onu destekleyeceklerdir (Hefeker, 1996). Ama bununla birlikte, dışsal şoklar uluslararası düzenlemelerin çökmesine ve esnek döviz kuruna geçmeye neden olarak iç siyasi dengeleri değiştirebilirler. Bir ülke negatif şoklara maruz kalır ve döviz kuru hiç önemli olmazsa, merkez bankası hâsılayı stabilize etmek için genişletici açık-piyasa politikaları başlatabilir. Eğer ülke bir döviz kuru hedefinin sürdürülmesine adanmış olsa, kur ayarlaması imkânsız olur, çünkü yurtiçi kredilerdeki ani yükselme döviz kuru istikrarlılığında güven eksikliğine sebep olarak uluslararası rezerv kaybı yaratma tehdidi oluşturur. Bu durumda, artan ücret esnekliği ve sektörler ile ülkeler arasında işgücü hareketliliği gibi diğer uyarlanma kanallarına ihtiyaç duyulur, çünkü işçi sınıfı ya işsizlikten ya da ücret kısıtlamalarından mağdur olur.

Sabit döviz kuruyla bağlanmış bir grup ülke negatif şoklardan benzer şekilde etkilenirse uluslararası koordineli bir para arzı artırımını hiçbir döviz kurunun zarar görmeyeceği bir şekilde başlatmak mümkün olur. Bu durumda, döviz kuru esnekliğinden vazgeçmek hiçbir maliyete sebep olmaz, çünkü optimal parasal tepki bütün ülkeler için aynı olur. Sadece asimetrik şoklar asimetrik tepkiler gerektirir.

Eğer parasal birliğin lehine ve aleyhine olan genel savları tartışırsak literatürde iki anapara birliği maliyeti belirlenebilir: yüksek enflasyona sahip ülkelerde senyoraj kaybı ve döviz kurunun makroekonomik bir silah olarak kaybı. (Yönetilen) dalgalı rejim ile karşılaştırıldığında –özellikle işadamları tarafından– en çok dile getirilen avantaj döviz kuru volatilitesinde ve belirsizlikte bir düşüştür

(Bean, 1992). Hefeker (2000) Avrupa’da tam para birliğine doğru gidiş kararının bir sebebinin döviz kuru ayarlamalarından elde edilen çıkarların zaman içerisinde azalması olduğunu iddia etmiştir. Para birliği kararına katkıda bulunan bir diğer faktör de yüksek sermaye hareketliliğidir. Eğer sermaye ülkeler arasında yüksek oranda hareketliyse spekülasyon saldırıları muhtemeldir. Politika yapımcılar artık sabit ve esnek döviz kurları arasında değil, para birliği ile esnek oranlar arasında seçim yapacaktır.

Parasal bütünleşmenin yabancı yatırım ve uluslararası sermaye akımları için derin sonuçları vardır. Kaminski (2001) politikayla yönlendirilen bütünleşmenin DYY’ı (Doğrudan Yabancı Yatırım) cezbetmesindeki rolünü ve ODAÜ’nün (Orta ve Doğu Avrupa Ülkeleri) AB ile ticaret entegrasyonu üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Politika teşvikli entegrasyon sürecinin yabancı sermaye girişi üzerindeki etkisi iki mislidir. İlk olarak, yabancı yatırımcıların karşılaştıkları riski azaltarak ve ülkenin ticaret ortamını iyileştirerek direkt ve portföy yatırım akımını çoğu zaman diğer bölgelerden çekerek artırır. Bunlar, şirketlerin ticaret engellerini aşma ve gelişmekte olan ölçek ekonomilerinden faydalanma arzusuyla ayrıca desteklenebilir. İkincisi, yatırım harcamalarında artış yabancı ortaklığı, kurumsal yönetimdeki gelişmeler kadar daha iyi teknolojilere ve teknik bilgiye dayanan daha hızlı endüstriyel bir yeniden yapılanmaya katkıda bulunur. Yabancı yatırımın geleneksel ekonomi açıklamalarında sıkça ihmal edilen önemli bir yönü DYY’nin ana şirketin dağıtım kanalları aracılığıyla uluslararası piyasalara daha kolay erişim imkânı tanınmasıdır. Gözlemler, uluslararası piyasalarda var olmanın çoğu zaman önemli kaynakların harcanmasını gerektirdiğini göstermektedir. Kaminski (2001), vasıfsız emek-yoğun sisteminden ve doğal kaynak yoğun ürünlerden vasıflı emek-yoğuna ve teknoloji bazlı ürünlere kaymada DYY’nin ana sorumlu olduğunu göstermiştir. Macaristan ve Polonya’dan gelen deneysel veriler DYY’nin ODAÜ’nde vasıflı işgücünü ve teknoloji yoğunluklu üretim hatlarını arttırdığını göstermektedir.

Ayrıca, politika entegrasyonunun etkileri çoğu zaman ekonomik ajanlar tarafından tahmin edilmektedir. Egger ve Pfaffermayr (2004) 1990’larda AB entegrasyon sürecinde meydana gelen üç farklı olayın karşılıklı Avrupa DYY ilişkileri üzerindeki etkisini göstermişlerdir: Ortak Pazar Programı, 1995 genişlemesi ve AB ile ODAÜ arasındaki Avrupa Anlaşmaları. Ortak Pazar Programı’nın 1985

Avrupa Komisyonu Raporu'nda düzenlendiği gibi ilan edilmesinin olumlu bir etkisini tanımlamışlardır. Benzer beklenti etkilerinin diğer yeni entegrasyon adımlarında da mevcut olduğunu göstermişlerdir.

Uzun süreli bir perspektiften bakıldığında entegrasyon DYY'nin şeklinde daha derin bir değişime yol açabilir. Buch (1999) AB'ye üyeliğin sermaye piyasası entegrasyonunu önemli bir dereceye kadar arttırmasının ve dev sermaye girişlerini tetiklemesinin olası olup olmadığı konusuna odaklanmıştır. Elde ettiği sonuçlar sermaye akımlarının şekil değiştirmesinin entegrasyon sürecinde yer alan ekonomileri belli tür sermaye akımlarında daha bağımsız yapabileceğini ve bu nedenle sözü edilen ekonomilerin ödemeler dengesi pozisyonlarının sürdürülebilirliğini arttırabileceğini göstermiştir. Bu, özellikle AB üyeliğinin, yeni üyelerin finansal sektörlerine girmek için, kalan engelleri ortadan kaldırmalarını ve uluslararası bankacılık standartlarını ve buna bağlı olarak kurumsal istikrarı benimsemelerini gerektireceğinden dolayı doğrudur. Bu açıdan bakıldığında, ileri sermaye hesabı liberalizasyonunun faydaları böyle bir stratejinin risklerinden daha ağır basmaktadır.

4.6. SERMAYE AKIMLARI VE TÜRKİYE EKONOMİSİ

Türkiye 1980'lere, 1970'lerin sonlarında başlayan derin bir borç ve ödemeler dengesi krizine bir tepki olarak liberalleşme yoluyla istikrar denemesiyle başladı. Program ilk başta belli bir başarı yakalamış ve içe dönükten dışa dönük bir gelişme stratejisine geçişin başarılı bir örneği olarak büyük ölçüde methedilmiş ve çokuluslu kurumlar tarafından da cömertçe desteklenmiştir. 1980'de üç haneli seviyelerdeki enflasyon takip eden iki yıl içerisinde yüzde 30 civarına düşürülmüştür. Yüksek enflasyonun düşürülme maliyeti feragat edilen hasıla anlamında görece küçüktü, şöyle ki GSYİH 1980 yılında yüzde 2 oranında küçülmüştür. Bunu, elverişli döviz kurları ve vergi iadelerinden büyük çapta teşvik indirimleriyle desteklenen sanayi ürünleri ihracatının iki haneli seviyelere yükselmesiyle, ihracata yönelik bir büyüme takip etmiştir. Ortalama GSYİH büyüme oranı 1983-1987 arasında yıllık yüzde 6'nın üzerinde seyretmiştir (Akyüz ve Boratay, 2002).

Bununla birlikte, yine 1987'den itibaren, enflasyon on yıllık dilimin son üç yılında ortalama yüzde 60'ı aşarak hızla yükselmiştir. Sermaye hesabının serbestleştirilmesi 1980 yılında başlamış ve 1989 yılında tamamlanmıştır. 1984 yılında, yabancı kur rejimi serbestleştirilmiştir. Bankaların yerleşiklerden yabancı döviz mevduatı almalarına izin verilmiş, aynı zamanda yerleşik olmayanlar da yabancı para cinsinden menkul kıymetler satın alabilmiş ve Türk Lirası cinsinden hesap açabilmişlerdir. Yerleşikler, yabancı menkul kıymetler borsalarında kote edilmiş yabancı hazine ve hükümet tahvilleri dahil olmak üzere menkul kıymetler alıp satabilmişlerdir. Her çeşit menkul kıymetin ithaline ve ihracatına izin verilmiştir. 1988 yılında, mevduat faiz oranları serbestleştirilmiştir. Serbestleştirilmiş bir sermaye hesabıyla, yüksek faiz oranları sıcak parayı çekmiştir ve bu da döviz kurunda reel bir değer artışına yol açmıştır. Yüksek yurtiçi faiz oranları yatırımı aksatmış ve -kısa dönem sermaye girişlerine bağımlılığı arttırarak- gayri menkuller için kredi maliyetlerini yükseltmiştir. Kısa dönem sermaye akımları serbestleştirme sürecinden sonra baskın olmuştur ve o zamandan beri seviyeleri değişkendir. Türkiye'de Doğrudan Yabancı Yatırımı oldukça azdır –1990'larda GSYİH'nın sadece %0,4'üdür (Pongsaparn, 2002).

Türk liberalizasyonu sermaye hesabını açmada ve yurtiçi sermaye piyasasını dünya finans piyasalarına oldukça iyi bir şekilde entegre etmede gayet başarılı olmuştur. Bununla birlikte, problem, sermaye hesabının serbestleştirilmesinin kamu sektörü finansman açığını kontrol etmeden uygulanması olmuştur. Büyük kamu sektörü açıklarından kaynaklanan yüksek faiz oranları, parasal büyüklüklerde bir artışa ve daha sonra gerileme ve enflasyonist beklentilere yol açan reel bir parasal değer kaybına yol açarak sermayenin içeri akmasına sebep olmuştur (Altınkemer, 1995).

Türk ekonomisinde kısa dönem sermaye girişlerinin ekonominin makroekonomik yapısı üzerindeki etkisini göstermek çok önemlidir. Türkiye, sadece hükümetin müdahaleci olmayan politikasından dolayı değil, aynı zamanda halk tabakasını sosyal yeniden tahsis yoluyla yatıştırma girişiminden dolayı sermaye girişlerinin kötü kullanılması yönünde ilginç bir örnek teşkil etmektedir. Türkiye örneğindeki ayırt edici özellik kamu sektörünün spekülatif sermaye girişlerinden ileri gelen artan likiditeyi kamu harcamalarını finanse etmek için kullanmasıdır. Sermaye

girişlerindeki ani artış hem sermaye hesabı hem de kamu sektörü için makroekonomik koşulları kötüleştirmede önemli bir rol oynamıştır. Ayrıca değer kazanan bir reel döviz kuruna, artmış bir faiz oranına neden olmuş ve para arzıyla kredi stokunu genişletmiştir. Yentürk'ün (1999) tanımlamış olduğu ikinci anahtar nokta 1994 mali krizi boyunca hükümetin rolüdür. Aslında, sermaye girişlerinin kötü kullanılması ve krizin kötü yönetilmesi 1990 yılının başından beri Türk ekonomisinde mevcut olan istikrarsızlığın büyüklüğünü arttırmıştır. Üçüncü nokta, 1995 ve 1996 yılları arasında birçok temel büyüklüğün iyileşmemesi ve bunların bir kısmının çabucak kriz öncesindeki tatmin edici olmayan seviyelerine geri dönmüş olmasıdır.

Kısa dönem sermaye girişi aynı zamanda 2000 yılındaki Türk likidite krizinin de sebebidir. Sepetle karşılaştırıldığında döviz kuru için önceden belirlenen ve 18 ay süren bir yolun ilanını içeren Enflasyonu düşürme programı, döviz kuru riskini ortadan kaldırmıştır. Daha önce bahsedilen mali politika önlemleri ve yapısal reform önlemleri aracılığıyla, borcun zamanında ödenmeme riski de azaltılmıştır. Bunlar yabancı yatırımcılar için o zamanki etkin faiz oranında bir arbitraj sağlamıştır, çünkü beklenen getiri artık risksiz getiriye ve borcun zamanında ödenmeme riskini aşmıştır. Bu nedenle sermaye girişi meydana geldi. Para ve döviz politikasında “Sterilizasyona hayır” gereksinimi niyet mektubunda belirtildiği üzere tartışmalıdır. Faiz oranı hedefini tutturamama, cari hesap açığında ve bankacılık sisteminin yaralanabilirliğinde yaşanan şiddetli yükselmenin ana sebebiydi. Bu iki olumsuz gelişme tasarrufların ve devlet tahvillerinin reel getirisinin sonucu olarak meydana gelmiş ve vade uyumsuzluğu riskini arttırmıştır. *“bir kısım” başlangıç sermayesi girişi, faizdeki düşme bu kadar ani olmasın diye, sterilize edilmiş olsaydı hedeflenen faiz oranına ulaşamamasından kaynaklanan likidite krizi önlenebilirdi (Alper, 2001).*

Enflasyonunu düşürme programı sıcak para ve spekülative finansal sermaye girişleri aracılığıyla büyümeyi desteklemiştir. Aşırı derecede spekülative (“sıcak”) bileşenli kontrolsüz ve son derece değişken sermaye akımları kırılgan bir ekonomik durum yaratmıştır. Açık bir ekonomide, para otoriteleri bağımsız bir şekilde aşağıda belirtilen üç araçtan yalnızca birini kullanmayı tercih edebilirler (ünlü üçlü çelişki): nominal döviz kuru, faiz oranı ve para stoku, diğer ikisinin belirlenmesini piyasa

güçlerine bırakılmaktadır (daha fazla bilgi için bkz. Obstfeld ve diğerleri, 2004). Türkiye’de enflasyonun düşürülme hadisesi bağlamında Yeldan (2001) dış kırılganlığın doruğa yükselme sürecinin önemli bileşenlerinden birini göstermektedir: kısa dönem dış borçların Merkez Bankası’nın uluslararası rezervlerine oranı. Bu oran dış kırılganlığın en önemli öncül göstergelerinden biri olarak kabul edilmektedir ve son zamanlarda Rodik ve Velasco’da (1999) “para krizinin en sağlam öngörücüsü” olarak isimlendirilmiştir. Bu oranın evrimini 1997’nin ortalarında ilgili finansal krizlerinin patlak vermesinden hemen önce, seçilen Doğu Asya ekonomilerinin geçmişlerine karşı kıyaslamak faydalı olacaktır. Bu krizden önce (Haziran 1997) kısa dönem dış borcun Merkez Bankası uluslararası rezervlere oranı Endonezya’da %170, Tayland’da %150, Filipinler’de %90 ve Malezya’da %60 idi. Bu oran için %60’lık bir değerin uluslararası spekülasyon açısından kritik bir eşik olarak görülmesi tartışılabilir. Türkiye’de bu oranın 1989 yılında sermaye hesabının açılmasından bu yana %100 seviyesinin altına hiç düşmediğini belirtmek endişe vericidir. Bu nedenle, Türk finans sistemi bu gösterge açısından son 12 yıldır “tehlike bölgesi” içerisinde işlemektedir. 2000 yılı Programı, kur riskini elimine etmiş ve bütün likidite üretim mekanizması kısa dönem sıcak para girişlerine dayalı olmuştur. Yüksek enflasyonu düşürmeyi ve istikrarı sağlamayı hedefleyen 2000 yılı programı, Haziran ayında bu göstergede %112’ye, 2000 yılının Aralık ayına kadar da %145’e kadar yükselerek dış kırılganlıkta bir artışa sebep olmuştur. Bu seviye 1993 yılından bu yana en yüksek seviyeydi ve 1994 mali krizinden hemen önce kaydedilmiştir. Yıl boyunca, bankacılık sektörü toplam 11,1 milyar dolara ulaşmak için 4,7 milyarlık net yabancı kredi girişini arttırmada başarılı olmuştur. Bu süreç esnasında, bankacılık sektörünün toplam kısa dönem borç stoku 13,2 milyar dolarlık seviyesinden 16,9 milyar dolara yükselmişti (Yeldan, 2001). Bu fenomenin daha ileri bir özelliği olarak, Merkez Bankası’nın kendi dış rezervleri karşısında parasal yükümlülüklerinin davranışları incelenebilir. M2Y’nin Merkez Bankası dış rezervlerine oranı para otoritelerinin varlık piyasalarında likidite borçlarını yönetmede görece kuvvetinin göstergesidir. Bu orandaki yükselme Merkez Bankası’nın finansal kırılganlığında bir kötüleşmeye, ya da tersine işaret eder. 2000’den önce 3.1’de duran bu gösterge, 4.0’e kadar yükseldi ve 2000 yılının sonuna kadar krizin vurduğu Asya ekonomilerini yakalamıştır.

Özetle, programın kendisi enflasyonu düşürmede belirli olumlu sonuçlar göstermiştir ve bu şekilde Türk ekonomisini, mali ve dış dengelerini kötüleştirmenin yanında istikrarı bozma pahasına fiyat istikrarını sürdürme amaçlı bir program olarak görülmelidir. Program hem “spekülatif saldırılara hem de “ani duruşlara” karşı savunma yapamamaktaydı. *“Bu koşullar altında programın finansal kapasitesinin, “tedirgin spekülörlerin” odak noktasını değiştirdikleri ve başlangıçtaki ülkeyi likiditesiz bırakacak şekilde akımlarını tersine çevirmeye karar verdikleri bir noktada, nihayetinde sıkıntıya girmesi sürpriz olmamalıdır (Yeldan, 2001).*

Tablo 25 Türkiye’nin kısa dönem dış borçların MB rezervlerine oranının %100’ü, ve M2Y’nin MB rezervlerine oranının %300’ü aşmasıyla önemli bir kırılganlık sergilediğini göstermektedir (Özlale ve Yeldan, 2004). Bu kırılgan

tabloya, kamu sektörünün artan borçlanma gereksiniminden (KSBG) kaynaklanan bir dizi baskı da eklenmiştir. Aslında, 1989’dan sonra tam mali liberalizasyonun gelmesiyle, KSBG finansmanı, özellikle bankacılık sektörü olmak üzere yalnızca kamu borçlanma araçlarının (DİB-A) yurtiçi piyasada ihracına bağımlı olmuştur. İç borç stoku 1989’da GSYİH’nın sadece %6’sıydı. Sonra hızla yükselerek 1995 yılında %42,8’e ve 2000 yılında %59,1’e çıkmıştır (Tablo 27). Yurtiçi borçlanma yönetiminin temel özelliği son derece kısa dönemli olmasıydı. Net yeni iç borçlar, iç borç stoku oranı olarak, on yıllık sürenin büyük kısmında %50’nin üzerinde seyretmiştir. Bu nedenle, kamu sektörü, kısa dönem borç döngüsü durumu içerisinde sıkışmıştır ki, bu durum mali ekonomi literatüründe Ponzi-finance olarak nitelendirilir. Bununla birlikte, bu şemanın işlemesi için yurtiçi mali piyasalar, kısa dönem sermaye girişinin devam etmesine ihtiyaç duyarlar.

Tablo 25: Türkiye Ekonomisinin Temel Makroekonomik Büyüklükleri, 1995-2001

Yıllar	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Nominal döviz kuru değişim oranı (TL/\$)	54.0	77.0	86.6	71.7	60.6	49.3	95.8
Makroekonomik Fiyatlar							
Enflasyon (WPI)	86.0	75.9	81.8	71.8	53.1	51.4	61.6
Enflasyon (CPI)	89.1	79.3	85.7	84.6	64.9	54.9	54.4
GDI (Devlet borçlanma Enstrümanları) reel faiz oranları	18.1	31.1	22.1	29.5	36.8	-8.8	21.4
Reel Ücret Artışı Oranları							
Kamu Sektörü	-17.1	-25.0	19.1	-1.3	42.0	6.9	-11.5
Özel Sektör	-8.3	1.9	-3.0	16.9	11.6	1.0	
Reel Büyüme Oranı							
GSYİH	7.2	7.0	7.5	3.1	-5.0	7.2	-9.5
İhracat	19.5	7.3	13.1	2.7	-1.4	4.5	12.3
İthalat	53.5	22.2	11.3	-5.4	-11.4	34.0	-26.0
GSYİH'ya oran olarak							
Cari İşlemler Bilançosu	-1.4	-1.3	-1.4	1.0	-0.7	-4.8	1.4
Dış Borç Stoku	42.8	46.2	47.8	47.2	55.7	59.1	74.3
Bütçe Dengesi	-4.0	-8.3	-7.6	-7.0	-11.6	-10.9	-15.6
PSBR (Kamu Kesimi Borçlanma İhtiyacı)	5.2	8.8	7.6	9.2	15.1	12.5	15.9
Kırlanlık Göstergeleri							
Kısa Vadeli Dış Borç / Merkez Bankası Döviz Rezervleri (%)	128.7	104.2	95.1	105.4	98.9	127.6	85.9
M2Y / Merkez Bankası Döviz Rezervleri (%)	354.0	314.1	287.8	321.8	329.4	381.4	380.6
Para İkamesi	54.8	50.9	48.6	45.1	45.2	44.1	56.2
Yurtiçi Borçlanma Faiz Giderleri / Toplam Vergi Gelirleri (%)	43.9	59.2	41.7	61.0	66.4	63.7	103.4
Yurtiçi Borçlanma Faiz Giderleri / Net Yeni Yurtiçi Borçlanma (%)	93.7	83.1	63.5	97.9	87.5	137.8	47.2
Net Yeni Yurtiçi Borçlanma / Yurtiçi Borç Stoku (%)	52.4	57.8	52.4	49.5	49.3	37.1	70.2

Kaynak: Özlale and Yeldan (2004)

Tablo 26: Türkiye Ekonomisinin Temel Makroekonomik Büyüklükleri, 2002-2006

Yıllar	2002	2003	2004	2005	2006
Nominal döviz kuru değişim oranı (TL/\$)	1,51	1,49	1,42	1,34	1,43
Makroekonomik Fiyatlar					
Enflasyon (WPI)	30,8	13,9	13,8	2,7	11,6
Enflasyon (CPI)	29,7	18,4	9,3	7,7	9,7
GDI (Devlet Borçlanma enstrümanları) reel faiz oranları	24,6	11,91	9,49	7,96	7,79
Reel Ücret Artışı Oranları					
Kamu Sektörü	0,5	-5,2	4,7	8,3	-3,0
Özel Sektör	-5	0,5	4,8	1,6	1,9
Reel Büyüme Oranı					
GSYİH	7,9	5,8	8,9	7,4	6,1
İhracat	15,1	31	33,7	16,3	15,9
İthalat	24,5	34,5	40,7	19,7	17,3
GSYİH'ya oran olarak					
Cari İşlemler Bilançosu	-2,9	-8,0	-15,6	-23,2	-7,9
Dış Borç Stoku	71,7	60,3	53,7	46,8	51,7
Bütçe Dengesi	-14,6	-11,3	-7,1	-4,4	
Kamu Kesimi Borçlanma İhtiyacı	12,7	9,3	4,7	-0,4	-3
Kırlanlık Göstergeleri					
Kısa Vadeli Dış Borç / Merkez Bankası Döviz Rezervleri (%)	61	68	89	77	72
M2Y / Merkez Bankası Döviz Rezervleri (%)	284	271	327	311	309
Para İkamesi	55,1	46,3	42,2	34,3	36,7
Yurtiçi Borçlanma Faiz Giderleri / Toplam Vergi Gelirleri (%)	78	63	56	37	28
Yurtiçi Borçlanma Faiz Giderleri / Net Yeni Yurtiçi Borçlanma (%)	37	81	62	54,3	67,6
Net Yeni Yurtiçi Borçlanma / Yurtiçi Borç Stoku (%)	18,5	22,9	13,7	8,7	2,3
	54,5	54,5	52,3	50,3	44,7

Kaynak: SPO Main Economic Indicators; Undersecretariat of Treasury; The Central Bank of the Republic of Turkey; Kendi Hesaplamalarım;

Not: Para İkamesi: Yerleşiklerin yabancı para cinsinden mevduatının toplam mevduat içindeki oranı

GDI: Devlet borçlanma araçlarına ödenen ağırlıklı ortalama faiz.

Tablo 25 ve 26 Türkiye'nin 1995-2006 yılları arasındaki temel ekonomik göstergelerini içermektedir. Bu tabloları analiz etmeden önce, 2001 yılından beri uygulanmakta olan Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programını açıklamak gerekmektedir. Bu enflasyonu düşürme programından kaynaklanan Kasım 2000 ve Şubat 2001'deki iki kriz bankacılık sektöründe mevcut zorlukları daha da kötüleştirmiş ve yeni problemlerin ortaya çıkmasına sebep olmuştur.

Bu ekonomik krizlerden sonra, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 2001’den itibaren Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programını uygulamıştır. Bu programın hedefleri arasında (bkz. Tablo 29 ve 30);

- Kamu sektörü kaynak dağılımında şeffaflık ve hesap sorulabilirliğin sağlanması;
- Ekonominin işleyişine yapılan yersiz müdahalelerin önlenmesi;
- İyi yönetimin güçlendirilmesi ve yolsuzlukla mücadele;

Bu ilkeler ışığında, yeni program aşağıdaki alt hedefleri belirlemiştir:

- Dalgalı döviz kuru sistemi içerisinde kesintisiz ve kararlı bir şekilde enflasyonla mücadeleyi sürdürmek;
- Bankacılık sektörünü hızlı ve kapsamlı olarak yeniden yapılandırmak;
- Kamu finans dengesini gelecekte bozulmayı önleyecek şekilde güçlendirmek;
- sosyal mutabakata dayanan b) toplumun tüm kesimleri arasında adil yük dağılımını garantileyen c) enflasyon hedefleriyle bağdaşan bir gelir politikası uygulamak;
- Bu politikaların etkili, esnek ve şeffaf bir şekilde uygulanmasını sağlayacak yapısal önlemler için yasal bir çerçeve oluşturmak. Bu programın ekonomik alanda, Türk ekonomisini güçlendirmeyi amaçlayan yapısal ve uzun dönem değişiklikleri hedeflediği açıktır.

Tablo 27: IMF Programı Hedefleri

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
GSYİH büyüme Oranı	-8,5	3,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Kamu kesimi temel bütçe dengesi	5,7	6,5	6,5	6,5	6,5	6,3
Kamu Sektörü Borç Stoku/GSYİH (%)	92,2	81,3	73,3	69,4	66,5	63,9

Kaynak: Voyvoda and Yeldan (2003).

Tablo 28: IMF Programı Makro Fiyatları

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Enflasyon	68,5	35,0	20,0	12,0	8,0	5,0
Yurtiçi Borçlanma Nominal Faiz Oranları	99,7	69,6	46,0	32,4	27,4	23,9
Yurtiçi Borçlanma Reel Faiz Oranları (Ex ante)	18,5	25,6	21,7	18,2	18,0	18,0

Kaynak: Voyvoda and Yeldan (2003).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), IMF programıyla uyumlu para politikaları uygulamıştır. Gelecekteki belirsizlikleri azaltmak ve beklentileri etkilemek için 2002 yılından başlayarak kullanılan iki önemli politika hedefi vardı. Bunlar parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesiydi. 2002 yılında TCMB parasal hedeflemeyle başlamış ve aynı zamanda “gelecekteki enflasyona” odaklı bir para politikası yürütmüştü. Diğer bir deyişle, bu “zımni enflasyon hedeflemesi” idi. 2006’dan bu yana TCMB resmi enflasyon hedeflemesi uygulamıştır. 2002 yılındaki para politikası için para toplamaları arasında, TCMB’nin hedef olarak seçtiği “parasal taban” idi.¹⁷

Makroekonomik çevrenin AB süreci yanında katı ve yararlı para ve mali politikalarından gelen katkılarla epeyce geliştiğini vurgulamak gerekmektedir (bkz. Tablo 26). Finansal sistemin analizinde en önemli faktörün kamu maliyesinde meydana gelen olumlu gelişmeler olduğu herkes tarafından bilinmektedir. Ekonomik büyümenin sonucu olarak vergi gelirleri ile vergi dışı gelirlerdeki artışın yanında nominal faiz oranlarındaki düşüş de bütçe açığını olumlu şekilde etkilemiştir. Bu gelişmelerin bir sonucu olarak, bütçe açığı/GSYİH oranı 2005 yılında %4,4’e düşmüştür (bkz. Tablo 26). Yürürlükteki programın en önemli göstergelerinden biri olan konsolide bütçe fazlası/GSYİH oranı 2005 yılı sonunda %5’e ulaşmıştır (Finansal İstikrar Raporu, 2006).

Türk ekonomisini tam olarak göz önüne sermek için, Finansal Sağlamlık Endeksini (FSE) hesaplayan Finansal İstikrar Raporunu (2006) kullanabiliriz. FSE, finansal sektörün risklerini ve kırılganlığını yansıtan belli oranları hesaplar ve bir “birleşik gösterge” oluşturur. Bu endeksin hareket yönü finansal sektörün genel

17 Daha fazla bilgi için bkz: The Central Bank of the Republic of Turkey, Monetary Policy and Exchange Rate Policy in 2002 and Prospective Developments, (www.tcmb.gov.tr).

sağlamlığını ölçmek için kullanılmıştır. Endeksi ortaya çıkarmak için altı alt göstergeden faydalanılmıştır ki bunlar aktif kalitesi, likidite, kur riski, faiz oranı riski, karlılık ve sermaye yeterliliği endeksleridir. Karlılık, sermaye yeterliliği ve faiz oranı riski endekslerindeki düşüşe rağmen FSE'nin aktif kalitesi ve likidite endekslerindeki gelişmelerden dolayı arttığı görülmektedir. Büyük ölçüde 2006 Mart'ındaki likidite ve faiz oranı endekslerindeki düşüşten dolayı FSE'nin 116,2'ye düşmesine rağmen sektör hala sağlamdır.

Geçmişteki finansal istikrarsızlığın ana kaynağı makroekonomik istikrarsızlık ile devlet müdahaleleriydi. Sağlıklı ve büyümeyi destekleyen bir bankacılık sektörü için tek haneli enflasyon ve sağlam kamu maliyesi olarak tanımlanan makroekonomik istikrar vazgeçilmezdir. Türkiye, son birkaç yılda bu anlamda büyük ve önemli adımlar atmıştır. Tek haneli enflasyonun hala desteklenmesi gerekmekte, kamu finansmanlarının bütçe açıklarından önce gelmesi için biraz daha yol alınması gerekmekte ve GSYİH yüzdesi olarak kamu borçları tamamen kontrol altına alınmaktadır. Makro istikrar olmadan diğer tüm başarılar riske gireceği için sürdürülmesi zaruridir. Yeni Türk hükümleri, ev sahibi yetkilileri bağlı kuruluşlarından sorumlu tutarken yurtiçindeki yetkilileri yabancı şubelerin borç ödeme gücünden sorumlu tutan AB İkinci Bankacılık Direktifi ile uyumludur. Türkiye, Yunanistan, Portekiz ve İspanya'nın AB üyesi oldukları zaman henüz başaramamış oldukları sermaye hesabı konvertibilitesine sahiptir. İleride, AB'nin düzenleyici çevresinin çok talepkar olduğu finans piyasalarının gelişimine çok daha fazla önem verilmesi gerekecektir. İkinci ve en önemlisi, düzenleyici çerçeve ve yönetim yeterli gibi görünmektedir. Son krizden bu yana çok büyük bir ilerleme kaydedilmiştir ve şu anki sistem AB standartlarına yakındır. Ayrıca, bağımsız bir düzenleyici de mevcuttur. Türkiye Mayıs 2001'den bu yana bağımsız bir merkez bankasına sahiptir ve enflasyon muhasebesi 2004 yılının başlarında getirilmiştir. Tüm bu gelişmeler Türk ekonomisini daha istikrarlı ve etkili kılmıştır (Steinherr ve diğerleri, 2004).

TCMB'nin gerekli gördüğünde satarak veya satın alarak döviz piyasasına yaptığı müdahaleler döviz kurlarının yönü üzerinde pek bir etki yaratmış gibi görünmemektedir. Bu bulgular TCMB'nin kurların seviyesi veya yönüyle değil, sadece kur volatilitesiyle ilgilendikleri iddiasına destek sunmaktadır. Geleneksel

önlemler ters para ikamesi belirtmemesine rağmen piyasaya döviz arzı, para otoritesine hem etkili müdahalelerle volatilitiyi sürdürmede, hem de daha düşük nominal değer artışıyla enflasyonu düşürmede yardımcı olmuş olabilir (Selçuk, 2005). Selçuk (2005), dalgalanma sırasında Türk lirasının önemli değer artışının dış rekabet üzerindeki olumsuz etkisinin üretimde bir artış ile reel ücretlerde bir düşüş tarafından büyük oranda dengelendiğini ileri sürmüştür. Bu, borç oranını ve reel faiz oranlarını düşürmek ve doğrudan yabancı yatırımı çekmek amacıyla yapısal reformları hızlandırmak için hükümetin adımlar atması gerektiğine işaret etmektedir. Aksi takdirde, dalgalanma dönemi, Türk ekonomisinde salt yeni bir değer artışı-değer kaybı ile ani yükseliş ve iniş döngüsü haline gelebilir.

Tablo 29: Türkiye Mali Hesap İstatistikleri (milyon ABD Doları)

Yıllar	Finans Hesabı	Yurtdışına doğrudan Yatırım	Yurtiçinde doğrudan Yatırım	Portföy Hesabı-Varlıklar	Portföy Hesabı-Yükümlülükler	Bankalar-Varlıklar	Bankalar Yükümlülükler
1984	1075.00	0.00	113.00	0.00	0.00	-1074.00	648.00
1985	1741.00	0.00	99.00	0.00	0.00	382.00	326.00
1986	2124.00	0.00	125.00	0.00	146.00	-93.00	755.00
1987	1891.00	-9.00	115.00	-25.00	307.00	-434.00	1006.00
1988	-958.00	0.00	354.00	-6.00	1184.00	-1046.00	-144.00
1989	780.00	0.00	663.00	-59.00	1445.00	-370.00	240.00
1990	4037.00	16.00	684.00	-134.00	681.00	-769.00	2279.00
1991	-2397.00	-27.00	810.00	-91.00	714.00	-2595.00	396.00
1992	3648.00	-65.00	844.00	-754.00	3165.00	-2474.00	2100.00
1993	8903.00	-14.00	636.00	-563.00	4480.00	-3231.00	4495.00
1994	-4257.00	-49.00	608.00	35.00	1123.00	2441.00	-7053.00
1995	4565.00	-113.00	885.00	-466.00	703.00	-281.00	1973.00
1996	5483.00	-110.00	722.00	-1380.00	1950.00	1448.00	3046.00
1997	6969.00	-251.00	805.00	-710.00	2344.00	-976.00	2232.00
1998	-840.00	-367.00	940.00	-1622.00	-5089.00	-942.00	3195.00
1999	4829.00	-645.00	783.00	-759.00	4188.00	-1839.00	2655.00
2000	9584.00	-870.00	982.00	-593.00	1615.00	-157.00	3736.00
2001	-14557.00	-497.00	3352.00	-788.00	-3727.00	233.00	-9644.00
2002	1172.00	-143.00	1082.00	-2096.00	1503.00	643.00	-2016.00
2003	7192.00	-499.00	1751.00	-1386.00	3851.00	348.00	2846.00
2004	17702.00	-780.00	2785.00	-1388.00	9411.00	-5324.00	6564.00
2005	42660.00	-1064.00	10031.00	-1233.00	14670.00	-160.00	10524.00
2006	42689.00	-924.00	20185.00	-3987.00	11402.00	-11018.00	11704.00
2007	49287.00	-2106.00	22047.00	-1947.00	2780.00	-3389.00	3736.00

Kaynak: www.tcmb.gov.tr

Tablo 30: Türkiye Kriz Endeksi (1988-2006)

1988	-0.85973111
1989	2.64328261
1990	4.44501169
1991	-1.75796717
1992	2.79070082
1993	1.46845234
1994	-1.37799731
1995	2.81619364
1996	0.56175062
1997	0.406726
1998	-1.06096303
1999	6.92420915
2000	1.06751666
2001	-2.76612635
2002	1.51151636
2003	5.27221012
2004	1.52567584
2005	1.83815197
2006	-0.1667414

Kaynak: Kendi hesaplamalarım.

Tablo 29 1984-2006 yılları arasında Türkiye'nin mali hesap istatistiklerini göstermektedir. Tablo 30 ise Türkiye kriz endeksini göstermektedir. Kriz endeksini, *ABD Doları karşısında kurun yüzdelik değer kaybı ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın dış rezervlerindeki yüzdelik değişimin ağırlıklı ortalaması olarak* hesaplarken Corsetti, Pesenti ve Roubini (2001) tarafından kullanılan metot takip edilmiştir. *Kriz endeksinin altında yatan mantık, bir para birimine karşı yapılan spekülatif saldırının ya döviz kurunda keskin bir değer kaybıyla ya da devalüasyonu önleyen dış rezervlerde bir daralmayla işaret edilmesidir.* Tablo 32.'nin gösterdiği gibi, Türkiye 1988, 1991, 1994, 1998, 2000 ve 2001 yıllarında önemli ekonomik krizler geçirmiştir. Bütün bu krizlerin sebebi Türkiye'den dışarı sermaye çıkışlarıdır.

Türkiye'nin 1994 ve 2001 yıllarında meydana gelen iki şiddetli kriz geçirdiğini belirtmek gerekir.

Bu krizlerden alınan önemli bir ders, zamanında ekonomik kararların alınabilmesini desteklemek için doğru düzenleyici yönetime sahip olmanın önemidir. Bosworth, Collins ve Reinhart (1999) son yirmi yıl içerisinde gelişmekte olan ülkelere giden sermaye akımlarının büyük bir kısmının mevcut bütçe açıklarını finanse etmek için kullanıldığını ileri sürmüşlerdir. Yazarlar mali piyasaların doğal istikrarsızlığını, görece komplike olmayan mali sistemleri ve döviz kurundaki değişimlerle anlaşılan ahlaki tehlikeyi (moral hazard) analiz etmişlerdir. Latin Amerika ve Doğu Asya'da son zamanlarda meydana gelen krizlerin sorumlusu olarak en çok, etkilenen ülkelerdeki hatalı makroekonomik politikalar veya kötü esaslar olarak nitelendirilen şeyler gösterilmiştir. Bununla birlikte, Latin Amerika ve Doğu Asya'daki son krizlerde, makul derecede başarılı politika uygulayan rejimlere sahip ülkeler, mali piyasaların doğasındaki istikrarsızlığa ve sınır ötesi mali işlemlerin göreceli olarak sofistike olmayan mali sistemlere ve zayıf düzenleyici yönetime sahip ülkeler için oluşturabileceği risklere dikkat çekmişlerdir.

Türkiye'ye gelince, Belke (2004) dış borcun ve sermaye kaçışının onlarca yıldır finansal performansında oynamış olduğu önemli rolü göstermiştir. Türkiye'nin dış borç yükü ekonominin istikrarsızlığı döneminde AB'ye kabul edilen veya aday olan ülkelerin çoğundan daha fazla olmuş ve Türkiye sürekli cari hesap açıkları yaşamıştır. Bu durum yine Romanya ve Polonya gibi, sürekli cari hesap açıklarına rağmen önemli bir sermaye kaçıışı yaşamayan ülkelerle taban tabana zıtlık göstermektedir. Yine de, bu durum büyük bir fırsat sunmuştur.

Türkiye 2001 yılında en son makroekonomik istikrarsızlığını yaşamıştır. Bu en son kriz bir ödemeler dengesi krizi olarak değil, erken gelen bir mali sektör liberalizasyonu ile birlikte artan kamu borçlanması üzerinde sürekli yüksek bir faiz yükünün sonucu olarak tanımlanabilir. Borçlanma ile ilgili korkularla birlikte Türk bankacılık sektörünün sağlığı ile ilgili şüpheler sonunda Türk Lirası üzerine saldırılara sebep olmuştur. Bununla birlikte, bu derin bankacılık krizi ile ekonomi üzerindeki yüksek oranda görünür, zarar verici etkileri, eşi benzeri görülmemiş kapsamlı yasal ve kurumsal reformlara zemin hazırlamıştır (Belke, 2004).

Bu reformlar Türkiye'ye, ekonomik gelişmesi üzerinde büyük bir etkisi olacak olan AB'ye katılma potansiyelini tanımıştır. TUSİAD (Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği) yatırım ortamını ve Türkiye'deki doğrudan yabancı yatırımları incelemiştir (TÜSİAD, 2004). TÜSİAD'a (2004) göre, AB üyeliği Türkiye'ye büyük AB pazarına giriş, artan büyüme şansı ve yapısal fonlara erişim sağlayacaktır. Ama daha önemlisi, Türkiye'nin AB üyeliği politik ve ekonomik istikrarla ilgili belirsizlikleri ortadan kaldırarak güveni arttıracaktır. Aslında, AB üyeliği, hatta üyelik sürecinin kendisi bile büyüme oranı, kişi başına düşen GSYİH ve DYY girişleri dâhil olmak üzere aday ve üye ülkelerin ekonomileri için önemli olumlu etkiler sağlamaktadır. Bunu sebebi, AB üyeliğinin ülkeyi diğer ülkelerden gelecek DYY için daha cazip hale getirmesidir. Diğer yandan, AB üyeliği, ülkelere, üçüncü ülkelerden AB'ye gelecek DYY girişlerinden bir pay alma şansı sağlar. *İspanya ve Portekiz'de tam üyelikten sonra dış yatırım beş yıl içinde 10 kat artmıştır. 1986-1994 yılları arasında, Portekiz 11,2 milyar ABD Dolarlık bir yatırım çekerken İspanya toplam 60,3 milyar ABD Dolarlık DYY çekmiştir. Bu örnekler, iki ülkenin hızlı ekonomik gelişmesinin arkasındaki gerçek gücü ortaya çıkarmaktadır*¹⁸.

AB'ye üye 2004 yılında üye olan ülkeler arasında Polonya ekonomisinin büyüklüğü Türk ekonomisinin büyüklüğüyle karşılaştırılabilir. Polonya'ya DYY girişleri 1989 yılında ekonomik reformlar başladığından beri sabit bir şekilde artmaktadır. DYY, başarılı bir dönüşüm ve özelleştirmenin sonucunda 1990'ların ikinci yarısında artmaya başlamıştır. Diğer bir deyişle, AB üyeliği bir ülkeyi DYY için daha cazip bir istikamet haline getirmektedir (TÜSİAD, 2004).

Türkiye'nin ekonomik ilerleme kapasitesi yabancı sermayeyi çekebilme yeteneğine bağlıdır. Bununla birlikte, Alıcı ve Ucal (2003), DYY'dan hâsılaya kayda değer olumlu yayılma etkileri olmadığını göstermişlerdir. Ayrıca, bulguları DYY ile ihracat arasında doğrudan bir bağlantı olduğu izlenimi de vermemektedir. Bu nedenle, ancak Türkiye'ye daha fazla doğrudan yabancı yatırım girişiyle DYY'ın hasıla üzerinde güçlü bir etkisi olabilir.

Türkiye'nin rekabetçi konumu pazar ve etkinlik arayan DYY açısından çok güçlüdür. Türkiye büyük, dinamik bir pazarı yüksek kalite, yüksek üretkenlikte işgücüyle ve bölgesel pazarlarla birleştirmektedir. Türkiye'nin avantajlı ekonomik

¹⁸ İspanya ve Portekiz'in ve genelde AB'de yaşanan gelişmelere ilişkin ayrı bir araştırma gerekmektedir.

konumu liberal DYY mevzuatı ve cazip teşviklerle birleştirilebilse yüksek oranda DYY beklentisi olmalıdır. Türkiye'nin ekonomik geçmişi özellikle DYY çekme açısından en önemli faktörler sayılan politik ve ekonomik istikrar anlamında rakiplerinin çoğundan daha kötü bir performansa sahip olduğu ve enflasyonun içe yatırımın önünde çok önemli bir engel olarak durduğu görülmektedir. Diğer engeller arasında iç sosyal gerilimler kadar şeffaflığın azlığı, siyasi müdahale ve yolsuzluk bulunmaktadır (Loewendahl ve Ertugal-Loewendahl, 2001). Siyasi istikrarsızlık ve ilgili belirsiz yatırım ortamı Türkiye'nin AB ile olan gümrük birliği potansiyelinden faydalanmasını engellemişlerdir. Tüm bu sorunlar Türkiye-AB gümrük birliği verimlilik arayan DYY'da hızlı bir büyümeye yol açmamıştır. Bölgesel entegrasyonla ilişkili ticarete serbestleşmenin siyasi durum istikrara kavuşup da yatırım ortamı kesinleştirilmedikçe DYY artışına yol açmadığı sonucuna varabiliriz.

Kibritçioğlu'na (2000) göre *Türkiye, makroekonomik göstergeler açısından ancak kamu sektörü borçlanma gereksinimini keskin bir şekilde düşürerek, özelleştirme sürecini hızlandırarak, hemen enflasyonu (beklentilerini) yavaşlatarak, dolayısıyla da hem Türk lirasının değer kaybetme hızını azaltarak hem de yükselen fiyatların gelir dağılımı ve ekonomideki diğer makroekonomik değişkenler üzerindeki bozucu etkilerini azaltarak ve ülkedeki ekonomik (ve siyasal) yozlaşmayla savaşarak AB için daha istikrarlı ve olgun bir üyelik adayı olacaktır.* Ayrıca bu çabaların Türkiye'nin yasal çerçevesini ticaretle ilgili alanlarda ve mali alanlarda AB'ninkiyle uyumlu hale getirme sürecini hızlandırarak desteklenmesi gerektiği de açıktır (Kibritçioğlu, 2000).

Türkiye, AB'ye tam üyelik adayı olma statüsünü son zamanlarda yakalamıştır. AB'ye girişiyle birlikte Türkiye yatırım politikalarını diğer AB üyelerininkine uygun olarak uyumlu hale getirmek ve AB ticaret ve rekabet kanunlarını ekonomisine katmak zorundadır. Bu, Türkiye'nin DYY için AB içerisindeki diğer üyelerle eşit şartlarda rekabet etmesini gerektirecektir, ki bu da artan verimliliğe, gelişmiş altyapıya ve fiyat ve döviz kuru istikrarı dahil olmak üzere makroekonomik istikrara yol açacaktır. DYY için fırsat veren bir ortam yaratmada Türk Hükümeti süreci yavaşlatan engelleri ortadan kaldırarak özelleştirme programını ve altyapı projelerinin geliştirilmesini de hızlandırmalıdır. Özetle, diğer

gelişen pazarlardakine benzer boyutlarda bir DYY çekmek bu reformları tamamlama becerisine bağlıdır (Erdal ve Tatoğlu, 2002).

4.6.1. Feldstein-Horioka (FH) Bilmecesi: Yurtiçi Tasarruflar ile Yatırım Arasındaki İlişki

Türk ekonomisi 1980’lerde liberalleşme reformlarının başlamasıyla birlikte görece açık bir ekonomiye dönüşmüş olduğu için sermaye hareketlerinin derecesi, yurtiçi kişisel tasarrufların yatırım üzerindeki tüm etkilerini etkisiz hale getirerek önemli ölçüde azalmış görünmektedir. Tasarrufun ekonomik büyümeyi etkileme aracı olan yatırım mekanizmasının liberalizasyon süreci sonrasında işlemiyor gibi görünmesinden dolayı, artan tasarruf ve kişisel yatırıma teşvik edici aktiviteleri hedef alan politikaların yükselen ekonomik performansı yakalamada başarılı olması muhtemeldir. Elbette bu, tasarruf oranının büyüme üzerinde herhangi bir etkisi olmadığı anlamına gelmemektedir, çünkü tasarruf oranının büyümeyi etkileyebileceği başka kanallar da olabilir.

Bir olasılığa göre tasarruf oranının sermaye hareketliliği üzerinde ölçülebilir bir etkisi vardır. FH (1980) sermaye hareketliliğinin miktarını ölçmek için yatırım ile gayrı safi yurtiçi tasarruf oranının arasında korelasyon kurmuştur. Aşağıdaki gibi bir yatay kesit regresyonu kullanmışlardır.

$$(I/Y)_i = \alpha + \beta(SIY)_i \quad (1)$$

i ülkesinde yurt içi gayrı safi yatırımın ülkedeki gayrı safi yurtiçi hasılaya oranı denklemin sol tarafında, karşılık gelen gayrı safi yurtiçi tasarrufun gayrı safi yurtiçi hasılaya oranı denklemin sağ tarafında yer almaktadır. Tam uluslararası sermaye hareketliliğiyle, β -katsayısının bir veya bire yakın olması düşük derecede bir sermaye hareketliliği anlamına gelirken tasarruf ve yatırım payları korelasyonsuz ($\beta = 0$) olmalıdır. FH’ye (1980) göre, çeşitli alt örneklemelerden elde edilen deliller 23 OECD ülkesi örnekleminin sonuçlarının çok sağlam olmadığını göstermektedir. Özellikle, tasarruf ve yatırım arasındaki bağ Avrupa Ekonomik Topluluğu ülkeleri arasında çok daha az ilişkilidir.

Obstfeld ve Rogoff'a (2000) göre, Feldstein-Horioka bilmecesi Uluslararası Makroekonomideki altı büyük bilmecedен biridir. FH bilmecesi, müteakip tasarruf/yatırım oranı tahminlerinin devam etmekte olan mali piyasa liberalizasyonuna ve son on yıllık dilimlerdeki küreselleşmeye rağmen inatla yüksek kaldığına dair stilize edilmiş deneysel bulgulara atıfta bulunmaktadır. Son zamanlarda, dönemler arası cari işlemler yaklaşımı veya mevcut değer modeli FH bilmecesini analiz etmede egemen teorik çerçeve haline gelmiştir. Bu çerçeve, temettü indirim modelinden temel fikirleri ülkenin net varlık konumuna uygular (Coakley, Fuertes ve Spagnolo, 2003).

Gayrisafı milli hasılayı hesaplayarak başlayacağım:

$$Y = C + I + G + NX + rB \quad (2)$$

burada C özel tüketimi, I sabit yurtiçi yatırımı, G kamu tüketimini, NX net ihracatı (ihracat eksi ithalat) r dünya faiz oranını ve B ülkenin net varlık konumudur. Tasarruf ve yatırım ile cari hesap arasındaki ilişki şu şekilde verilmektedir:

$$Y - C - G - I = S - I = CA = NX + rB \quad (3)$$

burada $S = Y - C - G$ ulusal tasarrufu göstermektedir. Bu özdeşliklerden, temettü iskonto modellerinin çözümüne benzeyen, sıfır büyüme veya sabit büyüme olduğu farz edilerek ülkenin net varlık konumu için ileriye dönük fark denklemlerine kapalı form çözümler elde edilebilir. İlk olarak sıfır hasıla artışını ele alalım. Sermaye ve cari hesapların eşitliği durumunda $B_t - B_{t-1} = -KA_t = CA_t$, ülkenin t zamandaki net varlık konumu fark denkleminde aşağıdaki gibi yazılabilir:

$$B_t = R_t B_{t-1} + NX_t \quad (4),$$

burada $R_t = 1 + r_t$.

FH denklemi cari hesap anlamında da farklı parametrelerle yazılabilir, $B=S-I$:

$$(B/Y)_i = -\alpha + (1-\beta)(S/Y)_i u_i.$$

Bu çerçevede, FH, sıfır sermaye hareketliliği varsayılırsa tasarruftaki değişimler yatırımdaki değişimlere yansır ve cari hesap üzerinde hiçbir etkileri yoktur şeklinde yorumlanabilir. Bu döviz kuru geleneğine ve açık ekonomi modelleriyle ters düşmektedir. Örneğin, portföy dengesi ve bazı Mundell-Fleming modelleri hariç tüm çağdaş döviz kuru modelleri tam hareketlilik varsaymaktadır (Coakley, Kulasi ve Smith, 1998).

Ünlü makalelerinde, Feldstein ve Horioka (1980) ulusal tasarruflar ile yurtiçi yatırım arasındaki korelasyonu uluslararası sermaye hareketliliğinin göstergesi olarak kullanmışlardır. Yüksek (düşük) korelasyon değerlerini düşük (yüksek) sermaye hareketliliğinin kanıtı olarak yorumlamışlardır. Kapalı bir ekonomide, iddialarına göre, tasarruf muhakkak ki yurtiçinde kalır ve yurtiçi yatırımı finanse eder; yurtiçi yatırımdaki bir artış tasarrufta da aynı derecede bir artış gerektirir. Bu nedenle, sermaye hareketliliği koşulları altında, tasarruf ve yatırım yüksek oranda ilişkili olmalıdır. Aksine, uluslararası sermaye hareketliliği koşulları altında ulusal tasarruf fiziki sermaye üzerinde en çok getiriyi teklif eden ülkeye kanalize edilmektedir, ve yurtiçi yatırım “dünya geneli sermaye havuzu tarafından” finanse edilmektedir. Bu durumda, yurtiçi yatırımda bir artış, tasarrufta paralel bir değişim gerektirmez. Bu nedenle, sermaye hareketliliği koşulları altında ulusal tasarruf ve yurtiçi yatırım korelasyonsuz olmalıdır (Mastroiannis, 2007).

Uluslararası mali piyasaların artan rolüne rağmen birkaç ülke yatırımlarını hala büyük ölçüde yurtiçi tasarruftan finanse etmektedirler. Bu, FH bilmecesinin ilk sonuçlarını doğrulamaktadır. Yine de, AB ülkeleri için (yeni AB ülkeleri dahil) FH bilmecesine yönelik daha az delil bulunmuştur. Sonuç olarak, Fridrmuc (2003) AB entegrasyonunun katılan ülkelerde açıklık derecesini önemli ölçüde arttırdığına işaret etmektedir.

Bununla birlikte, Türkiye’de tasarruf ile yatırım arasında farklı bir ilişki bulunmaktadır. Erden (2004) Türkiye’de tasarruf ile yatırım arasında nedensel bir analiz gerçekleştirmiştir. Ampirik analizde, iki değişkenli bir sistem kullanmıştır, $X_t = (PI_t, PS_t)$, ki burada PI_t ve PS_t sırasıyla gayri safi yurtiçi bireysel yatırım ve tasarruf/GSYH oranlarıdır. Tasarruf-yatırım ilişkisinin rejim değişikliğine karşı hassas olup olmadığını kontrol etmek için tüm örneklem dönemini iki alt örnekleme ayırmıştır: liberalizasyon öncesi (1963-1980) ve liberalizasyon sonrası dönem (1981-2002). Erden tarafından iki değişkenli VECM prosedürü kullanılmasının sonuçları yurtiçi bireysel tasarruf ve yatırımın yakından ilişkili olduğunu ve yapısal düzenleme reformları 1980’de uygulanmaya başlamadan önce istikrarlı bir uzun dönem ilişkisi oluşturmuşlardır. Ek olarak, bireysel yatırım aktiviteleri büyük oranda bu dönemdeki tasarruf yenilikleri tarafından belirlenmektedir. Yine de, aralarında böyle bir bağlantı, 1980’den sonra devam etmiş gibi görünmemektedir.

Bu bulgular, uluslararası sermaye hareketliliği arttıkça yurtiçi tasarruf ile yatırım arasındaki bağlantının o kadar zayıf olacağını söyleyen Feldstein-Horioka (FH) (1980) teziyle uyumludur. Bu konu üzerine literatürde pek çok şey yazılmıştır. Bunlar arasında: Feldstein (1983), Fujiki ve Kitamura (1995), Coakley, Kulasi ve Smith (1996), Helliwell ve McKitrick (1999), Wong (1990), Buiter ve Gourinchas (2002) gösterilebilir.

4.6.2. Model ve Yöntem

Bu bölümde, Türkiye'deki tasarruf ve yatırım arasındaki uzun dönem ilişkilerini tahmin ve test etmek için yukarıda listelenen makaleler kullanılmıştır. Aşağıdaki literatür kaynaklarında geçen eş-bütünleşme yöntemsel prosedürleri takip edilmiştir: Granger(1986), Engle ve Granger(1997), Granger (1998), Inder (1993), Stock ve Watson (1988), Johansen (1988), Johansen ve Juselius (1990) ile Ghatak, Milner ve Utkulu (1997).

İki değişken arasında bir eş-bütünleşme testi Engle ve Granger (1987) tarafından iki aşamada uygulanmıştır. İlk aşamada, her iki değişkenin her birinin seviyelerinin durağan olup olmadığını belirlemek için tasarlanmıştır. İkinci adım ise iki değişken arasında uzun vadeli ilişkinin doğasını tanımlamak için kullanılmıştır. İlk olarak, regresyon Engle ve Granger (1987) metodu kullanılarak tahmin edilmektedir. Regresyonu tahmin etmek için şu formülü kullanılmaktadır:

$$Y_t = a_1X_{1t} + a_2X_{2t} + u_t.$$

Sonra, hata terimi bulunur ve ADF testleri uygulanır. Eğer regresyondan elde edilen hata terimi $I(0)$ ise durağandır. Bu nedenle, bu, iki değişken arasında uzun vadeli bir ilişkiyle eş-bütünleşmeli regresyon anlamına gelir. Ama kısa vadede dengesizlik meydana gelebilir. Bunun için, regresyondaki hata terimi “denge hatası” olarak ele alınabilir. Engle ve Granger tarafından yaygınlaştırılmış olan bu hata düzeltme mekanizması (HDM) dengesizliği düzeltmektedir. Eğer iki değişken, Y ve X eşbütünleşik ise o zaman ikisi arasındaki ilişki bir HDM olarak ifade edilebilir:

$$\Delta Y_t = a_1 + a_2\Delta X_t + a_3u_{t-1} + \Delta_t.$$

burada Δ her zamanki gibi ilk fark operatörünü göstermektedir, u_{t-1} uzun vadeli regresyondan tek dönemlik gecikmeli hata değeridir, u_{t-1} katsayısı negatif ve $0 < u_{t-1} < 1$ olmalıdır (Gujarati, 2003: 815-825).

Tek denkleme dayanan eş-bütünleşme yaklaşımlarının iki ana eksikliği vardır: ilk olarak, hepsi tek eş-bütünleştirici vektörü varsayarlar; ikincisi, eş-bütünleştirici vektördeki açıklayıcı değişkenlerin “hafifçe dışsal” olduğunu varsaymaktadırlar. Aksi takdirde, uzun vadeli tahminler “içsellik” temayülünden zarar görürler. Johansen (1988) ile Johansen ve Juselius (1990) bu zorlukların üstesinden gelebilmek için sistem tabanlı VAR yaklaşımını getirmişlerdir.

Johansen Maksimum Olabilirlik (MO) VAR metodunun en büyük avantajı değişkenler arasında mevcut (uzun vadeli) eşbütünleştirici ilişkilerin sayısını belirlemeye imkan vermesidir. Sadece eşbütünleştirici vektörlerin direkt tahminlerini sağlamakla kalmaz, aynı zamanda araştırmacıların eşbütünleşme düzeni (veya sırası) olan r için testler uygulamasına da imkan verir. N değişkenlerini açıklayan bir VAR modelinde en fazla $r = N-1$ eşbütünleştirici faktörün olabileceğini belirtmek gerekir. Johansen prosedürünün istatistik özelliklerinin genelde daha iyi olduğu ve eşbütünleşme testinin Engle Granger metoduna kıyasla daha yüksek güçte olduğu herkes tarafından kabul edilmektedir (Utkulu ve Seymen, 2004).

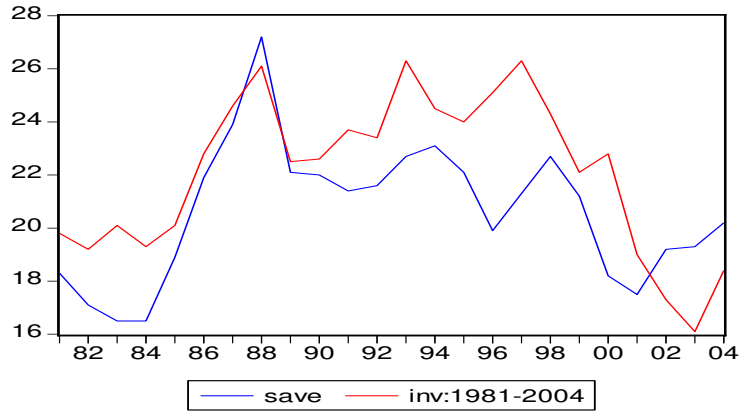
4.6.3. Amprik Bulgular

1963 ile 2004 yılları arasında yıllık yurtiçi yatırım ile yurtiçi tasarruf verileri Devlet Planlama Teşkilatı’nın Türkiye Ekonomik ve Sosyal Göstergelerinden alınmıştır.

Yukarıdaki savlar ele alındığında, bu çalışma yurtiçi tasarruf ile yatırım arasında bir ilişki olup olmadığını ve eğer varsa Türkiye’de hangisinin itici güç olduğunu araştırmaktadır. Türkiye’de uzun bir zaman aralığına (1963-2004) ait verilere ulaşılabilmesi ikisi arasındaki bağlantının ekonomiyi kapalıdan açık bir ekonomiye doğru yönlendiren politikalardan etkilenip etkilenmediğinin araştırılmasına imkan tanımaktadır. İyi bilindiği üzere, Türkiye 1980 yılında IMF gözetiminde ekonomiyi birçok yönden liberalleştiren büyük yapısal düzenleme reformları başlatmıştır. Bunun ardından da 1982’deki mali liberalizasyon ve

1989'daki cari hesap liberalizasyonu gelmiştir. Faiz oranları, döviz kurları ve sermaye hareketleri üzerindeki devlet kontrolünün kaldırılması daha piyasa odaklı bir ortam oluşturmaya doğru atılmış en önemli adım olmuştur.

Şekil 7: Yurtiçi Yatırım Ve Tasarruf



Şekil 7 yatırım ve tasarruf (PI ve PS) serilerinin örneklem dönemi süresindeki grafiğini göstermektedir. Her iki değişken de birbirlerine yakın hareket edip benzer bir eğilim göstermektedir. Ama Türkiye'nin yurtiçi tasarruf ve ülkenin yurtiçi yatırım oranı arasında uzun vadeli bir ilişki olup olmadığı konusunda daha fazla araştırma yapılmalıdır.

Tablo 31: Entegrasyon Seviyesine İlişkin ADF Testleri

Değişkenler	ADF-Test İstatistiği
INV	-1,38
D(INV)	-4,26*
SAVE	-1,96
D(SAVE)	-4,04*
Resid	-1,94**

*%1 düzeyinde, **%5 düzeyinde anlamlı

İlk olarak, söz konusu her serinin entegrasyon seviyesi Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) testleri uygulanarak belirlenmektedir. Genişletme dönemi için zaman aralığı uzunluğu, hata terimini mümkün olduğunca beyaz gürültüye benzetmek için Akaike Bilgi Kriteri (AIC) ve Schwarz Bilgi Kriterine (SIC) göre seçilmektedir.

Tablo 33. uzun dönem regresyonlarımızda kullanılan her iki değişkenin de birinci-seviyeden entegreli olduğunu, yani ilk farklardan durağan olduğunu göstermektedir.

UZUN VADE: (1981-2004) (1)

$$INV = 5,35C + 0,81SAVE + u_t$$

t ist. (1,53) (4,81)*

$$R^2 = 0,49$$

$$DW = 0,73$$

$$F_{st.} = 23,11$$

* - %1 düzeyinde anlamlı;

Denklem (1) Türkiye'nin yurtiçi tasarrufu ile yurtiçi yatırım oranı arasındaki uzun vadeli ilişkiyi vermektedir. Denklem (1) içinde tahmin edilen t-istatistiğinin ve diğer standart test istatistiklerinin değişkenler durağan değilse sadece tanımlayıcı bir role sahip olduğu unutulmamalıdır.

HATA DÜZELTİM MODELİ: (1981-2004) (2)

$$DINV = -0,06C + 0,49DSAVE - 0,31RESID(-1) \text{ (1980-2004)}$$

t ist. (-0,17) (2,81)* (-1,77)***

$$R^2 = 0,33$$

$$DW = 1,80$$

$$F_{st.} = 5,05$$

* - %1 ve *** - %10 anlamlı;

Şimdi sorun, Türkiye'nin yurtiçi tasarruf ve yurtiçi yatırım oranı arasında uzun vadeli bir ilişki olup olmadığını bulmaktır. Cevap, denklemin (2) ECM'lerinin (Hata Düzeltim Modeli) tahmininde yatmaktadır. ECM, daha önce bahsedildiği gibi, bu sorunun cevabını bulmamıza imkan tanımaktadır. Denklem (2), u_{t-1} değerinin negatif değerlerle istatistiksel olarak önemli (%10 seviyesinde) olduğunu

göstermektedir. Yani, 1980 ile 2004 yılları arasındaki dönemde Türkiye'nin yurtiçi tasarrufu ile yurtiçi yatırım oranı arasında bir ilişki vardır. Türkiye ile ilgili bu bulgular, uluslararası sermaye hareketliliği derecesi ne kadar yüksek olursa yurtiçi tasarruf ile yatırım arasındaki ortaklığın o kadar zayıf olacağı yönündeki Feldstein ve Horioka savıyla uyuşmamaktadır.

Sonra, ikisinin ortak eğilimli lineer kombinasyonları olup olmadığını anlamak için iki değişkenli (tasarruf ve yatırım) sisteme Johansen eşbütünleşme testi uygulanmaktadır.

Tablo 32: Eşbütünleşme Testi

H_0	H_1	Trace stat.	90%CV	H_0	H_1	λ Max.	90%CV
$r = 0$	$r \geq 0$	11,23*	10,12	$r = 0$	$r \geq 0$	10,59*	9,81
$r \leq 1$	$r \geq 1$	4,12	4,47	$r \leq 1$	$r \geq 1$	4,32	6,15

Normalized Coefficients of Cointegrating Vector and Coefficients of Adjustment			
INV		Save	
β	1.00	-2,09	(1.48)
α	0,28* (0.11)	-0.0045	(0.13)

* %10 seviyesinde anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 32'deki a paneli 1980-2004 dönemi için eşbütünleşme analizinin sonuçlarını göstermektedir. Hem *iz* hem de maksimum eigen değerleri istatistiklerine göre, sistemde (%10 anlamlı) en fazla bir eşbütünleşme vektörü vardır. Ayrıca, ayarlama katsayısı üzerinde yapılan t testi söz konusu değişkenlerin zayıf dışsalılıklarını veya içselliklerini belirlemek için bir test prosedürü sağlamaktadır. Sonuçlar, bireysel tasarruf hafifçe dışsalken bireysel yatırımın içsel bir değişken olarak düşünülebileceğini göstermektedir. Bu bulgular, yurtiçi toplam tasarrufun liberalizasyon sonrası dönemde özel sektörün yatırım faaliyetlerinin arkasındaki itici güç olduğunu göstermektedir.

Ekonomik büyümeyle ilgili araştırmalardaki son gelişmelerle dikkatin merkezi yüksek ve sürdürülebilir büyümeye yol açmış olan kaynaklar üzerinde olmuştur. Diğerleri arasında, tasarruf oranının özellikle yatırımla bağlantısı

aracılığıyla ekonomik büyümede önemli bir rol oynadığı düşünülüyordu. Eğer durum gerçekten böyleyse, o zaman ekonomik büyümeyi destekleyen politikaların daha yüksek tasarruf oranlarını teşvik etmek için tasarlanması gerekir. Bununla birlikte, Erden'in (2004) gösterdiği gibi, tasarrufu teşvik edici politikaların başarısı ciddi şekilde iki koşula bağlıdır. İlk koşul, ardından tasarrufun yurtiçi yatırımda kullanılabilecek fonların ana kaynağı olmasına sebep olan sınırlı uluslararası sermaye hareketliliğidir. İkincisi ise tasarruf ile yatırım arasında var olması gereken nedensel ilişkidir. Yani, artan bir tasarruf oranı artan bir yatırım oranı üretmelidir.

Sonuçlar yurtiçi toplam tasarruf ve yatırımın yakından ilişkili olduğunu ve 1980 yılında uygulanan yapısal ayarlama reformlarından sonra uzun vadeli bir ilişkileri vardır. Ek olarak, toplam yatırım faaliyetleri büyük oranda bu dönem süresindeki tasarruf yenilikleri tarafından belirlenmektedir. Bu bulgular, uluslararası sermaye hareketliliği derecesi ne kadar yüksek olursa yurtiçi tasarruf ile yatırım arasındaki ortaklığın o kadar zayıf olacağı yönündeki Feldstein ve Horioka (1980) savıyla uyuşmamaktadır. Sonuçlar Türkiye'nin devasa bir potansiyele sahip olmasına rağmen DYY anlamında diğer kıyaslanabilir ekonomilerin gerisinde kalan bir ülke örneği sergilediğini göstermektedir. Türkiye'deki düşük DYY girişlerinin sebepleri olmalıdır. Hadjit ve Moxon-Browne (2005), yatırımcıların Türkiye'de 2000'lerin başlarına kadar ekonomik ve siyasal istikrarsızlık, devlet bürokrasisi, zayıf bir yargı sistemi, vergilendirme, yolsuzluk, yetersiz altyapı ve kayıt dışı ekonomi olmak üzere yedi ana problemle karşılaştıklarını ileri sürmüşlerdir.

Sermaye ülkeler arasında portföy ve doğrudan yatırım şeklinde hareket eder. Portföy yatırımı, çoğu zaman basitçe kendi doğasında spekülative olan alacakların kısa vadeli hareketidir. Ana hedefler, varlıklar değerinde yükselme ve ilgili güvenliği içermektedir. Bu tür bir sermaye hareketliliği faiz oranlarındaki farklar ile harekete geçirilebilir. Alıcı ülke muhtemelen bu fonları sabit kıymetlere ve uzun vadede geri ödenmesi gereken yapılara yatırım yapmak için kullanmak istemeyecektir. Bu nedenle bu sermayenin alıcısı onu sıcak, istikrarsız ve "kötü" olarak görmektedir. Çoğu durumda borsa aracılığıyla yapılan büyük sayıdaki portföy yatırımları kimin neyi, ne için yaptığının anlaşılmasını güçleştirmektedir (Jovanović, 2005:671).

DYY'nin yeri, ev sahibi ülkede yatırımcıların yapmak istediği DYY türüne bağlıdır. Dunning (2000) dört tür yabancı temelli çok uluslu şirket (ÇUŞ)

tanımlamıştır: pazar arayan, kaynak arayan, rasyonelleştirilmiş veya etkinlik arayan ve stratejik kıymet arayanlar. Pazar arayan DYY yeni pazarları hedefler, ama ticaretin yerini alır. Pazar arayan veya talep odaklı DYY, direkt yerel üretime ve lisanslamayla meşgul olmanın görece avantajı kadar yatırımın yapıldığı dış pazarın görece büyüklüğü ve büyümesinden, bu pazarı ithalat veya yerel üretim aracılığıyla beslemenin görece maliyetlerinden etkilenmektedir. Kaynak arayan veya arz odaklı DYY, hedef yerdeki hem doğal kaynakların hem de iş gücünün varlığı ve maliyetiyle motive olmaktadır. Dış pazarlardaki ekonomik iklim, teknolojiadaki değişiklikler, ulaşım maliyetleri ve ticaret engellerinin her biri ÇUŞ'lere yapılan bu tür yatırımların cezp ediciliğini etkilemektedir. Kaynak bazlı yatırımlar gibi, rasyonelleştirilmiş veya etkinlik arayan yatırımlar da ticareti tamamlayıcıdır. Ara ve nihai ürünlerin (uzmanlaşma ve ölçek ekonomileri ile bağlantılı) uluslararası pazarlarda ticaretinin yapılma kolaylığı etkinlik arayan yatırımların miktarını etkilemektedir. Stratejik kıymet arayan DYY yatırımcı firmanın sahiplerine özel mevcut avantajlarının korunmasını ve genişletilmesini hedefler. Alternatif olarak, bu tür bir DYY rakiplerin avantajlarını azaltmaya niyetlenmiş olabilir.

Hadjit ve Moxon-Browne (2005) Türkiye için bu faktörlerin hepsini analiz etmiştir. Türkiye'de pazar arayan DYY birçok faktörle gerekçelendirilebilir. Birincisi, Türkiye 70 milyon tüketicinin olduğu büyük bir pazar teşkil etmektedir. 2003 yılında yüzde 5,8'lik (2004'de %8,9, 2005'de %7,4 ve 2006'da %6,1) bir reel GSYİH büyümesiyle böyle bir performansın çarpıcı olduğu kabul edilmektedir. Bu yüksek büyüme orta düzey kişi başına düşen milli gelire birleşmiştir. Bölgesel pazarlara hizmet verme arzusu da pazar arayan DYY'ı motive etmektedir. Türkiye ihracat üssü olarak mükemmel bir konuma sahiptir. Avrasya'nın tam ortasındadır – bol enerji rezervlerine sahip 900 milyon kişilik potansiyel bir pazar. AB Türkiye'nin en büyük ticaret ortağıdır. Ayrıca, tahminler Türkiye ile AB arasındaki ticaretin Türkiye'nin girişinden sonra artması gerektiğini göstermektedir.

Birim emek maliyetlerini minimuma indirmek kaynak arayan DYY için bir sebeptir. 1980'lerin başlarında, Türkiye ihracata yönelmeye emek-yoğun üretimle başlamıştır. Yine de, birim emek maliyetleri 1990'lardan beri yükselmektedir ve Türkiye kolay bir şekilde başka bir rekabet avantajı kaynağı bulamayabilir. Yabancı yatırımcılar, tedarikçiler ve işçiler gibi resmi olmayan ortaklarıyla ilgilenmede

yaşadıkları zorluklar hakkında sık sık şikâyet etmiştir ve bu, Türkiye’de DYY girişlerinin düşük olmasının sebeplerinden biri olmuştur. Etkinlik arayan yatırım, firmalar bütünleşmiş bölgesel bir pazara erişim sağladıklarında ölçek ekonomilerin olasılığıyla motive olmaktadır. AB-Türkiye gümrük birliği, Türkiye’de etkinlik arayan DYY’ı haklı çıkaracak iyi bir örnektir. Aslında, Avrupa pazarına girmek isteyen firmalar için Türkiye, AB’nin geri kalanı için ihracat üssü haline gelebilir.

Tüm bu faktörler, Türkiye’nin gelecekteki üyelik beklentisinin DYY üzerinde pozitif bir etkisi olacağını göstermektedir. AB’ye ileride üye olma potansiyelinin yabancı yatırımcılar için artan bir şeffaflık ve istikrarın garantisi olarak rol oynadığı için DYY girişlerini arttıracak artık kabul edilmektedir. Bununla birlikte, DYY kararları diğer ekonomik ve siyasi düşünceleri de içermektedir ve bu nedenle ilerideki üyelik olasılığı DYY girişlerini belirleyen tek faktör değildir. Türkiye’nin ilerideki üyelik şansı, ancak yolsuzluğu azaltma konusundaki taahhüdünü takip eder ve uzun vadeli istikrarı sağlamak için ekonomik ve demokratik reformları yerine getirirse hâlihazırda parlak olan şansını kuvvetlendirebilir.

AB üyeliğinin Türkiye’ye Yunanistan ve Portekiz’le rekabet ederek, DYY’ın ana alıcılarından biri olma şansı sağlaması beklenmektedir. AB’ye girişiyle birlikte, Türkiye’nin yatırım politikalarını diğer AB ülkelerinkine uyumlu haline getirmek ve AB ticaret ve rekabet kanunlarını kendi ekonomisine katmak zorundadır. Bu, Türkiye’nin DYY için AB içindeki diğer üyelerle eşit koşullarda rekabet etmesini gerektirecektir, ki bu da ardından artan verimliliğe, gelişmiş altyapıya, ve fiyat ile döviz kuru istikrarı dahil makroekonomik istikrara yol açacaktır.

4.7. DEĞERLENDİRME

Ekonomistler döviz kuru ve ödemeler dengesi belirlemesini açıklamak için 1920’lerin başı ile 1970’ler arasında iki geleneksel yaklaşımı (esneklikler ve massetme yaklaşımları veya dış ticaret yaklaşımları ve parasalcı yaklaşım) geliştirmişlerdir. Ödemeler dengesi ve döviz kuru kararlılığına parasal yaklaşım talep edilen para miktarı ile arz edilen para miktarına odaklanır. Portföy yaklaşımı, bir ulusun para birimine ait döviz kurunun talep edilen yurtiçi para ile yurtiçi ve yabancı

kıymetler ve bu araçlar için pazarlara arz edilen çeşitli mali araçların miktarları tarafından belirlendiğini öne sürmektedir (Daniels ve vanHoose, 2006:277, 314).

Tablo 33: Türkiye’de Ödemeler Dengesindeki Gelişmeler

Milyon \$	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CARİ İŞLEMLER HESABI	-9.920	3.760	-626	-7.515	-14.431	-22.309	-32.249	-38.434	-41.959	-13.991
Mal Dengesi	-22.057	3.363	-6.390	-13.489	-22.736	-33.080	-41.056	-46.852	-53.021	-24.850
Mal ve Hizmet Dengesi	-10.082	5.773	1.495	-2.978	-9.939	-17.813	-27.445	-33.451	-35.900	-8.589
Mal, Hizmet ve Gelir Dengesi	-14.684	773	3.059	-8.535	-15.548	-23.652	-34.101	40.454	-44.059	-16.260
Cari Transferler	4.764	2.987	2.433	1.020	1.117	1.454	1.908	2.243	2.113	2.299
FINANS HESABI	9.584	-14.557	1.172	7.162	17.702	42.660	42.689	48.707	33.547	10-065
Yurtdışında Doğrudan Yatırım (Net)	112	2.855	939	1.222	2.005	8.967	19.261	19.941	16.955	6.858
Portföy Hesabı (Net)	1.022	-4.515	-5.93	-2.465	8.023	13.437	7.415	833	-5.014	227
Diğer Yatırımlar	8.450	-12.897	826	3.475	7.674	20.256	16.055	28.049	22.873	3.537
-Genel Hükümler	117	-1.977	11.834	-765	-267	-4.637	-5.265	-4.017	3.411	891
-Bankalar (net)	2.162	-9.411	1.373	3.194	1.240	10.375	686	347	-969	7.229
- Diğer Sektörler	5.551	-2.205	1.562	2.006	7.830	12.849	17.349	29.068	23.889	-4.094
Cari Sermaye ve Finans Hesapları	-336	-10.797	546	-353	3.271	20.376	10.440	10.258	-7.461	-4.277
NET HATA VE NOKSAN	-2.661	-2.127	-758	4.450	1.071	2.824	185	1.757	4.073	5.066
GENEL DENGE	-2.997	-12.924	-212	4.097	4.432	23.200	10.625	12.015	-2.758	791
REZERV VARLIKLAR	2.997	12.924	212	-4.097	-824	-23.200	-10.625	-12.015	2.758	-791
Resmi Rezervler	-354	2.694	-6.153	-4.047	824	17.847	-6.114	-8.032	1.057	-111
IMF Kredileri	3.351	1.230	6.365	50	-3.518	-5.333	-4.511	-3.983	1.701	-680

Tablo 33’de görülebildiği gibi, Kasım 2000 ve Şubat 2001’deki ekonomik krizlerden sonra 2001’de bir fazlalığa sahip olan cari işlemler dengesi 2002’den itibaren bir açık dönemine girmiş ve takip eden yıllarda açıklar artarak devam etmiştir. Cari hesap açığını finanse etmede portföy yatırımlarının yoğunluğu açıkça görülebilirken 2005’den sonra cari hesap açığını finanse etmede değişen kompozisyon da görülebilir. Cari hesap açığını finanse etmede doğrudan yatırımların payı gelirlerin özelleştirilmesi, şirketlerin birleşmesi ve transferi, emlak pazarlarında yapılan yatırımlar ve Türk bankacılık sektörüne artan yabancı yatırımcı ilgisinin sonucu olarak artmıştır. Bununla birlikte, kompozisyonu finanse etmede değişen cari hesap açığı Türkiye’nin ekonomisini Nisan 2006’da başlayan uluslararası mali dalgalanma sürecinden en çok etkilenen ülke olmasını önleyememiştir.

2003 ve 2004 yıllarında yabancı doğrudan sermaye yatırımlarında görülen trend artışı 2005 yılında da devam etmiştir. Yabancı doğrudan sermaye yatırımı 2003 yılındaki 1.8 milyar dolar ve 2004 yılındaki 2.9 milyar dolarlık seviyesinden 2005

yılında 9.6 milyar dolara yükselmiştir. Özelleştirme uygulamaları ve ekonomide artan güven ortamına paralel olarak bankacılık sektörüne yönelik yabancı sermaye ilgisinin yanında doğrudan sermaye yatırımlarının takip eden dönemde artması muhtemeldir. Ekonomik ve siyasi istikrar ile AB'ye tam üyeliğin sağlanması Türkiye'de yabancı sermaye anlamında artan ilginin başlıca sebepleridir.¹⁹

Yakın ekonomi geçmişini özetleyecek olursak, Türkiye'nin 2004 yılında 8 milyar dolar olan portföy yatırımları 2005 yılında 13.7 milyar dolara yükselmiştir. Yurtdışında yaşayan insanlar 2005 yılında sırasıyla toplam 5.7 milyar dolarlık hisse senedi ve 5.9 milyar dolarlık devlet iç borçlanma senedi satın almışlardır. Diğer yatırımlar (ticari ve nakdi krediler ile mevduat şeklinde net sermaye girişi) 2004 yılında 4.2 milyar dolardan 2005 yılında 16.4 milyar dolara yükselmiştir. Diğer yandan, mali istikrarda bir risk faktörü olarak görülen cari işlemler dengesi 2004 yılında 15.6 milyar dolarlık bir açık yaşamış, bu açık %46.4 oranında artarak 2005 yılında 22.8 milyar dolara yükselmiştir. Merkez Bankası brüt rezervleri 2003 yılındaki 33.6 milyar dolar seviyesinden 2005 yılında 50.5 milyar dolara ulaşmıştır. Cari işlemler açığının sürdürülebilirliğinin doğrudan yabancı yatırımlar ve dalgalı kur rejimi tarafından desteklendiğine inanılmaktadır.

Bununla birlikte, her iki geleneksel yaklaşım da Türkiye'nin döviz kuru ve ödemeler dengesi kararlılığını açıklayamamaktadır. Türkiye ekonomisindeki gelişmelerin hepsi sermaye akımlarının döviz piyasasına yön verdiğini göstermektedir. Bu nedenle, sermaye akımları Türkiye için döviz kuru ayarlama modellerinde açık bir şekilde ele alınmaktadır.

Sermaye akımlarının ve böyle akımlardan etkilenen anahtar makro toplamların belirgin özelliklerini özetlemek gerekmektedir. Balkan ve diğerleri (2002) kısa vadeli sermaye (sıcak para) girişlerinin üç yönüne odaklanmışlardır; (i) bankacılık sektörü tarafından alınan kısa vadeli dış krediler ve sermaye girişleri (ii) yurtdışında yaşayan ülke sakinlerinin menkul kıymet satışları ve (iii) Türkiye'de sürekli ikamet etmeyenlerin menkul kıymet alımları. Mali sermaye girişlerinin endüstriyel üretim endeksiyle kayda değer bir negatif korelasyona sahip olduğunu ve para biriminin reel değer artışı ile ticaret açıklığıyla pozitif bir şekilde ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca sermaye akımlarının menkul kıymetler borsası

¹⁹ Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (2006), Yıllık Rapor, Ankara.

endeksiyle ve akımların kendilerinin bir ay gecikmeli değeriyle pozitif bir ilişkisi olduğunu bulmuşlardır.

Türkiye'nin para birimi değişim değerinin yurtiçi para ile talep edilen yurtiçi ve yurtdışı menkul kıymetler ve bu araçlar için piyasalara sürülen çeşitli mali araçların miktarları tarafından belirlendiği açıktır. Örneğin, Civeci (2004) Türk Lirası-ABD Doları ilişkisinin açıklaması olarak döviz kuru belirleme parasal modelinin geçerliliğini incelemiştir. Parasal esasların aslında uzun vadede döviz kurunu gerçekten etkilediğini göstererek döviz kurları arasındaki uzun vadeli ilişkiyi, parasal esasları ve görece fiyatı bulmuştur. Yani, portföy yaklaşımı ve döviz kurunu belirlemek için kullanılan parasal model Türkiye'nin para birimindeki değişim değerini açıklayabilir.

1989'daki mali hesap liberalizasyonunun ardından ekonomik büyüme oranı büyük ölçüde değişken ve ters çevrilebilen kısa vadeli sermaye akımlarına bağlı olmuştur (Mariano ve diğerleri, 2004). Diğer yandan, hükümetler için daha kısa dönemlere ve artan popülist dalgalanmalara olanak sağlayan siyasi parti sisteminin parçalanmış yapısıyla "istikrarsızlık" Türk siyasi çevresinin ayırt edici özelliği haline gelmiştir. Değer kazanan bir döviz kuru rejimi altında genişlemeci mali politikaların ödemeler dengesi veya borç krizlerine yol açtığı için istihdam politikalarının sürdürülebilirliği meselesi daha da baskın hale gelmiştir. Bu, kendini ilk olarak 1994 krizi şeklinde ortaya koymuştur. 1994 krizinin daraltıcı etkilerinden kurtulmak için uygulanan politikalar kamu ve finans sektörlerindeki zayıflıklara kronik bir özellik katmıştır. Mevduatların tam sigortalanması çok yaygın bir "ahlaki tehlike" problemi oluştururken yüksek reel faiz oranları 1990'ların sonlarında kamu borçlarının hızla birikmesine sebep olmuştur.

Türkiye'de ekonominin makroekonomik performansı ile bankacılık sektöründeki gelişmeler arasında güçlü bir bağ vardır. İstikrarsız makroekonomik ve siyasi çevrenin yanında kamu sektörünün yüksek borçlanma gereksinimleri de sağlıklı bir bankacılık sisteminin gelişmesini engellemiştir. Bu nihayetinde sürdürülebilir bir büyüme yolunun önünde bir engel ve makroekonomik krize yol açan öncül bir faktördü. Türk bankacılık sistemi üç önemli açmaz yaşamıştır: kamu bankalarının üstünlüğü, açık pozisyonlar özel bankaların siyasileştirilmiş ruhsatlanması ve yabancı bankaların sınırlı katılımı. Bu özellikler, sistemi

makroekonomik krizlere karşı hayli savunmasız hale getirmiştir ve eş zamanlı olarak etkin olmayan daha uzun vadeli gelişme bir şekline sebep olmuştur (Alper ve Onis, 2004).

Kamu bankalarının özellikle 1994 krizi sonrasında sektör içerisinde önemli sorunlar yarattığı iyice anlaşılmış bir gerçektir. Bu bankalar, hem borç alma, hem de borç verme işlemleri siyasileştirilmiş olduğu için bankacılık sektöründe engembeli bir oyun alanı yaratmışlardır. Tercih edilen sektörlerle sübvansé edilmiş oranlarda kontrollü borç verme, kapitalizasyonlarını, likiditelerini ve karlılıklarını kısmen ağır şekilde baltalamıştır. Ayrıca, kamu bankaları Hazineyle karşılıklı etkileşimlerinden dolayı olumsuz bir şekilde etkilenmişlerdir. Görev zararı kavramı 1990'ların sonunda söylemlerde giderek daha moda bir terim haline gelmiştir. Hazinenin bir zorunluluk olarak gördüğü kontrollü borç vermeden kaynaklanan yarı mali kayıplara görev zararları denmektedir. Bu zorunlulukları karşılama konusunda Hazineden kaynaklanan gecikmeler kamu bankaları açısından maliyetli ve ağır borçlanmayla sonuçlanmıştır. Bu da ardından bankalar arası borçlanma kadar mevduat üzerinde de yapay yüksek faiz oranları şeklinde sistemde büyük bir bozulma yaratmaya yardımcı olmuştur. En büyük iki kamu bankası olan Ziraat ve Halk bankaları bu sürecin tam merkezinde olmuşlardır.

Sermaye hesabı açıklığının olduğu bir ortamda büyüklükleri gözetilmeksizin bütün özel bankalar dalgalanma geliri ve arbitraj fırsatlarından faydalanmaya çalışmışlardır. Aslında, “açık pozisyonlar” ibaresi “görev zararları” ibaresi kadar moda olmuştur. “Açık pozisyonlar” terimi TL cinsinden devlet tahvilleri tutarak sağlanan fırsatlardan menfaat sağlamak için çok yüksek faiz oranlarından yabancı döviz borçlanmak anlamına gelmiştir. Açıkça, açık pozisyonların varlığı özel bankaları spekülâtif saldırılara karşı son derece savunmasız hale getirmiştir. Geriye dönüp baktığımızda, 1994 ve 2001'deki devalüasyonların ardından birkaç bankanın iflasını gözlemlemek şaşırtıcı olmamıştır.

Alper ve Onis'e (2003, 2004) göre rahatsız edici diğer bir özellik, öncelikle siyasi kriterlere dayanarak dönem boyunca yeni bankaların sektöre girişini içermektedir. Bununla birlikte, yeni bankaların sektöre girişi özünde olumsuz bir gelişme olarak yorumlanmamalıdır. Yine de, banka ruhsatları öncelikli olarak siyasi

endişelerle belirleniyorsa bu durum sadece bankacılık sektörü üzerinde değil, aynı zamanda tüm ayrıntılarıyla ekonomi üzerinde ters sonuçlar yaratması muhtemeldir.

Son olarak, yabancı bankaların varlığının hem ihmal edilebilir hem de zarar verici olduğuna dikkat çekilmelidir. Normalde, iyi düzenlenmiş ve sıkıca denetlenen bir bankacılık sisteminde yabancı bankalar etkinliği arttırmaya ve yurtiçi mali piyasaların gelişimine katkıda bulunur. Bununla birlikte, bu tür bir düzenleme ve denetlemenin olmadığı bir durumda belli türde bankalar sektöre girmeye istekli olur (Alper ve Onis, 2003). Bunlar, tipik olarak yurtiçindeki bankalarla piyasa kusurlarından kaynaklanan aşırı karları paylaşma konusunda işbirliği yapmakla ilgilenen türdeki bankalardır. Alper ve Onis'e (2003) göre *"bu, yabancı bankaların varlığının sırasıyla toplumsal refah açısından neden ihmal edilebilir ve zarar verici olduğunu, kişisel çıkar açısından ise neden son derece kazançlı olduğunu açıklamaktadır"*.

Kamu borçlanma yönetiminde sürdürülemez trendi tersine çevirmek ve dolayısıyla ekonominin sağlıklı yapısını değiştirmek için 2000 yılında Uluslararası Para Fonu (IMF) destekli üç yıllık bir istikrar programı uygulanmıştır. Program esasen mali ayarlamalar ve yapısal reformlarla ek olarak desteklenen döviz kuru temelli bir istikrar programıydı. Program ayrıca, devalüasyon oranında uygulanabilirliği olmayan bir düşüşü kapsayan programlarla ilgili kötü etkilerden kaçınma amacıyla "gecikmeli" döviz kuru sisteminden çıkış stratejisi de içeriyordu. Program yıllık Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) enflasyon oranını 2000 yılı sonunda %25'e, kamu sektörü borçlanması/GSYİH oranını da 2002 yılında %54.8'e düşürme girişiminde bulunmuştur. Para politikası, Merkez Bankası'na mali sistemin günlük gereksinimlerini öncelik olarak görmesine imkan vermeyen "yarı para kurulu" organizasyonuna dayanıyordu. Mali politika 2002 yılında GSYİH'nın %6.5'ine varan kamu sektöründeki önemli faiz dışı fazlasını öngörmüştür. Yapısal cephede, hükümet tarım, sosyal güvenlik ve bankacılık sektöründe bir dizi reform gerçekleştirmeye söz vermiştir.

Uygulama dönemi başladıktan kabaca bir yıl sonra Türkiye, Kasım 2000 ve Şubat 2001'de iki mali kriz yaşamıştır ve bunların sonuncusu 'sürünen' döviz kuru politikasının terk edilmesine ve borç çevriminde ciddi problemlere yol açmıştır. Özatay ve Sak (2003) krizleri tetikleyen faktörleri dört maddede özetlemişlerdir: a)

Programın değer kazanan Türk lirasından ve TCMB'nin "yarı-para kurulu" rolünden kaynaklanan iç zayıflıklar; b) az kapitalize olmuş ve yüksek oranda kamu borçlarına yatırım yapmış olan Türk bankacılık sektörünün kırılganlığı; c) 'reform yorgunluğu' kendini yapısal önlemlerdeki gecikmelerle göstermiştir; ve d) ABD'de yükselen petrol fiyatları ve faiz artırımını dahil elverişsiz dış çevre. Mayıs 2001'de uygulanmaya konan yeni ekonomik program enflasyonsuzluk programı olmaktan ziyade bankacılık sektörüne özel bir önem veren 'yapısal uyum' programı olarak tasarlanmıştı.

Bu ikinci program aşağıdaki maddeleri içermiştir:

- "Kötü" bankalara Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) tarafından el konulmuş ve bancılık sisteminden ihraç edilmişlerdir (bkz Tablo 35).

- Bu ihraç edilen bankaların gecelik borçlanması önemli ölçüde azaltılmış ve bazıları fiilen satılırken bazılarının sermaye yapısı yeniden düzenlenmiş veya bankalar birleştirilmiştir yahut her ikisi de yapılmıştır.

- Devlet bankalarının yönetim yapısında köklü bir değişik yapılmıştır.

- Hazine'nin bu bankalara olan birikmiş borçları ödenmiş ve devlet bankalarının sermaye yapısı yeniden düzenlenmiştir.

- Siyasi olarak bağımsız bir yönetim kurulu atanmıştır. Kurul'un yetkisi yatırımcıların çıkarlarını korumak olarak belirlenmiştir.

- Bu devlet bankalarına yeni yöneticiler atanmış ve şube ile çalışan sayısı operasyonel bir yeniden yapılanma planına göre önemli miktarda azaltılmıştır.

- Mayıs 2001'de merkez bankası kanunu değiştirilmiş ve banka 'araç bağımsızlığı' kazanmıştır. Kanun bankanın temel hedefinin fiyat istikrarı sağlamak olduğunu açıkça belirtmiştir.

- Yapısal reformlara ek olarak, hem mali hem de para politikaları rayında devam etmiştir.

2000 yılının Kasım ayı sonundaki krizde doruğa çıkan gerginliklerin kökleri derinlemesine Türkiye'nin ekonomik sistemi içerisindeydi, fakat Bibbee'ye (2001) göre *en yakın sebep tüm bankacılık sektöründe güven kaybını ateşleyen, birkaç bankada portföy kayıplarıyla likidite problemlerinin kombinasyonu olmuştur.* Merkez bankası kendi yarı para kurulu hükümlerini ihlal ederek sisteme büyük çapta likidite enjekte etmeye karar verdiği zaman programın ve kur sabitlemenin artık sürdürülebilir olmadığı ve fazla likiditenin yalnızca sermaye hesabı yoluyla dışa

aktığı ve rezervleri kuruttuğu yönünde korku yaratmıştır. Panik ancak 7.5 milyar dolarlık bir IMF acil finansman paketiyle (4 milyar dolarlık stand-by kredisinden ayrı olarak) durdurulabilmiştir. Hükümet o zaman önceki enflasyon hedeflerine taahhüdünü yeniden tasdik etmiş, özelleştirmeyi ve bankacılık reformlarını hızlandırmayı taahhüt etmiş, likidite problemlerinin kaynağında olan büyük bir bankaya el koymuş ve bankaların tüm mali sorumlulukları için bir garanti getirmiştir.

Özatay ve Sak'a (2004) göre birinci ve ikinci nesil döviz krizi modelleri 2000 ve 2001 krizlerine biraz ışık tutabilir, ama ne olduğunu tam olarak açıklayamaz. Örneğin, bir yandan, kriz öncesi dönemde kamu sektörü borçlanma gereksimi çok yüksekti. Bu durum birinci nesil türünde bir krizi akla getirmektedir. Diğer yandan, kamu sektörü borçlanma gereksinimi, bu tür modellerin özünde olan enflasyon vergisinden ziyade çoğunlukla iç borçlanma tanzim ederek finanse ediliyordu. Ayrıca, ıslah edici mali önlemler hâlihazırda alınmıştı. Kısa vadeli iç borçlanmanın yüksek seviyelerde olmasının ve zayıf bir bankacılık sektörünün, spekülörleri hükümetin kendi para birimini korumak için faiz artırımına gidemeyeceğini öngörmeye sevk ederek, kendi kendini gerçekleştiren bir saldırıya zemin hazırladığı iddia edilebilir. Bu düşüncenin karşıt görüşü, ıslah edici önlemlere rağmen ikinci nesil modellerin öngördüğünün aksine makroekonomik esasların zayıf olduğu, hasılanın keskin bir şekilde küçüldüğü ve mali politikanın krizden sonra genişlemeci olmadığıdır.

Flood ve Garber kadar Krugmanı takip eden ödemeler dengesi krizlerinde Birinci Nesil Kriz modelleri, kur çöküşlerinin temel sebebi olarak makroekonomik temellerin sürekli olarak bozulmasına vurgu yapmıştır. Bu genellikle senyoraj gelirlerinin kamu sektörü açıklarını finanse edeceğine duyulan güven aracılığıyla gerçekleşir. Rasyonel bir ekonomik ajanın uluslararası rezervlerin kademeli olarak tüketilmesinin geçerli kur rejiminin geçerliliğini koruyamayacağını göstergesi olduğunu anlayacağı bir zaman gelecektir. Bu öngörü, aşırı sermaye kaybını önlemek için kur üzerinde ani bir spekülatif saldırıyı tetikler. Gevşek para politikasıyla uyumsuzluğundan dolayı döviz kuru sisteminin çökmesi kaçınılmazdır. Tablo 36. konsolide bütçe açıklarının 1995-2001 döneminde nasıl finanse edildiği konusunda bilgi vermektedir. Tablo 34'ün gösterdiği gibi, TCMB 1997'den itibaren sıfır borç vermiştir.

Birinci nesil krizi öncü göstergelerin yokluğu ile ekonominin kırılganlığı (makroekonomik esaslarda düzelen bir duruşa rağmen) kendi kendini gerçekleştiren bir kriz olasılığını gösterir.

Tablo 34: Konsolide Bütçe Açığının Finansmanı, 1995-2001

GSYİH yüzdesi olarak	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kamu kesimi borçlanma ihtiyacı	5.0	8.6	7.7	9.4	15.6	12.5	15.9
Konsolide bütçe borçlanma ihtiyacı	3.7	8.5	7.6	7.1	11.6	10.2	17.9
Yurtiçi net borçlanma	3.6	7.1	8.5	8.6	12.4	7.4	12.9
Yurtdışı net borçlanma	-1.0	-0.9	-1.5	-1.9	0.6	2.1	-2.5
Merkez Bankası kredisi	1.2	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Diğerleri ^a	0.0	0.7	0.6	0.5	-1.4	0.6	7.4

Quelle: Özatay und Sak (2003);

a. Borç erteleme gibi diğer finansman olanakları

Ülkenin halihazırda mali dengesizliklere yönelik bir istikrar planı uygulama sürecinde olduğu bir durum hayal edilebilir, ama açığın başlangıç seviyesi o kadar yüksek bir seviye ki mali disiplinin ancak kademeli olarak gerçekleştirilmesi mümkün olabilir, ki bu da borç finansmanının devam etmesi gerektiği anlamına gelir. Esaslara dayanarak, doğal bir çöküş yoktur ve bu nedenle böyle bir ekonomi birinci nesil kriz olarak adlandırılmayı hak etmemektedir. Spekülatif saldırılar olmadığı zaman, geçerli döviz kuru sistemi ayakta kalabilir. Bununla birlikte, ikinci nesil modeller hükümetin saldırıya karşı döviz kurunu korumak için gerekli önlemleri almaktan kaçınacağını öngören spekülatörlerin saldırılarından dolayı döviz kuru sistemlerinin çökebileceğini savunmaktadırlar. Yüksek kamu borcu veya yüksek işsizlik oranı bu tür beklentilere yol açabilir (Özatay ve Sak, 2003).

Ayrıca, üçüncü nesil modeller de ikinci nesil modeller gibi kendi kendini gerçekleştiren kehanetlere özel önem göstermektedirler. Tetikleyici olaylardan dolayı sermaye ülke dışına akar, ülke parası değer kaybeder ve ya bankacılık sektörü ya da kurumsal sektör –veya her ikisi- çöker ve ekonomiyi derin bir gerilemeye iter. Bankacılık sektörü veya kurumsal sektörün (veya her ikisinin) çökmesi kurumsal bilançoların mali zayıflığından kaynaklanır. Özatay ve Sak (2003) *“kırılgan bir bankacılık sistemi ve tetikleyici etmenler olmadan yüksek cari işlemler açığı ve liranın reel değer kaybının 2000-2001 krizlerini hızlandırmak için tek başlarına*

yeterli olmayacağını” savunmuşlardır. Kriz öncesindeki dönemde bankacılık sisteminde bir risk birikimi olmuştur. Örneğin, geri dönmeyen krediler kadar para birimi ve vade uyumsuzluklarında bir artış olmuştur. Bu nedenle bankacılık sistemi sermayenin ters çevrimine karşı son derece savunmasızdı. Bununla birlikte, risk birikimi sistem genelinde homojen değildi. İki çeşit bölünme vardı: devlet bankalarına karşı özel bankalar ve özel bankaların kendi içlerinde. Devlet bankaları faiz oranına karşı daha açıkken, özel olanlar döviz kuru riskine daha çok yatkındılar. Özel bankacılık sistemi içerisinde devlet borç senedi işine ağır şekilde karışan orta büyüklükte birkaç banka vardı (mesela Demirbank). Ayrıca, bu araçları son derece kısa vadeli borçlanarak tutuyorlardı. Kasım 2000 krizinin devlet bankalarını en sert şekilde vurmasının ve Şubat 2001 krizinde para birimi çöküşünün etkisinin özel bankaları vurmasının sebebi budur.

2000-2002 programı yürürlüğe konmadan hemen önce 21 Aralık 1999’da TMSF (Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu) tarafından beş bankaya el konulmuştur (bkz. Tablo 35.). Bu hareket bankacılık sisteminin problemlerini azaltmamıştır. 27 Ekim 2000 tarihinde iki bankaya daha TMSF tarafından el konulmuştur. Bu son iki devralma Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu’nun yönetim kurulu belirlendikten sadece bir ay sonra gerçekleştirildi (Özatay ve Sak, 2003:31).

Tablo 35: TMSF Tarafından El Konulan Bankalar, 1999-2001.

		Toplam varlıkların bir oranı olarak
Banka adı	El koyma tarihi	El konduğu tarihte
Sümerbank	21. Aralık 1999	0.6
Egebank	21. Aralık 1999	0.6
Esbank	21. Aralık 1999	0.8
Yaşarbank	21. Aralık 1999	0.5
Yurtbank	21. Aralık 1999	0.6
Etibank	27. Ekim 2000	1.2
Bank Kapital	27. Ekim 2000	0.3
Demirbank	6. Aralık 2000	2.4
Ulusalbank	28. Şubat 2001	0.1
İktisat	15. Mart 2001	0.7
Bayındırbank	10. Aralık 2001	0.2
EGS Bank	10. Temmuz 2001	0.5
Sitebank	10. Temmuz 2001	0.1
Kentbank	10. Temmuz 2001	1.0
Toprakbank	30. Kasım 2001	1.0

Kaynak: Özatay ve Sak, 2003.

2000 yılının başında uygulanmaya başlanan programın temel direkleri sıkı mali ve para politikaları, iddialı yapısal reformlar ve nominal çapa olarak önceden belirlenen döviz kuru rotasının kullanımı idi. Para politikası, likidite genişlemesinin ciddi şekilde döviz girişleriyle bağlantılı olmasıyla para birimi kurulu türünde bir düzenleme altında yürütülmekteydi.

Enflasyonsuzluk programının bankaların bilançoları üzerinde büyük bir etkisi olmuştur.²⁰ İlk ve en önemlisi, piyasa faiz oranlarında ilk başta meydana gelen keskin düşüş ve bu oranlarda daha fazla bir düşüş beklentisiyle bankalar da mevduat ve yatırım faizlerini düşürmüştür. Bankalar, yine bu dönemde sabit getirili hazine kâğıtlarına maruziyetlerini arttırmışlardır. Diğer yandan, önceden duyurulan döviz kuru rotasının Türk Lirasındaki reel değer artışı yabancı para cinsinden yükümlülükleri için daha düşük finansman maliyeti anlamına gelmiştir. Sonuç olarak, birkaç banka yabancı kur üzerinden kısa vadeli borçlanıp Türk lirası

²⁰Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (2001), Güçlü bir Türk Bankacılık Sektörüne Doğru, Ankara.

üzerinden daha uzun vadelerle kredi vermişlerdir. Bu, vade uyumsuzluğunda keskin bir artışa ve özel bankalar tarafından tutulan büyük bir yabancı para açık pozisyonuna yol açmıştır.

Bankacılık sektörünün varlık yapısının kompozisyonu borç hissesinde bir artış ve likit varlıklarda bir düşüşle 2000 yılında önemli ölçüde değişmiştir. Tüketici kredileri 2000 yılında dört kat artmıştır. Mevduatın döviz kompozisyonundaki (yabancı döviz mevduatında bir artışa doğru) değişimin aksine kredilerin döviz kompozisyonu Türk Lirasının lehine artmıştır. Bu değişimlerin sonucu olarak, bankacılık sektörü likidite, faiz oranı ve döviz kuru risklerine 2000 yılında daha fazla maruz kalmıştır.

Türk Telekom'un özelleştirilmesindeki gecikme, ters uluslararası sermaye piyasası koşulları ve keskin bir şekilde genişleyen cari hesap kadar, Türkiye'nin ağır finansman ihtiyaçları enflasyonsuzluk programının güvenilirliğine dair genel bir kayba sebep olmuştur. Yabancı fonların Türkiye'den çıkışı Hazine bonosu, oranlarındaki keskin artış bazı özel bankalar ile devlet bankaları tarafında finansman güçlüklerine sebep olmuştur. Ardından gelen Kasım 2000 krizi bankacılık sektörünün sermaye tabanında önemli bir aşınmaya sebep olmuş ve sistemin kırılganlığını daha fazla ortaya çıkarmıştır. Özellikle, ağır şekilde gecelik finansmana dayanan TMSF ve kamu bankalarının mali sağlığı keskin bir şekilde bozulmuştur.

2000 yılı Aralık ayında IMF'nin ek Rezerv Kolaylığı altında ek olarak 7,5 milyar doların ani duyurulması piyasayı sadece kısa bir süre için sakinleştirebilmiştir. Artan siyasi belirsizlikler, döviz kuru rejiminde kredibilite kaybı ve son olarak Şubat 2001'de döviz kuru hedeflemesinin yürürlükten kaldırılması zaten zayıf olan bankacılık sektörünü bir kez daha vurmuştur. Özetle, bankaları üç şok vurmuştur:

1. Faiz oranları ve vade uyumsuzluğundaki artıştan dolayı finansman maliyetlerinde keskin bir artış;
2. Devlet tahvil varlıkları değerinde gerçeğe uygun değerlemedeki keskin düşüşten kaynaklanan sermaye kayıpları;
3. Döviz kuru ve açık yabancı kur pozisyonundaki ani değişimden kaynaklanan sermaye kayıpları.

Türkiye'nin ardı ardına IMF programları almış olması, Fon'un şartlılığının uygulanmasındaki genel eksikliğe rağmen ahlaki tehlikenin bir örneği olarak düşünülebilir (Evrensel, 2004). Fon destekli programlarla ilgili ahlaki tehlike, program bünyesindeki devletlerin Fon desteğinin varlığından dolayı sürdürülemez makroekonomik (mevcut döviz kuru hedeflemesinde sürdürülemez olan) politikalar gütmeye olasılığına işaret etmektedir. Eğer ülke daha önce Fon desteği almışsa kaynakların tüketilmesine yol açan makroekonomik politikaların maliyeti ülke için daha düşük olabilir. Eğer doğruysa bu, daha sonraki program arası dönemlerin makroekonomik performansı kötüleştirmekle ilişkili olduğu anlamına gelir. Türkiye'nin deneyimleri geçici ahlaki tehlikenin kanıtıdır.²¹ Türkiye, IMF programlarına girip çıktıkça ortalama olarak, daha önceki programa girdiği zamankinden daha kötü makroekonomik koşullar altında yeni programa girmektedir.

Tüm bu gerçekler üçüncü nesil kriz modelinin Türkiye'nin ekonomik durumunu açıklayabileceğini göstermektedir. Özatay ve Sak (2003) *“bankaların egemenliğindeki Türk finans sisteminin hem döviz kurunda hem de faiz oranında ani bir sermaye tersinmesinin sebep olabileceği ani artışlara karşı savunmasız kalmıştır. Ayrıca, bu zayıflık 2000 yılında keskin bir şekilde artış göstermiştir.”* fikrini desteklemişlerdir.

İki çeşit ihtilaf yaşanmıştır: kamu bankaları ile özel bankalar arasında ve özel bankaların kendileri arasında. Kamu bankaları, faiz oranı riskine karşı daha açıkken özel olanlar döviz kuru riskine karşı daha eğilimliydiler. Özel bankacılık sistemi içerisinde kamu borç senedi işine çok ağır bir şekilde odaklanan orta büyüklükte birkaç banka vardı. Ayrıca, bu araçları çok kısa vadede borçlanarak tutmaktaydılar. Bankacılık sistemindeki zayıflık düşünüldüğünde, krize neden olan faktörlerin bankacılık sektörü ve kamu borç senedi portföyleri taşıma uygulamalarıyla ilişkili olması şaşırtıcı değildir. Bu çevre, kısa dönem vadelerle borçlanmayı ve devlete görece daha uzun vadelerle borç vermeyi çaresiz bir şekilde seçmiş olan bankalar için işleri son derece zorlaştırmıştır. İşler, görev kayıplarından muzdarip olan devlet bankaları için de zorlaşmıştır. Gecelik fonlara ağır şekilde bağımlı olan bu bankalar

²¹ Geçici ahlaki tehlike, program arası dönemlerin ülke daha fazla program aldıkça giderek sürdürülemez olan makroekonomik politikalar ile ilişkili olduğu varsayımdır.

kendilerini her zamanki gibi iş yapamayacakları bir durumda bulmuşlardır. Son olarak, bankacılık sistemindeki kırılganlığın temel sebebinin yüksek kamu sektörü borçlanma gereksinimi ve finanse ediliş şekli olduğunu belirtmek gerekir. Daha 1990'ların başında artan açıklar ile enflasyon arasında hiçbir yakın ilişki yoktu. Bunun ana sebebi bütçe açıklarının en çok devlet tahvilleri aracılığıyla finanse edilmiş olmasıdır. Bununla birlikte, bu finansman mekanizmasının sürdürülebilirliği devlet tahvillerine yönelik talebin devamlılığına bağlıydı. Borçlanma gereksinimlerini azaltacak bir program olmaması durumunda, talepteki bir duraksama yetkilileri para basmaya zorlar ve bu nedenle hem döviz kurunda hem de enflasyon oranında bir fırlamaya neden olurdu. Bu, ekonomi alanındaki politika yapıcılarının devlet tahvillerine yönelik talepte azalmayı önleme çabasına itmiştir. Bankaların kamu borçlanma araçları portföylerinde yukarı dönük yönelmeyle birlikte bu politikalar bankacılık sektörünün kırılganlığını arttırmıştır.

Türkiye'nin çok büyük bir potansiyele sahip olmasına rağmen DYY anlamında diğer kıyaslanabilir ekonomilerin gerisinde kalan bir ülke örneği sergilediğini buldum. Türkiye'deki düşük sermaye girişlerinin sebepleri olmalıdır. Çalışmalar yatırımcıların Türkiye'de 2000'lerin başlarına kadar yedi ana problemle karşılaştıklarını göstermektedir: Ekonomik ve siyasal istikrarsızlık, devlet bürokrasisi, zayıf bir yargı sistemi, vergilendirme, yolsuzluk, yetersiz altyapı ve kayıt dışı ekonomi (Hadjit ve Moxon-Browne, 2005).

AB üyeliğinin Türkiye'ye Yunanistan ve Portekiz'le rekabet ederek, DYY'nin ana alıcılarından biri olma şansı sağlaması beklenmektedir. AB'ye girişiyle birlikte, Türkiye'nin yatırım politikalarını diğer AB ülkelerinkine uyumlu haline getirmek ve AB ticaret ve rekabet kanunlarını kendi ekonomisine katmak zorundadır. Bu, Türkiye'nin DYY için AB içindeki diğer üyelerle eşit koşullarda rekabet etmesini gerektirecektir, ki bu da ardından artan verimliliğe, gelişmiş altyapıya, ve fiyat ile döviz kuru istikrarı dahil makroekonomik istikrara yol açacaktır.

Türkiye'nin yeteri kadar DYY çekememesinin en önemli sebebi olarak kurumsal, politik ve ekonomik istikrarsızlık gösterilmiştir. Özellikle, enflasyon içe yatırımın önünde çok önemli bir engel olarak tanımlanmıştır. Diğer engeller arasında şeffaflık eksikliği, siyasi müdahale ve iç sosyal gerilimler bulunmaktadır (Loewendahl ve Ertugal-Loewendahl, 2001). Siyasi istikrarsızlık ve bununla

bağlantılı belirsiz yatırım ortamı Türkiye'nin AB ile olan gümrük birliği potansiyelinden faydalanmasını engellemiştir. Türkiye'de DYY verimlilik arayan değil büyük ölçüde pazar arayan konumunda olmuştur ve Türkiye-AB gümrük birliği verimlilik arayan DYY'da hızlı bir büyümeye yol açmamıştır (Loewendahl and Ertugal-Loewendahl, 2001).

Türkiye, özellikle “yeni ekonomi” aktiviteleriyle ilgili olarak Avrupa'daki en dinamik piyasalardan birine sahipken daha fazla varlık arayan DYY'ı ülkeye çekmek için önemli coğrafi konum avantajını kullanarak, yatırım teşvik faaliyetlerinin geliştirerek ve teknoloji altyapısında sürekli ilerleme sağlayarak da bir strateji geliştirmelidir. Ekonomik istikrar, politika belirliliği ve AB üyeliğinin kayda değer bir yatırımı Türkiye'ye çekmenin önkoşulları olduğu herkes tarafından bilinmektedir.

Türkiye'ye DYY girişlerinin yeteri bir seviyede olmamasının altında yatan temel sebep otuz yıldan fazla bir süreyle Mayıs 2001'e kadar süren makroekonomik düzensizlik olarak görülmüştür. O zamandan beri, bir yanda makroekonomik esasların gelişmesi ve diğer yanda AB'ye giriş süreci bu resmi değiştirme potansiyelini sağlamaktadır. Elbette böyle bir değişim bir gecede olmayacak, orta/uzun ihityaç duyulmaktadır (Özatay, 2005).

O halde, sermaye girişlerinde kayda değer bir artış olsa Türk ekonomisine ne olurdu? Özatay (2005) böyle bir soru sormuştur. Özatay (2005) hem dolarizasyonda bir tersine dönüş hem de sermaye girişlerinde ani bir yükselmeyi değerlendirmiş ve böyle bir durumun yeni Lira üzerinde bir değer artışı baskısı getireceği sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca, ona göre bu problem ile TCMB ilgilenmelidir. Kriz sonrası dönemde enflasyon oranında önemli bir düşüş meydana gelmesine rağmen hale yüksektir. Sermaye girişlerinde ani bir yükselme ve olası tersine dolarizasyondan dolayı yabancı kur arzında artış yeni Lira üzerinde değer artış baskısı kurarak devam etmekte olan enflasyonsuzluk sürecine katkıda bulunmaktadır.

SONUÇ

Para alanı kurmada ana maliyetin para politikası araçlarının kaybı olduğu iyi bilinmektedir. Döviz kuru politikası belli bir bölgede tek bir ülkeyi etkileyen veya ülkeleri farklı şekillerde etkileyen makroekonomik düzensizliklere karşı bir istikrar sağlama aracı görevi görmektedir. Durum böyle olduğunda, makroekonomik istikrara erişmek için alternatif uyum mekanizmalarına ihtiyaç duyulmaktadır. “Asimetrik şok” olarak bilinen bu tür makroekonomik karışıklıkların üstesinden tek bir para politikasıyla gelinemez. Ayrıca, gözlenen reel döviz kuru değişimleri, parasal birleşmenin arzu edilirliliği ve edilmezliğinin en önemli ekonomik göstergesi olarak gösterilebilirler. Bu çalışma reel döviz kurlarının değişkenliğinin ölçülmesine yönelik yapılan analizlerin, reel döviz kurundaki değişkenliğin ülkelerin parasal birliğe uygun olup olmadıklarının belirlenebilmesi için önemli bir koşul olduğu fikrinin AB’nin gerçek deneyimleri tarafından desteklenmediğini göstermektedir. Yani, APB’nin OPS kriterlerini karşılamadığı söylenebilir.

Bu tezde aynı zamanda reel döviz kuru değişkenliğini saptamak için ilk olarak Bayoumi ve Eichengreen (1997) tarafından kullanılan OPS endeksi hesaplanmıştır. Almanya ile karşılaştırıldığında Türkiye’ye dair sonuçlar, Avroya geçilmesinin Türkiye için görece maliyetli olabileceğini göstermektedir. Bu dönemde Türkiye’nin ekonomik krizlerle karşı karşıya kaldığını vurgulamak gerekir. İngiltere’nin görece yüksek bir OPS endeksine sahip olduğu da ispatlanabilir. Elde edilen bulgulara dayanarak İngiltere’nin APB’ye katılmaktan kaçınması gerektiği sonucuna varılmaktadır.

Aslında, Türkiye’deki enflasyon oranı özellikle 2002’den sonra düşmektedir. 2000 ve 2001’deki ekonomik krizlerin ardından TCMB, 2001’den başlayarak Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programını uygulamak zorunda kalmıştır. Bu programın ana hedefleri enflasyona karşı savaşmak ve bankacılık sektörünü desteklemektir. Veriler, 2005 yılı enflasyon oranlarının AB (25 ülke) için %2.2 olduğunu göstermektedir. Diğer yandan, Türkiye’de enflasyon oranı düşmesine rağmen hala yüksektir.

Ardından, döviz kuru politikası seçimiyle ilgili politik faktörler açıklanmaktadır. Türkiye ile giriş müzakerelerinin Avrupa güvenliği, Türk reform süreci ve İslam Dünyası üzerinde yararlı etkileri olacağı üzerinde durulmaktadır.

Daha sonra, araştırmada bazı AB ülkelerinde meydana gelen arz ve talep şokları vakalarını, benzer ekonomik düzensizlikler yaşayan ve dolayısıyla OPS oluşturma koşullarından birini yerine getiren ülkeleri belirleme yolu olarak ele alınmaktadır. Araştırma, Türkiye'nin diğer ülkelere benzer düzensizlikler yaşamadığını öne sürmektedir. Türkiye'de talep düzensizliklerinin çok büyük olduğunun altını çizmek de özellikle önemlidir. Bildiğimiz gibi talep düzensizlikleri daha çok uygulanan para ve maliye politikalarından beslenmektedirler. Bu nedenle de Türkiye'nin APB'ye girmemesi gerektiği söylenebilir. Aynı sonuç İngiltere için de geçerlidir. İngiltere'de talep şoklarına uyum hızı çok daha yavaştır. Burada ayrıca, para alanı kurulduğunda asimetrik şokların neler getireceğiyle ilgili yeni analizlerin sonuçları da yeniden incelenmektedir.

Parasal birliğin ticaret üzerindeki etkisi de dikkatle incelenmekte ve aynı para birimini kullanan iki ülkenin daha fazla ticaret yapıp yapmadığı araştırılmaktadır. Genişletilmiş bir çekim modeli kullanarak, parasal birliğin oluşturulmasından sonra ticaret farkı derecesi ile açıklık arasında önemli ölçüde pozitif bir farkın olduğu ortaya konmaktadır. Aynı para birimini kullanan iki ülke daha fazla ticaret yapmaktadır, fakat sonuçlar parasal birliğin ticaret üzerindeki etkisinin pek önemli ölçüde olmadığını ama pozitif olduğunu göstermektedir. Ayrıca bazı büyük ekonomilerin konjonktürel dalgalanmalarının korelasyonları da araştırılmaktadır. Türkiye'nin AB ülkeleriyle görece iyi ticaret ilişkilerine sahip olduğu iddia edilebilir. Frankel ve Rose (1997, 1998) bir ülkenin diğer ülkelerle ticareti arttıkça konjonktür dalgalanmalarının daha fazla bağlantılı olacağını ve bu nedenle bu ülkelerin bir parasal birlik oluşturması gerektiğini savunmuşlardır. Bu durumun Türkiye'de mevcut olması, AB ile Türkiye arasındaki ilişkinin olumlu bir yönü olarak değerlendirilebilir. Bu bağlamda, birliğe girecek ülkelerin Avro alanına girmenin faydalarından uzun vadede kazançlı olması beklenirken, para politikası anlamındaki kayıp yakın dönemde problemlere yol açabilir. Birçok yazar Birliğe giriş aşamasındaki ülkelerdeki para politikalarının Avro alanındaki parasal şartlardan çok

yakın olarak etkilendiğini savunmaktadır. Eğer bu doğruysa, o halde Avroya geçişte parasal bağımsızlığı kaybetmekten kaynaklanan maliyetler azalacaktır.

Araştırmada Türkiye'deki parasal aktarım mekanizmasının APB'dekinden farklı olduğu açıkça gözler önüne serilmektedir. Aktarım mekanizmalarındaki çeşitlilikler parasal birlik ortakları arasında aynı parasal şoka maruz kaldıklarında bile asimetrik davranışa sebep olabilir. Aktarım mekanizmalarındaki farklılıklardan dolayı, Türkiye'nin APB'ye girmemesi gerektiği savunulabilir. Örneğin, Türkiye için GSYİH'nin reel faiz oranlarına uzun vadedeki esnekliğinin APB'nin diğer başlıca üyelerinden çok daha büyük olduğu görülmektedir. Yani, Türkiye'de GSYİH, reel faiz oranlarındaki dalgalanmalara karşı daha hassastır. Para politikası aktarım mekanizmaları ekonomilerin işleyişinde önemli bir rol oynamaktadırlar.

Sermaye akımlarını ve döviz kuru seçimi üzerindeki etkilerini incelemek için 1980-2004 yılları arasında Türkiye'nin yurtiçi tasarruf ve yurtiçi yatırım oranları arasındaki ilişkiyi araştırılmaktadır. Türkiye'yle ilgili bulgular, Feldstein ve Horioka'nın uluslararası sermaye hareketliliği derecesi ne kadar yüksek olursa yurtiçi tasarruf ve yatırım arasındaki bağlantı o kadar zayıf olur teziyle tutarlılık göstermemektedir. Sonuçlar, Türkiye'nin muazzam bir potansiyele sahip olmasına rağmen DYY açısından benzer ekonomilerin gerisinde kalan bir ülke örneği olduğunu göstermektedir. Türkiye'de DYY girişlerinin düşük olmasının birkaç sebebi olmalıdır. Araştırmalar, yatırımcıların Türkiye'de 2000'lerin başlarına kadar yedi büyük engelle karşı karşıya kaldıklarını belirtmektedir. Bunlar ekonomik ve politik istikrarsızlık, bürokrasi, zayıf bir adalet sistemi, vergiler, yolsuzluk, yetersiz altyapı ve kayıt dışı ekonomidir. Fakat bu tezde, Türkiye'ye önemli ölçüde yatırım çekmek için ekonomik ve politik istikrar ve AB üyeliğinin önkoşul olduğu üzerinde durulmaktadır.

Şu anda Türkiye, ekonomik geçişin damgasını vurduğu bir dönem yaşamaktadır. Özatay (2005), Türkiye'nin şu anda mali-egemen bir dönemden parasal-egemen bir döneme geçiş sürecinde olduğunu belirtmiştir. Türkiye'nin AB üyeliğini gerçekleştirmek için şimdilerde makroekonomik istikrar göstergeleri elde etmeye çalıştığı aşikardır. Bu geçiş döneminin sermaye girişleri, tersine dolarizasyon veya yerel para biriminin değer kazanması üzerinde etkileri vardır. Tersine dolarizasyonun Türkiye'nin ticaret dengesini doğrudan etkileyen bir etkiye sahiptir.

Türk Lirası değer kazandığından beri, ihracat malları uluslararası piyasalarda görece pahalılaşmıştır ki, bu daha büyük bir dış ticaret açığı yaratmaktadır. Merkez Bankası bu problemi rezerv birikimi ve dolayısıyla kontrollü bir döviz istikrarı oluşturmak için müdahale etme yoluyla çözmek için gerekli temel araçlara sahiptir. Geçiş döneminin ikinci bir yönü de yüksek orandaki sermaye girişleridir. Sermaye girişleri çok büyük olduğu için cari hesap açığını kapatmada önemli bir rol oynarlar. Hükümet sermaye girişleriyle yetinmekten ziyade yabancı ve yerli yatırımı desteklemeye çalışmalıdır. Bu hedefe ulaşmada kullanılacak yöntemlerden birisi yatırımı daha kolay ve risksiz hale getirmek için faiz oranlarını düşürmek veya düzenleyici değişiklikler getirmek olabilir.

Aslında AB'ye katılımından sonra da Türkiye'nin geçiş süreci devam edecektir. Togan'ın (2004) söylediği gibi, AB'ye girişin ardından Türkiye'nin Döviz Kuru Mekanizması'na (ERM-II) katılması ve APB üyeliğine uygunluğu incelenmeden önce parasal ve mali yakınsama için Maastricht şartlarını yerine getirmesi beklenecektir. Türkiye APB'ye kabul edildiğinde, yerel para birimini geri çevrilemez sabit bir döviz kurundan Avro ile değiştirecek, rezervlerinin çoğunu AMB'ye aktaracak ve 'büyüme ve istikrar paktı' ile bağlı olacaktır.

Son olarak, AB'ye girişin olumlu etkilerini aktarılmaktadır. AB üyeliği Türkiye'ye önemli AB pazarına giriş imkânı, büyüme şansında artış ve yapısal fonlara erişim imkânı kazandıracaktır. Ama daha önemlisi, Türkiye'nin AB üyeliği politik ve ekonomik istikrarsızlık ile ilgili belirsizliği ortadan kaldırarak güveni arttıracaktır. Aslında, AB üyeliği ve hatta üyelik sürecinin kendisi hem üye hem de aday ülkelerin ekonomileri için büyüme oranı, kişi başına düşen GSYİH ve DYY girişleri dahil önemli pozitif etkiler sağlamaktadır. Bunun sebebi, AB üyeliğinin diğer AB ülkelerinden DYY için daha cazip bir ülke ile sonuçlanmasıdır. Diğer yandan, AB üyeliği ayrıca AB üyesi olmayan ülkelere AB'ye yapılan DYY'den bir pay kazanma fırsatı vermektedir. AB'ye girişle birlikte Türkiye'nin makroekonomik göstergeleri ve genel ekonomik dengeleri daha istikrarlı ve devamlı hale gelince, Türkiye'nin yatırımlar için daha cazip bir ortam sunacağı açıktır. Türkiye'nin Avrupalı yatırımcılara sunacağı pek çok şey vardır ve giriş sürecinin AB ekonomilerinde Türkiye'ye DYY akımlarını güçlendirmesi beklenmektedir. Nüfusun %60'ından fazlasının 35 yaş altında olmasıyla, iç pazar devasa bir büyüme

potansiyeline sahip; aktif nüfus çalışkan ve uygun maliyetlidir; ve eşsiz konumu ülkeye Avrupa, Orta Asya ve Orta Doğu'ya giriş imkanı sağlamaktadır. Bununla birlikte, performansı tatmin edici olmaktan çok uzaktır.

Avrupa Birliği üyeliğine ilişkin hüküm ve koşullar, 1957 Roma Antlaşmasından başlayarak yapılmış antlaşmalarla belirlenmiştir. Ülke “Avrupalı” olmalı. 2. maddede belirtilen Birlik değerlerine bağlı olmalı ki bunlar “insan haysiyeti, özgürlük, demokrasi, eşitlik, hukukun üstünlüğü ve insan haklarına saygı”dır. Ayrıca, Kopenhag Avrupa Konseyi 1993 yılında politik ve kurumsal yönleri, politik, ekonomik ve parasal birliğin amaçlarını içeren üyeliğin ekonomisi ve yükümlülüklerini kapsayan somut kriterleri belirtmiştir. Türkiye'nin girişinin nüfus, büyüklük, coğrafi konum, ekonomik, güvenlik ve askeri potansiyel bileşenlerinin etkisinden dolayı daha önceki genişlemelerden farklı olacağı açıktır. Bu faktörler Türkiye'ye bölgesel ve uluslararası istikrara katkıda bulunmak için büyük bir fırsat sunmaktadır.

3 Ekim 2005 tarihinde başlayan Türkiye'nin AB'ye üyelik müzakereleri, Türkiye ve bütün AB üye ülkelerinin katılımıyla gerçekleşecek olan bir Hükümetlerarası Konferans çerçevesinde yürütülmektedir. Politik sorunlar 35 alt alana (bölüme) ayrılmakta ve kararların alınması oybirliği esasına dayanmaktadır. Kopenhag siyasi kriterleri, fikrimce çağdaşlaşma anlamında sonsuz bir süreç olarak düşünülmelidir. Bundan ilave Türkiye'nin kimliği ve Avrupa demokrasi ve ekonomik normlarıyla uyumluluğu, modern Türkiye'nin objektif, tarihsel ve analitik çözümlemesine dayalı olarak değerlendirilmelidir. Modern Türkiye'nin 1923'ten bu yana olan tarihinin bir çağdaşlaşma ve demokratikleşme tarihi olduğuna her zaman işaret edilmektedir. Türkiye bunu, sadece yerine getirme konusundaki güçlü siyasi iradesinden değil, aynı zamanda demokrasi ve çağdaşlık normları ile kurumlarını kurmuş olduğu için sınırlı bir sürede başarmıştır.

Laik çağdaşlık ve Müslüman yoğunluklu kimliğiyle Türkiye, Avrupa Birliği'nin siyasi kimliğinin evrensel demokrasi normları ve liberal ekonomiyle yönetilen çok kültürlü bir topluluk olarak yeniden şekillendirilmesine önemli ölçüde katkıda bulunabileceği açıktır. Daha önemlisi, AB liderleri Türkiye'yi şu anki dar ve kısa dönem çıkarlarını değil, potansiyel ekonomik ve jeostratejik önemi temelinde ve geleceğin Avrupa'ya neler getireceğini düşünerek değerlendirmelidirler. AB, Türkiye

ile sadece zengin bir kültürel çeşitlilik değil, aynı zamanda önemli bir üretim kapasitesi, girişimcilik ve Balkanlar, Orta Doğu, Kafkaslar ve Orta Asya gibi dünyanın kilit bölgeleriyle daha iyi bir dış güvenlik politikası etkileşimi kazanacaktır.

Son zamanlarda pek çok kişi üyeliğe alternatif olarak bir “imtiyazlı ilişki” veya “özel ortaklık” olasılığı üzerinde seslerini yükseltmişlerdir. Fakat unutulmamalıdır ki her imtiyazlı ortaklık sadece bir tarafın değil, her iki tarafın iradesini ve isteklerini yansıtmalı ve bunların sonucu olmalıdır. AB’nin Norveç, Lihtenştayn ve İzlanda’yla, bu ülkeler ortak pazara katılmayı ama buna karşılık Avrupa Birliği kurumlarına katılmamayı gönüllü olarak seçtikleri için Avrupa Ekonomik Alanı (AEA) çerçevesinde bu tür ortaklıkları vardır. AEA Avrupa Ekonomik Topluluğu gibi aynı “dört özgürlük” üzerine kuruludur: AEA ülkeleri arasında mal, insan, hizmet ve sermayenin serbest dolaşımı sağlanmıştır. Bu nedenle, AEA’nın parçası olan EFTA ülkeleri Avrupa Birliği içerisinde serbest ticaretten faydalanmaktadırlar. AEA’nın AB üyesi olmayan ülkeleri (İzlanda, Lihtenştayn ve Norveç) sosyal politika, tüketicinin korunması, çevre, şirket hukuku ve istatistik alanlarında Avrupa Birliği’nde geçenlere benzer yasalar çıkarmayı kabul etmişlerdir. Bunlar Avrupa Ekonomik Topluluğu’na kapsanan alanlardan sadece birkaçıdır. AEA’nın AB üyesi olmayan ülkelerin Avrupa Parlamentosu ya da Avrupa Komisyonu gibi Avrupa Birliği kurumlarında hiçbir temsilcilikleri yoktur.

Türkiye’ye gelince durum hiç de böyle değildir; Türkiye hâlihazırda özel bir ortaklıktan (ortaklık anlaşması + gümrük birliği) faydalanmaktadır, ancak bunu yetersiz görmektedir. Torreblanca (2005), 1989 ile 1993 yılları arasında Orta ve Batı Avrupa ülkelerinin açık üyelik teklifinin durdurulmasıyla karşılaşmaları durumunda Avrupa Ekonomik Topluluğundan sık sık kısmi AB üyeliği için mekanizmalar tasarlamasını istediklerini fark etmiştir. Kurum ve mekanizmaların amacı ortaklık ve üyelik arasında bir “Avrupa Politik Alanı” oluşturmakmış gibi görünmektedir. Yasal ve kurumsal çerçevenin üyelik ve ortaklık arasında bir orta yola izin vermediğini savunan üye ülkeler, bütün bu formülleri sürekli geri çevirdiler. Torreblanca’nın (2005) gözlemlediği gibi, 1993’ten bu yana pek kayda değer değişimler olmamıştır. AB-Türkiye gümrük birliğinden dolayı, ticaret alanında AB ile Türkiye arasında hâlihazırda önemli derecede bir yakınlaşma vardır. Aslında, Türkiye AB ile gümrük

birliğine sahip tek aday ülkedir. En azından mal ticaretiyle ilgili olarak, Türkiye neredeyse Ortak Pazarın bir parçası konumundadır. Mevcut ticari bütünleşmeyi kuvvetlendirme sorununa iki şekilde yaklaşılabilir. İlk olarak, gümrük birliği, kendi içerisindeki eksiklikleri gidermeye yönelik düzenlemelerle kuvvetlendirilebilir. İkincisi ise, hizmet ve tarım gibi alanları kapsama dâhil ederek ticarete bütünleşme derecesi pozitif bir şekilde etkilenebilir. Bu nedenle, Türk ekonomisinin ekonomik istikrara yönelik son zamanlardaki lehte eğilimleri üyeliğin sonucu olarak şüphesiz ki daha güçlü temeller üzerinde duracaktır. Ekonomik istikrarın sonucu olan istikrarlı büyüme iç talepte sürekli bir artışa yol açacak ve iç talepte yukarı doğru bir yönelim de AB mallarına talebi arttıracaktır. Bununla birlikte, ticari ilişkiler gümrük birliğinin olmasıyla yükselen ticari ilişkilerde konjonktürel dalgalanmalar ve düşüşler olmadan daha sürdürülebilir bir temele kazanabilir.

Burada aynı zamanda Türkiye'nin yasal çerçevesini ticari alanda özellikle rekabet politikası, fikri ve sınai mülkiyet hakları alanlarındaki önlemleri, sermaye akımlarının serbestleştirilmesi ile birlikte etkili bir finans sektörünün geliştirilmesini, merkez bankasının devletten bağımsızlığının sürdürülmesini ve AMBS'ye katılım bağlamında AB ile uyumlu hale getirme sürecini hızlandırarak desteklenmesi gerektiğini vurgulamak gerekir. Açıkça, insan hakları konumundaki gelişmeler ve ülkenin demokratikleşmesi de sadece AB üyeliğine hak kazanmak için değil, aynı zamanda ülkedeki insanların refahı için bir gereklilik olarak elbette çok önemlidir. Buna karşılık, AB de Türkiye'nin AB ile daha ileri siyasi ve ekonomik uyuma dair çabalarını desteklemeli ve gerekli adımları atmalıdır. Türkiye'nin AB üyeliği Türkiye'ye önemli AB pazarına giriş imkânı, büyüme şansında artış ve yapısal fonlara erişim imkânı kazandıracaktır. Ama daha önemlisi, Türkiye'nin AB üyeliği politik ve ekonomik istikrarsızlık ile ilgili belirsizliği ortadan kaldırarak güveni arttıracaktır.

KAYNAKÇA

Agénor P. R. ve Hoffmaister A. W. (1997). Money, Wages and Inflation in Middle - Income Developing Countries, *IMF Working Paper*, No. WP/97/174.

Aghion P., Bacchetta P. ve Banerjee A. (2000). A Simple Model of Monetary Policy and Currency Crises, *European Economic Review*, 44: 728-738.

Akyüz Y. ve Boratav K. (2002). *The Making of the Turkish Financial Crisis*, Ankara.
Alesina A. (1987). Macroeconomic Policy in a Two-Party System as a Repeated Game, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. CII: 651-678.

Alesina A. ve Wacziarg R. (1999). Is Europe Going Too Far, *NBER Working Paper*, No.6883.

Alıcı A. A. ve Ucal M. S. (2003). Foreign Direct Investment, Exports And Output Growth Of Turkey: Causality Analysis, Paper to be Presented at the European Trade Study Group (ETSG) Fifth Annual Conference, Madrid.

Allen P. R. (1976). *Organization and Administration of a Monetary Union*, Princeton Studies in International Finance, No.38.

Alper C. E. (2001). The Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong? *Russian and East European Finance and Trade*, 37, 6: 51-71.

Alper C. E. ve Onis Z. (2003). Financial globalization, the democratic deficit and recurrent crises in emerging markets: the Turkish experience in the Aftermath of capital account liberalization, *Emerging Markets Finance and Trade*, 39, 3: 5-26.

Alper C. E. ve Onis Z. (2004). The Turkish Banking System, Financial Crises and the IMF in the Age of Capital Account Liberalization: A Political Economy Perspective, *New Perspectives on Turkey*, 30: 24-54.

Altamari N. (2001). Does Money Lead Inflation in the Euro Area? *European Central Bank Working Paper*, No.63.

Altineker M. (2003). Recent Experience with Capital Controls: Is there a Lesson for Turkey? *Research Department of The Central Bank of The Republic of Turkey, Discussion Paper*, Ankara.

Altinkemer M. (1995). Capital Flows: The Turkish Case, *The Central Bank of the Republic of Turkey Discussion Paper*, No. 9601, Ankara.

Amano A. (1983). A Structural Approach to Capital Flows and Exchange Rates, in Lawrence Robert Klein ve Wilhelm Krelle (ed.), *Capital flows and Exchange Rate Determination*, Springer Verlag, Wien.

Andersen S. S. ve Eliassen K. A. (1991). European Community Lobbying, *European Journal of Political Research*, 20: 173-187.

Angeloni I. ve Ehrman M. (2004). EURO Area Inflation Differentials, *ECB Working Paper Series*, No. 388.

Artis M. J. (1998). Trade and the Number of Optimum Currency Areas in the World, *CEPR Discussion Paper*, No. 1926.

Artis M. J. ve Zhang W. (1995). International Business Cycles and the ERM: Is there a European Business Cycle?, Paul De Grauwe (ed.), *The Political Economy of Monetary Union*, Edward Elgar Publishing, Massachusetts, 2001: 153-167.

Árvai Z. ve Vincze J. (2000). Models of Financial Crises and the transition Economy Experience, *Financial Crises in Transition Countries: Recent Lessons Problems yet to Solve* (conference proceedings), Institut für Wirtschaftsforschung Halle, Halle: 7-43.

Aydin S. ve Keyman E. F. (2004). European Integration and the Transformation of Turkish Democracy, *Centre for European Policy Studies, EU-Turkey Working Papers*, No. 2.

Babić A. ve Žigman A. (2001). *Currency Crises: Theoretical and Empirical Overview of the 1990s*, Croatian National Bank, Zagreb.

Bakker A. F. P. (1996). *The Liberalization of Capital Movements in Europe: The Monetary Committee and Financial Integration 1958-1994*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht.

Balassa B. (1964). The Purchasing –Power Parity Doctrine: A Reappraisal, *The Journal of Political Economy*, 72, 6: 584-596.

Balassa B. ve Bauwens L. (1988). The Determinants of Intra-European Trade in Manufactured Goods, *European Economic Review*, 32: 1421-1437.

Baldwin R. E. ve Venables A. J. (1994). International Migration, Capital Mobility and Transitional Dynamics, *Economica*, New Series, 61, 243: 285-300.

Baldwin, R. E. ve Widgrén M. (2005). The Impact of Turkey's Membership on EU Voting, in Hoeckman B. and Togan S. (ed), *Turkey: Economic Reform and Accession to the European Union*, The World Bank, Washington.

Baldwin, R. E. ve Wyplosz C. (2006). *The Economics of European Integration*, 2nd Edition, McGraw-Hill, London.

Balkan E., F. Bicer G. ve Yeldan E. (2002). *Patterns of Financial Capital Flows And Accumulation in the Post-1990 Turkish Economy*, Paper Prepared for Presentation at the International Development Economics Associates Session at METU International Conference on Economics, VI, Ankara.

Ball L. ve Sheridan N. (2003). Does Inflation Targeting Matter? *NBER Working Paper Series*, No.9577.

Baltagi B. H. (2001). *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley and Sons, New York.

Banking Regulation ve Supervision Agency (2001). *Towards a Sound Turkish Banking Sector*, Ankara.

Barro R. J. ve Gordon D. B. (1983). Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy, *Journal of Monetary Economics*, 12: 101-121.

Bayoumi T. ve Eichengreen B. (1993). Shocking Aspects of European Monetary Integration, Paul De Grauwe (ed.), *The Political Economy of Monetary Union*, An Elgar Reference Collection, Cheltenham/Northampton, 2001.

Bayoumi T. ve Eichengreen B. (1994). *One Money or Many? Analyzing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World*, Princeton Studies in International Finance, Princeton University Press, Princeton/New Jersey.

Bayoumi T. ve Eichengreen B. (1997). Ever Closen to heaven? An Optimum Currency area Index for European Countries, *European Economic Review*, 41: 761-770, Paul De Grauwe (ed.), *The Political Economy of Monetary Union*, An Elgar Reference Collection, Cheltenham/Northampton, 2001.

Bayoumi T. ve Thomas A. (1995). Relative Prices and Economic Adjustment in the United States and the European Union: A Real Story about EMU, *IMF Staff Papers*, 42, 1. IMF/Washington.

Bean C. R (1992). Economic and Monetary Union in Europe, *The Journal of Economic Perspectives*, 6, 4: 31-52.

Belke A. (2004). Turkey and The EU: On The Costs And Benefits of Integrating, a Small But Dynamic Economy, *Hohenheimer Diskussionsbeiträge*, Nr. 247/2004.

Bensaid B. ve Jeanne O. (1997). The Instability of Fixed Exchange Systems When Raising the Nominal Interest Rate is Costly, *European Economic Review*, 41: 1461-1478.

Berger H. ve Nitsch V. (2005). Zooming Out: The Trade Effect of the Euro in Historical Perspective, *Cesifo Working Paper*, No. 1435.

Bernanke Ben S. ve Mishkin F. S. (1997). Inflation Targeting: a New Framework for Monetary Policy? *NBER Working Paper*, No.5893.

Bibbee A. (2001). Turkey's Crisis, OECD Observer.

Bilson J. F. O. (1978). The Monetary Approach to the Exchange Rate: Some empirical Evidence, *IMF Staff Papers*, 25, Washington.

Bilson J. F. O. (1979). Recent Developments in Monetary Models of Exchange Rate Determination, *IMF Staff Papers*, 26, Washington.

Blanchard O. J. ve Quah D. (1989). The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances, *American Economic Review*, 79: 655-673.

Blejer M. I. (1988). The Economics of Currency Crises: Models, Indicators and Policy Responses, *Zagreb Journal of Economics*: 55-70.

Bofinger, P. (1994). Is Europe an Optimum Currency Area? in: Alfred, S. (ed.), *30 Years of European Monetary Integration*, Longman, London.

Bordo M. D. (1995), Is There a Good Case for a New Bretton Woods International Monetary System? *The American Economic Review*, 85, 2: 317-322.

Bosworth B. P., Collins S. M. ve Reinhart C. M. (1999). Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1999, 1: 143-180.

Breuss F. (2003). Balassa-Samuelson Effects in the CEEC: Are they Obstacles for Joining the EMU? *IEF Working Paper*, Nr. 52.

Broeck M. De ve Sløk T. (2006), Interpreting Real Exchange Rate Movements in Transition Countries, *Journal of International Economics*, 68: 368– 383.

Broz J. L. ve Frieden J. A. (2006). The Political Economy of Exchange Rates, *Handbook of Political Science*, Delhi.

BRSA (2006). Financial Markets Report, Ankara.

Buch C. M., Capital Mobility ve EU Enlargement (1999). *Weltwirtschaftliches Archiv*, 135, 4: 628-656.

Buch C. M., Heinrich R. R. ve Pierdzioch C. (1999). Foreign Capital and Economic Transformation: Risks and Benefits of Free Capital Flows, *Kieler Studien 295*, Mohr Siebeck, Tübingen.

Buiter W. H. ve Gourinchas P. O. (2002). Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle? Comments and Discussion, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 187-209.

Burgess J. P. ve STRÁD B. (2001). Money and Political Economy: From the Werner Plan to the Delors Report and Beyond, Lars Magnusson and Bo STRÁD, *From the Werner Plan to the EMU*, P.I.E.-Peter Lang, Brussels.

Burnside C., Eichenbaum M. ve Rebelo S. (2007). *Currency Crisis Models*, *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, 2nd Edition.

Busetti F., Forni L., Harvey A. ve Veditti F.(2006). Inflation Convergence and Divergence within European Union, *ECB Working Paper Series*, No.574.

Cagnon J. E. ve Unferth M.D. (1995). Is there a World Real Interest Rates, *Journal of International Money and Finance*, 14: 845-855.

Calvo G. A. (1998). Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops, *Journal of Applied Economics*, 1, 1: 35-54.

Calvo G. A. (2003). Capital Flows or Capital Flaws, Leonardo Auernheimer (ed.), *International Financial Markets, The Challenge of Globalization*, The University of Chicago Press, Chicago/London.

Calvo G. A. ve Mendoza E. G. (2000). Capital-Markets Crises and Economic Collapse in Emerging Markets: An Informational-Frictions Approach, *The American Economic Review*, 90, 2: 59-64.

Calvo G. A. ve Mishkin F. S. (2003). The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries, *The Journal of Economic Perspectives*, 17, 4: 99-118.

Cecchetti S. G. (1999). Legal Structure Financial Structure and the Monetary Transmission Mechanism, *FRBNY Economic Policy Review*.

Celasun O. ve McGettigan D. (2005). Turkey's Inflation Process, in Reza Moghadam, Turkey at the Crossroads From Crisis Resolution to EU Accession, *IMF Occasional Paper*, No.242., Washington.

Celasun O., Gelos R.G. ve Prati A. (2004). Would "Cold Turkey" Work in Turkey? *IMF Staff Papers*, 51.

Charemza W. W. ve Deadman D. F. (1992). *New Directions in Econometric Practise*, Edward Elgar, Andershot/Brookfield.

Chiodo A. J. ve Owyang M. T. (2002). *A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998*, The Federal Reserve Bank of St. Louis.

Chown J. (2003). *A History of Monetary Unions*, Routledge, London and New York.

Civcir I. (2004), The Long-Run Validity of the Monetary Exchange Rate Model for a High Inflation Country and Misalignment, *Emerging Markets Finance and Trade*, 40, no 4: 84–100.

Clark T. E. ve Wincoop E. van (2001). Borders and Business Cycles, *Journal of International Economics*, 55: 59-85.

Coakley J., Fuertes A. ve Spagnolo F., (2003). The Feldstein-Horioka puzzle is not as bad as you think, *Macro and Finance Research Group Conference Paper*, 17: 1-21.

Coakley J., Kulasi F. ve Smith R (1998).The Feldstein–Horioka Puzzle and Capital Mobility: A Review, *International Journal of Finance and Economics*, 3: 169–188.

Coakley J., Kulasi F. ve Smith R. (1996). Current Account Solvency and the Feldstein--Horioka Puzzle, *The Economic Journal*, 106, 436: 620-627.

Cole H. L. ve Kehoe T.J. (1996). A Self-Fulfilling Model of Mexico's 1994-1995 Debt Crisis, *Journal of International Economics*, 41: 309-330.

Commission of the European Communities (1990). *One Market, One Money*, European Economy 44.

Committee for the Study of Economic and Monetary Union (1989). *Report on Economic and Monetary Union in the European Community (Delors Report)*, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg, .

Cooper R. N. (1971). Towards an International Capital Market?, Charles P. Kindleberger ve Andrew Shonfield (ed.), *North American and Western European Economic Policies*, Macmillan Press, New York.

Corden W. M.(1972). *Monetary Integration, (Essays in International Finance)*, Princeton University Press, no.93 Princeton/New Jersey.

Corsetti G., Pesenti P. ve Roubini N. (2001). Fundamental Determinants of the Asian Crisis: The Role of Financial Fragility and External Imbalances, Takatoshi Ito ve Anne O. Krueger (ed.), *Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and Consequences*, The University of Chicago Press, Chicago and London: 11-46.

Daniels J. P. ve van Hoose D. D. (2006). *International Monetary and Financial Economics*, Published in Thomson South Western.

De Grauwe P. (1975). Conditions for Monetary Integration – A Geometric Interpretation, *Weltwirtschaftliches Archiv*, 111: 634-645.

De Grauwe P. (2000). Monetary Policies in the Presence of Asymmetries, *CEPR Working Paper Series*, No. 2393.

De Grauwe P. (2005). *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Fifth Edition, New York.

De Nardis S. ve Vicarelli C. (2003). Currency Unions and Trade: the Special Case of EMU, *Review of World Economics*, 139, 4: 625-649.

Decressin J. ve Disyatat P. (2000). Capital Markets and External Current Accounts: What do expect from the Euro, *IMF Working Paper*, No. 154.

Demertzis M., Hallet A. H. ve Rummel O. (1997). Does Core-Periphery Regime Make Europe into an Optimal Currency Area? Paul J.J. Welfens (ed.), *European*

Monetary Union: Transition, International Impact and Policy Options, Springer Verlag, Berlin/Heidelberg.

Der IWF-Stab (2000). Wechselkursregime in einer zunehmend integrierten Weltwirtschaft.

Deutsche Bank (März, 2009). Monatsbericht, Frankfurt.

Domaç I. (2004). Explaining and Forecasting Inflation in Turkey, *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 3287.

Dornbusch R. (1976). The Theory of Flexible Exchange Rate Regimes and Macroeconomic Policy, *Scandinavian Journal of Economics*, 78, 1-4: 255-276.

Dornbusch R. (1978). The Theory of Flexible Exchange Rate Regimes and Macroeconomic Policy, Jacob A. Frenkel ve Harry G. Johnson (ed.), *The Economics of Exchange Rates*, Addison-Wesley Publishing Company, Massachusetts.

Dornbusch R. ve Krugman P. (1976). Flexible Exchange Rates in the short Run, *Brookings Papers on Economic Activity*, No.3: 537-584.

Dunning J. H. (2000). The Eclectic Paradigm as an Envelope for Economic and Business Theories of MNE Activity, *International Business Review*: 163-190.

ECB (1999). *The stability oriented monetary policy strategy of the Eurosystem*, Monthly Bulletin 1/1999, Frankfurt.

Educational Resources of Federal Reserve Bank of San Francisco (1998). What is Taylor's rule and what does it say about Federal Reserve Monetary Policy? www.frbsf.org/education/activities/drecon/9803.html.

Edwards S. (2004). Financial Openness, Sudden Stops, and Current-Account Reversals, *The American Economic Review*, Vol. 94, No. 2, Papers and Proceedings of the One Hundred Sixteenth Annual Meeting of the American Economic Association San Diego, CA, January 3-5: 59-64.

Égert B. (2005). Balassa-Samuelson Meets South Eastern Europe, the CIS and Turkey: A Close Encounter of the Third Kind? *The European Journal of Comparative Economics*, 2, 2: 221-243.

Egger P. ve Pfaffermayer M. (2004). Foreign Direct Investment and European Integration in the 1990s, *The World Economy*, 27, 1: 99-110.

Eichengreen B. (1991). Is Europe an Optimum Currency Area?, *NBER Working Paper Series*, No: 3579.

Eichengreen B. (2001). Crisis Prevention and Management: Any New Lessons from Argentina and Turkey? Background Paper for the World Bank's *Global Development Finance 2002*.

Eichengreen E. ve Frieden J. A. (2001). The Political Economy of European Monetary Unification: An Analytical Approach, Barry Eichengreen ve Jeffry A. Frieden (ed.), *The Political Economy of European Monetary Unification*, Westview Press, Oxford.

Emerson M., Gross D., Italianer A., Picani-Ferry J. ve Reichenbach H. (1992). *One Market One Money*, Oxford University Press, New York.

Enders W. (1995). *Applied Econometric Time Series*, John Wiley and Sons, Inc., New York.

Engel C.(2001). A Retrial in the Case Against the EMU, Local Currency Pricing and the Choice of Exchange Rate Regime, Barry Eichengreen ve Jefry A. Frieden (ed.), *The Political Economy of European Monetary Unification*, Westview Press.

Engle R. F. ve Granger C. W. J. (1987). Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing, *Econometrica*, 55, 2: 251-276.

Erdal F. and Tatoglu E. (2002). Locational Determinants of Foreign Direct Investment in an Emerging Market Economy: Evidence from Turkey, *Multinational Business Review*, Vol.10, No.1.

Erden L. (2004). Structural Adjustment and Domestic Private Saving and Investment Interaction in Turkey: A Cointegration Analysis, *Yönetim ve Ekonomi*, 12/1, Celal Bayar Üniversitesi, IIBF, Manisa.

Erdoğan B. (2006). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krüzler ve Finansal Krüz Modelleri*, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilimdalı, Yüksek Lisans Tezi.

European Central Bank (2004). *The Monetary Policy of the ECB*, Frankfurt.

European Commission (2006). *Wie Funktioniert die Europäische Union*, Brüksel.

European Parliament (1998). Adjustment to Asymmetric Shocks, *Working Paper, Economic Affairs Series*, No.104.

Evrensel A. Y. (2004). IMF Programs and Financial Liberalization in Turkey, *Emerging Markets Finance and Trade*, 40, 4: 5-19.

Faruqee H. (2004). Measuring the Trade Effects of EMU, *IMF Working Paper*, No. WP/04/154.

Feldstein M. (1983). Domestic Saving and International Capital Movements in the Long Run and Short Run, *European Economic Review*: 129-151, North Holland Publishing Company.

Feldstein M. (1997). The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability, *The Journal of Economic Perspectives*, 11, 4: 23-42.

Feldstein M. ve Charles Horioka C. (1980). Domestic Saving and International Capital Flows, *The Economic Journal*, 90, 358: 314-329.

Feldstein, M. (1992). The Case Against the EMU, *The Economist*: 19-22.

Feldstein, M. (1997). The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability, *The Journal of Economic Perspectives*, 11, 4: 23-42.

Fischer C. (2004). Real Currency Appreciation in Accession Countries: Balassa-Samuelson and Investment Demand, *Review of World Economics*, 140 (2).

Fischer S. (1998). The IMF and the Asian Crisis, *Forum Funds Lecture*, 20 March, Los Angeles: UCLA.

Fisher I. (1933). The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, *Econometrica*, 1(4): 337-57.

Flanders M. J. (1969). Comment: The Currency Area Problem, R. A. Mundell and A. K. Swoboda (ed.), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago University Press.

Fleming J. M. (1962). Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates, *IMF Staff Papers*, 12: 369-380.

Fleming J. M. (1970). On Exchange Rate Unification, *The Economic Journal*, 81, 323: 467-488.

Flood R. P. ve Garber P.M. (1984). Collapsing Exchange Rate Regimes, *Journal of International Economics*, 17: 1-13.

Frankel J. (2003). The UK Decision re EMU Implications of Currency Blocs for trade and Business Cycle Correlations, *Submissions on EMU from Leading Academics*: 99-109.

Frankel J. A. (1979). On the Mark: A theory of floating Exchange rates Based on Real Interest Differentials, *American Economic Review*, 69: 610-622.

Frankel J. A. ve Rose A. K. (1997). Is EMU more Justifiable ex post than ex ante?, *European Economic Review*, 41: 753-760.

Frankel J. A. ve Rose A. K. (2000). An Estimate of the Currency Unions on Trade and Output, *CEPR Discussion Paper* No. 2631.

Frankel, J. ve Rose, A.K. (1998). Endogeneity of the Optimum Currency Criteria, *Economic Journal*, 108, pp. 1009-1025.

Frenkel J. A. (1976). A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal aspects and Empirical Evidence, *Scandinavian Journal of Economics*, 78, 1-4: 200-225.

Frenkel J. A. (1978). A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence, A. Frenkel ve Harry G. Johnson (ed.), *The Economics of Exchange Rates*, Addison-Wesley Publishing Company, Massachusetts.

Frenkel J. A. ve Levich R. M. (1977). Transaction Costs and Interest Arbitrage: Tranquil versus Turbulent Periods, *The Journal of Political Economy*, 85, 6: 1209-1226.

Frenkel J. A. ve Michael L. Mussa M. L. (1981). Monetary and Fiscal Policies in an Open Economy, *The American Economic Review*, 71: 253-258.

Frenkel J. A. ve Mussa M. L. (1980). The Efficiency of Foreign Exchange Markets and Measures of Turbulence, *The American Economic Review*, 70, 2: 374-381. Papers and Proceedings of the Ninety-Second Annual Meeting of the American Economic Association.

Frenkel, M. ve Nickel, C. (2005). How Symmetric are the Shocks and the Shock Adjustment Dynamics Between the Euro Area and Central and Eastern European Countries?, *JCMS*, 43, 1: 53–74.

Fridrmuc, J. (2003). The Feldstein Horioka puzzle and Twin Deficits in the Selected Countries, *Economics of Planning*, 36, 2: 135-152.

Frieden J. A. (1991). Invested Interests: The Politics of National Economic Policies in a World of Global Finance, *International Organization*, 45, 4: 425-451.

Frieden J. A. (2002). Real Sources of European Currency Policy: Sectoral Interests and European Monetary Integration, *International Organization*, 56, 4: 831–860.

Friedman F. (1953), *Essays in Positive Economics*, The University of Chicago Press, Chicago and London.

Friedman M. (1968). *The Role of Monetary Policy*, The American Economic Review, 58, 1: 1-17.

Friedman M. (1971). A theoretical Framework for, Monetary Analysis, *NBER Occasional Paper*, 112.

Fujiki H. ve Kitamura Y. (1995). Feldstein Paradox Revisited, *BOJ Monetary and Economic Studies*, 13, 1: 1-16.

Fukuda H. (2002). The Theory of Optimum Currency Areas: An Introduction Survey, *Mita Festival 2002 Paper*.

Gabel M. (2001). Divided Opinion, Common Currency, Barry Eichengreen and Jeffry A. Frieden (ed.), *The Political Economy of European Monetary Unification*, Westview Press, Oxford.

Gandolfo G. (2001). *International Finance and Open-Economy Macroeconomics*, Springer, Berlin/Heidelberg.

Gerdesmeier D. ve Roffia B. (2004). Taylor Rules for the Euro Area: the Issue of Real-time Data, *Deutsche Bundesbank Discussion Paper* No. 37.

Ghatak S., Milner C. ve Utkulu U. (1997). Exports, Export Composition and Growth: Cointegration and Causality Evidence For Malaysia, *Applied Economics*, 1997, 29: 213- 223.

Gleissner W. (2010). Die Finanz- und Wirtschaftskrise: Ursachen und Implikationen, www.risknet.de/risknews/die-finanz-und-wirtschaftskrise-ursachen-und-implikationen/e06b21706b4aa34b3433a0a4b32ee1b1/

Glick R. ve Rose A. K. (2001). Does a Currency Union Affect Trade? The Time Series Evidence, *CEPR Discussion Paper* No. 2891.

Glisman H. H., Horn E.-J., Nehring S. ve Vaubel R. (1992). *Weltwirtschaftslehre; Eine Problemorientierte Einführung (Aussenhandels- und Währungspolitik)*, Vadenhoeck & Ruprecht, Göttingen.

Goates D. ve Heckelman J. C. (2003). Absolute and relative Effects of Interest Groups on the Economy, Jac C.Heckelman ve Dennis Coates (ed.), *Collective Choice*, Springer Verlag, Berlin/Heidelberg.

Goldfajn I. ve Valdes R. O. (1997). Capital Flows and the Twin Crises: The role of Liquidity, *IMF Working Paper* WP 97/87, Washington, D.C.

Granger C. W. J. (1986). Developments in the Study of Cointegrated Economic Variables, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 48, 3: 213-228.

Granger C.W.J. (1998). Some Recent Developments in a Concept of Causality, *Journal of Econometrics*, 39 (1988): 199-211, North-Holland.

Greene W. H. (2003). *Econometric Analysis*, Pearson Education, New Jersey.

Greenspan A. (1998. Remarks Before the 34th Annual Conference on the Bank Structure and Competition, 7 May, Chicago, Federal Reserve Bank.

Gros D. ve Hefeker C. (2004). Asymmetric Transmission of Monetary Policy: What Should the ECB do if One Size Does Not Fit All?, Hans Werner Sinn, Mika Widgrén ve Marko Köthenbürger (ed.), *European Monetary Integration*, CESifo Seminar Series, The MIT Press, Cambridge.

Gros D. ve Hefeker C. (2007). Monetary Policy in EMU with Asymmetric Transmission and Non -Tradable Goods, *Scottish Journal of Political Economy*, 54, 2: 268-282.

Gros D. ve Thygesen N. (1998). *European Monetary Integration*, Longman, New York.

Guiso L., Kashyap A., Panetta F. ve Terlizzesse D. (2001). Will a common European Monetary Policy have Asymmetric Effects, *Economic Perspectives*: 56-75.

Gujarati, D. N. (2003), *Basic Econometrics*, McGraw-Hill, Boston.

Haberler G. (1970). The International Monetary system: some Recent Developments and Discussions, George N. Halm (ed.), *Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates*, Princeton University Press.

Hadjit A. ve Moxon-Browne E. (2005). Foreign Direct Investment in Turkey: The Implications of EU Accession, *Turkish Studies*, 6, 3: 321–340.

Hartmann P., Maddaloni A. ve Manganelli S. (2003). The Euro Area Financial System: Structure, Integration and Policy Initiatives, *ECB Working Paper*, No.230.

Hawkins R. G. (1972). Intra-EEC Capital Movements and Domestic Financial Markets, Fritz Machlup , Walters S. Salant ve Lorie Tarshis (ed.), *International Mobility and Movement of Capital*, *National Bureau of Economic Research*, New York.

Hefeker C. (1995). Interest Groups, Coalitions and Monetary Integration in the XIXth Century, *The Journal of European Econpomic History*, 24, 1: 489-536.

Hefeker C. (1996). The Political Choice and Collapse of Fixed Exchange Rates, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 152, (2), June: 360-379; tekrar basım: Benjamin J. Cohen (2004), *International Monetary Relationships in the New Global Economy*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham/Northampton: 342-361.

Hefeker C. (1997). *Interest Groups and Monetary Integration: The Political Economy of Exchange Regime Choice*, Westview Press.

Hefeker C. (2000). Sense and Nonsense of Fixed Exchange Rates: On Theories and Crises, *Cato Journal*, 20, 2: 159-178.

Hibbs, D. A. (1977). Political Parties and Macroeconomic Policies, *The American Political Science Review*, 71, 4: 1467-1487.

- Hitris T. (1998). *European Union Economics*, Prentice Hall Europe, London.
- HM Treasury (2003). *EMU and Labour Market Flexibility*, EMU Study, London.
- HM Treasury (2003). *EMU and the Cost of Capital*, EMU Study, London.
- HM Treasury (2003). *EMU and the Monetary Transmission Mechanism*, London.
- HM Treasury (2003). *The Exchange Rate and Macroeconomic Adjustment*, London.
- Hodrick R. J. ve Prescott E. C. (1997). Postwar U.S. Business Cycles: An empirical Investigation, *Journal of Money, Credit and Banking*, 29, 1: 1-16.
- Horvath J. (2003). Optimum Currency Area Theory: A selective review, *BOFIT Discussion Papers*, No. 15.
- Horvath R. ve Komarek L. (2001). Optimum Currency Area Indices: Evidence from the 1990s, *Warwick Economic Research Papers*, No.65.
- Inder B. (1993). Estimating Long-Run Relationships in Economics: A Comparison of Different Approaches, *Journal of Econometrics*, 57: 53-68.
- Ingram J. C. (1962). Regional Payments Mechanisms, *The Case of Puerto Rico*, The University of North Carolina Press.
- Ingram J. C. (1973). *The Case for European Monetary Integration*, *Essays in International Finance*, Princeton University Press, Princeton/New Jersey.
- Irwin G. ve Vines D. (1999). A Krugman-Dooley-Sachs Third Generation Model of the Asian Financial Crisis, *CEPR Discussion Paper*, No. 2149.
- Isard P. (1995). *Exchange Rate Economics*, Cambridge University Press, Cambridge.

Ishiyama Y. (1975). The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey, *IMF Staff Papers*, Vol. XXII.

Issing O., Gaspar V., Angeloni I. ve Tristani O. (2001). *Monetary Policy in the Euro Areas*, Cambridge University Press, Cambridge/New York, S. 8.

Jeanne O. ve Zettelmeyer J. (2002). "Original Sinn", Balance Sheet Crises and the Roles of International Lending, *IMF Working Papers*, WP/02/234.

Johansen S. (1988). Statistical Analysis of Cointegration Vectors, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12: 231-254.

Johansen S. (1991). *Statistical Analysis of Cointegration Model*, R.F.Engle ve C.W.J.Granger (ed.), Long-Run Relationships, Oxford University Press.

Johansen S., Juselius K. (1990). Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration - With Applications to the Demand for Money, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52: 169-210.

Johnson H.G. (1970). The Case for Flexible Exchange Rates, in George N. Halm (ed.), *Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates*, Princeton University Press, Princeton/New Jersey.

Jonung L. ve Sjöholm F. (1998). Should Finland and Sweden Form a Monetary Union, *Working Paper Series in Economics and Finance*, No.224.

Jovanovic M. N. (2005). *The Economics of European Integration, Limits and Prospects*, Edward Elgar, Cheltenham/Northampton.

Kaminski B. (2001). How Accession to the European Union has affected external trade and Foreign Direct Investment in Central European Economies, *Policy Research Working Paper* No. 2578.

Kaminsky G. L. ve Reinhart C. M. (1999). Twin Crises: The causes of Banking and Balance-of Payments Problems, *The American Economic Review*, 89, 3: 473-500.

Kara H., Tuğer H. K., Özlale Ü., Tuğer B., Yavuz D. ve Yücel E. M. (2005). Exchange Rate Pass-through in Turkey: Has It Changed and to What Extent? , *Research Department Working of the CBRT*, No: 05/04, Ankara.

Kawai M., (1992). Optimum Currency Areas, J.Eatwell, M.Milgate ve P.Newman (ed.), *The New Palgrave: A Dictionary of Economic Theory and Doctrine*, 3, Macmillan Press, New York/London.

Kendall M. G. ve Stuart A. (1967). *The Advanced Theory of Statistics*, Charles Griffin and Company Limited, London.

Kenen P. B. (1969). The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View, Robert A. Mundell ve Alexander K. Swoboda (ed.), *Monetary Problems of the International Economy*, The University of Chicago Press, Chicago/London.

Kenen P. B. (1976). Capital mobility and Financial Integration: A Survey, *Princeton Studies in International Finance*, No.39.

Kenen P. B. (1994). Macroeconomic Theory and Policy: How the Closed Economy was Opened, Peter B. Kenen (ed.), *Exchange Rates and the Monetary System (Selected Essays of Peter B. Kenen)*, Edward Elgar, Hants/England.

Kenen P. B. (1995). Capital Controls, the EMS and EMU, *The Economic Journal*, 105, 428: 181-192.

Kenen P.B., (1987). Exchange Rate Management: What Role for Intervention?, *American Economic Review*, 77, 2: 194-9.

Kibritcioglu A. (2000). EMU, EURO and EU-Membership: An Evaluation from the Turkish Macroeconomic Perspective, The revised version of the paper that is presented at the “*EMU Conference*” in Zurich, December 11, 1998, Ankara.

Kindleberger C. P. (1971). Optimal Economic Interdependence, Charles P. Kindleberger ve Andrew Shonfield (ed.), *North American and Western European Economic Policies*, Macmillan, London.

King M. (Aug., 1994). The Transmission Mechanism of Money, *Quarterly Bulletin of Bank of England*.

Kıpıcı A. N. ve Kesriyeli M. (1997). The Real Exchange Rate Definitions and Calculations, *Working Papers of Central Bank of the Republic of Turkey, Publication No: 97/1*, Ankara.

Kiyotaki N. ve Moore J. (1997). "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, 105(2): 1-48.

Klein M. W. (2005). Dolarization and Trade, *Journal of International Money and Finance*, 24, 6: 935-943.

Klein M. W. ve Shambaugh J. C. (2006). Fixed Exchange Rates and Trade, *Journal of International Economics*, 70, 2: 359-383.

Kotan Z. and Saygili M. (1999). Estimating an Import Function for Turkey, *Research Department of The Central Bank of The Republic of Turkey, Discussion Paper*, No 9909.

Krugman P. (1979). A Modell of Balance-of-Payments Crises, *Journal of Money Credit and Banking*, 11, 3: 311-325.

Krugman P. (1998). What Happened to Asia?, *Cambridge: MIT, Department of Economics*, Mimeograph.

Krugman P. (1999). Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises, in Peter Isard, Assaf Razin ve Andrew K. Rose (ed.), *International Finance and Financial Crises*, Kluwer Academic Publishers, Massachusetts: 31-44.

Krugman, P. (1993). Lessons of Massachusetts for EMU, F. Giavazzi ve F. Torres (ed.), *The transition to Economic and Monetary Union in Europe*, Cambridge University Press, New York: 241-261.

Kydland F. E. ve Prescott E. C.(1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy*, 85,3: 473-492.

Lafrance R. ve St-Amant P. (1999). Optimal Currency Areas: A Review of the Recent Literature, *Bank of Canada, Working Paper*, 99-16.

Loewendahl H. ve Ertugal-Loewendahl E. (2001). Turkey's Performance in Attracting Foreign Direct Investment Implications of EU Enlargement, *European Network Of Economic Policy Research Institutes Working Paper*, No. 8.

Logue D. E., Salant M. A. ve Sweeney R. J. (1976). International Integration of Financial Markets: Survey, Synthesis, and Results, Carl H. Stem, John H. Makin ve Dennis E. Logue (ed.), *Eurocurrencies and the International Monetary System*, American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington.

Lohmann S. (1993). Electoral Cycles and international Policy Cooperation, *European Economic Review*, 37: 1373-1391.

Lucas R. E. (1976). Econometric Policy Evaluation: A Critique, Karl Brunner ve Allan H. Meltzer (ed.), *The Phillips Curves and Labour Markets*, Carnegie

Rochester Conferences on Public Policy, 1, North Holland Publishing Company, Amsterdam.

MacRae C. D. (1977). A Political Model of Business Cycle, *The Journal of Political Economy*, 85, 2: 239-263.

Magnifico G.(1973). *European Monetary Unification*, Macmillan Press, London.

Magnusson L. ve STRÁD B. (2001). From the Werner Plan to the EMU: In Search of a European Political Economy, Historical Perspectives and Future Prospects, Lars Magnusson ve Bo STRÁD (ed.), *From the Werner Plan to the EMU*, P.I.E.-Peter Lang, Bruxelles.

Mahlberg B. ve Kronberger R. (2003). Eastern Enlargement of the European Monetary Union: An Optimal Currency Area Theory View, Fritz Breuss, Gerhard Fink ve Stefan Griller (ed.), *Institutional, Legal and Economic Aspects of the EMU*, Springer Verlag, Wien.

Mariano R. S. ve Gultekin B. N., Ozmucur S., Shabbir T. ve Alper C. E. (2004). Prediction of currency crises: case of Turkey, *Review of Middle East Economics and Finance*, 2, 2: 87–107.

Marks G., Wilson C. J. ve Ray L. (2002). National Political Parities and European Integration, *American Journal of Political Science*, 46, 3: 585-594.

Martin-Das J. C. (2002). *The European Monetary Union in a Public Choice Perspective*, Edward Elgar, Cheltenham/Northampton.

Mastroiannis, A. (2007). Current Account Dynamics and the Feldstein and Horioka Puzzle: the Case of Greece, *The European Journal of Comparative Economics*, 4: 91-99.

Matthew Gabel (2001). Divided Opinion, Common Currency, Barry Eichengreen ve Jeffrey A. Frieden (ed.), *The Political Economy of European Monetary Unification*, Westview Press, Oxford.

McCallum B. T. (1987). The Case for in the Conduct of Monetary Policy: A Concrete Example, *Weltwirtschaftliches Archiv*, 123: 416-429.

Mccallum B. T. (1988). Robustness Properties of a rule for Monetary Policy, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 29: 173-204.

Mccallum B.T. (1993). Specification and Analysis of a Monetary Policy Rule for Japan, *BOJ Monetary and Economic Studies*, Vol.II, 2: 1-45.

McDonald I. M. ve Solow R. M. (1981). Wage Bargaining and Employment, *The American Economic Review*, 71, 5: 896-908.

McKinnon R. I. (1963). Optimum Currency Areas, *The American Economic Review*, 50, 4: 717-725.

Meade J. E. (1957). The Balance-of-Payments Problems of a European Free Trade Area, *The Economic Journal*, 67, 267: 379-396.

Mélitz J. (2001). Geography, Trade and Currency Union, *CEPR Discussion Paper*, No. 2897.

Mélitz J. (2004). Geography, Trade, an Currency Union, Volbert Alexander, Jacques Mélitz ve George M. von Furstenberg (ed.), *Monetary Unions and Hard Pegs*, Oxford University Press.

Meltzer A. H. (1986). Limits of Short-Run Stabilization Policy Presidential Address to the Western Economic Association, *Economic Inquiry*, XXV, 1: 1-14.

Micco A., Stein E. ve Ordoñez G. (2003). The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU, *Economic Policy*: 315-356.

Mihov I. (2001). Monetary Policy Implementation in EMU and Transmission in the European Monetary Union, *Economic Outlook*: 370-406.

Miller V. (1996). Speculative Currency Attacks with Endogenously Induced Commercial Bank Crises, *Journal of International Money and Finance*, 15, 3: 383-403.

Minoth W. G. (1974). Tests for Integration Between Major Western European Capital Markets, *Oxford Economic Papers*, 26: 424-429.

Mintz N. N. (1970). *Monetary Union and Economic Integration*, New York University Press, New York.

Mishkin F. S. (1999). International Experiences with Different Monetary Policy Regimes, *Journal of Monetary Economics*, 43: 579-605.

Mishkin F. S. ve Posen A. S. (1997). Inflation Targeting: Lessons from four Countries, *NBER Working Paper Series*, No.6126.

Mkenda B. K. (2000). Is East Africa an Optimum Currency Area?, Beatrice Kalinda Mkenda (ed.), *Essays on Purchasing Power Parity, Real Exchange Rate, and Optimum Currency Areas*, Kompendiet-Göteborg.

Mundell R. A. (1961a). A Theory of Optimum Currency Areas, *The American Economic Review*, 51, 4: 657-665.

Mundell R. A. (1961b). Flexible Exchange Rates and Employment Policy, *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, 27, 4: 509-519.

Mundell R. A. (1962). The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability, *IMF Staff Papers*, 9,1, 70-79.

Mundell R. A. (1963). Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexibel Exchange Rates, *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29, 4: 475-485.

Mundell R. A. (1964). A.Reply: Capital Mobility and Size, *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, 30, 3: 421-431.

Mundell R. A. (1997). Optimum Currency Areas, The Paper Presented at the Conference on Optimum Currency Areas, Tel Aviv University, December 5.

Murphy J. C. ve Das S. K (1976). Money Illusion and Balance of Payments Adjustment, *The Journal of Political Economy*, 84, 1: 73-82.

Mussa M. (1976). The Exchange Rate, the Balance of Payments and Monetary and fiscal Policy Under a Regime of Controlled Floating, *Scandinavian Journal of Economics*, 78, 1-4: 229-249.

Mussa M. (1979). Empirical Regularities in the Behaviour of Exchange Rates and Theories of the Foreign Exchange Rates, Karl Brunner ve Allan H. Meltzer (ed.), *Policies for Employment, Prices and Exchange Rates*, North-Holland Publishing, Amsterdam/New York/Oxford.

Mussa M. (1982). A Model of Exchange Rate Dynamics, *The Journal of Political Economy*, 90, 1: 74-104.

Nana-Sinkam S. C. (1978). *Monetary Integration and Theory of Optimum Currency Areas in Africa*, Mouton Publishers, New York.

Nitsch V. (2002). I Shrunk the Currency Union Effect on Trade, *The World Economy*, 25, No.4: 457-474.

Nitsch V. (2004). Comparing Apples and Oranges: The Effect of Multilateral Currency Unions on Trade, Volbert Alexander, Jacques Mélitz ve George M. von Furstenberg (ed.), *Monetary Unions and Hard Pegs*, Oxford University Press, Oxford.

Nordhaus W. D. (1975). The Political Business Cycle, *The Review of Economic Studies*, 42, 2: 169-190.

Obstfeld M. (1986). Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payment Crises, *The American Economic Review*, 76, 1: 72-81.

Obstfeld M. (1994). The Logic of Currency Crises, *Cahiers Economiques et Monétaires*, 43: 189-213.

Obstfeld M. (1997), Europe's Gamble, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1997, 2: 241-317.

Obstfeld M. (1998). The global Capital Market: Benefactor or Menace, *NBER Working Paper*, No.6559.

Obstfeld M. ve Rogoff K. (2000). The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is there a Common Cause?, *NBER Working Papers* 7777.

Obstfeld M., Shambaugh J. C. ve Alan M. Taylor A. M. (2004). The Trilemma In History: Tradeoffs Among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility, *NBER Working Paper* No. 10396.

Ohlin B. (1967). *Interregional and International Trade* (Revised Edition), Harvard University Press, Cambridge/Massachusetts.

Olson M. (1965). *The Logic of Collective Action*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.

Olson M. (1982). *The Rise and Decline of Nations*, Yale University Press, New Haven/London.

Oxford Economic Forecasting (Okt., 2005). Middle East Monitor, East Med, Issue 10.

Özatay F. (2005). Monetary Policy challenges for Turkey in European Union Accession Process, *CBTR Working Paper*, No.05/11, Ankara.

Özatay F. ve Sak G. (2003). Banking Sector Fragility And Turkey's 2000-01 Financial Crisis, *Research Department Discussion Paper of the Central Bank of the Republic of Turkey*, Ankara.

Özlale Ü. ve Yeldan E. (2004), Measuring Exchange Rate Misalignment in Turkey, *Applied Economics*, 36: 1839–1849.

Persson T. (2001). Currency Unions and Trade: How Large is the Treatment Effect?, *Economic Policy*, 33.

Phelps E. S. (1968). Money Wage Dynamics and Labour-Market Equilibrium, *The Journal of Political Economy*, 76, 4, Part 2: 678-711.

Phelps E. S. (1968). Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time, *Economica*, 34, 135: 254-281.

Phillips A. W. (1958). The Relationship Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957, *Economica*, 25, 100: 283-299.

Pongsaparn R. (2002). Inflation Dynamics and Reaction Function in High-inflation Environment: An Implliicatiion for Turkey, *Working Paper of the Central Bank of the Republic of Turkey*, No.10.

Porter N. ve Yao J. Y. (2005). 'Inflation Targeting Lite' in Small Open Economies: The Case of Mauritius, *IMF Working Paper*, 05/172.

Presley J. R. ve Dennis G. E. J. (1976). *Currency Areas*, Macmillan Press, London/Basingstoke.

Quaisser W. ve Wood S. (2004). EU Member Turkey? Preconditions, Consequences and Integration Alternatives, *forost Arbeitspapier* Nr. 25.

Radke M. P. (2005). *Explaining Financial Crises: A cyclical Approach*, Peter Lang, Frankfurt.

Ramos, R. ve Suriñach J. (2004). *Shocking Aspects of European Enlargement, Eastern European Economics*, 42, 5: 36–57.

Ravn M. O. ve Uhlig H. (2002). Notes On Adjusting the Hodrick-Prescott Filter for the Frequency of Observations, *The Review of Economics and Statistics*, 84, 2: 371–380.

Ricci L.A. (1997). A Modell of Optimum Currency Areas, *IMF Working Paper*, WP 97/76.

Rinnnberger G. (2011). *Empörte Ökonomen*, Çev. Philippe Askenazy, Thomas Coutrot, André Orléan ve Henri Sterdyniak (2010), „Pourquoi nous sommes des économistes atterrés“, Le Monde.

Rodrik D. ve Velasco A., (1999) Short Term Capital Inflows, *NBER Working Paper Series*, Working Paper 7364.

Rose A. K. (1999). One Money, One Market, Estimating the Effect of Common Currencies on Trade, *CEPR Discussion Paper*, No. 2329.

Rose A. K. (2000). One Money, One Market, The Effect of Common Currencies on Trade, *Economic Policy*, 15, 30: 7-46.

Rose A. K. (2001). Currency Unions and Trade: the Effect is Large, *Economic Policy*, 16, 33: 449-461.

Rose A. K. ve Engel C. (2001). Currency Unions and International Trade, CEPR Discussion Paper, No. 2659.

Rose A. K. ve van Wincoop E. (2001). National Money as a Barrier to International Trade: the Real Case for currency Union, *The American Economic Review*, 91, 2: 386-390.

Sachs J. D., Tornell A., Velasco A., Calvo G. A. ve Cooper R. N. (1996). Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995, *Brooking Papers on Economic Activity*, 1996, 1, pp.147-215.

Saiki A. (2005). Asymmetric Effect of Currency Union for Developing Countries, *Open Economies Review*, 16: 227-247.

Sala-I-Martin X. and Sachs J. (1993). Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States, in Paul De Grauwe (ed), *The Political Economy of Monetary Union, The International Library of Critical Writings in Economics*, Part III, An Elgar Reference Collection, Cheltenham/Northampton.

Samsar A. (2003). *Optimal Para Alanı Çerçevesinde Türkiye Analizi*, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Uzmanlık Tezi, Ankara.

Samuelson P. A. (1948). International Trade and the Equalisation of Factor Prices, *The Economic Journal*, 58, 230: 163-184.

Samuelson P. A. (1949). International Factor-Price Equalisation Once Again, *The Economic Journal*, 59, 234: 181-197.

Samuelson P. A. (1964). Theoretical Notes on Trade Problems, *The Review of Economics and Statistics*, 46, 2: 145-154.

Samuelson P. A. ve Solow R. M. (1960). Analytical Aspects of anti-inflation Policy, *The American Economic Review*, 50, 2: 177-194.

Sarno L. ve Taylor M. P. (2002). *The Economics of the Exchange Rates*, Cambridge University Press, Cambridge.

Scheller H. K. (2004). *The European Central Bank, History, Role and Functions*, European Central Bank Press, Frankfurt.

Schneider M. ve Tornell A. (2004). Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises, *Review of Economic Studies*, 71: 883–913.

Scitovsky T. (1958). *Economic Theory and Western European Integration*, George Allen Unwin Ltd, London.

Selcuk F. (1994). Currency Substitution in Turkey, *Applied Economics*, 26: 509-518.

Selcuk F. (2005). The Policy Challenge with Floating Exchange Rates: Turkey's Recent Experience, *Open Economies Review*, 16: 295–312.

Semmler W., Greiner A. ve Zhang W. (2005). *Monetary and Fiscal Policies in the Euro-Area*, Elsevier, Amsterdam.

Soto C. (2003). Monetary Policy, Real Exchange, and the Current Account in a Small Economy, *Central Bank of Chile Working Papers*, No.253.

Soto C. ve Salaive J. (2003). Openness and Imperfect Pass-Through: Implications for Monetary Policy, *Central Bank of Chile Working Papers*, No.216.

Stanaeova G. (2002). *The Theory of Optimum Currency Areas: an Application to ten Central and East European Countries*, Université Montesquieu-Bordeaux, <http://sceco.univaix.fr.cefi/colloques/stanaeova.pdf> (15.05.2010).

Stanoeva G. (2004). Bulgaria and the Euro: an Application of the Optimum Currency Area Theory, University of Copenhagen, www.econ.ku.dk/kennes/project7i.pdf (15.05.2010).

Steinherr A., Tukul A. ve Ucel M. (2004). Centre for European Policy Studies, *EU-Turkey Working Papers*, No.4.

Stock J. H. ve Watson M. W. (1988), Testing For Common Trends, *Journal Of The American Statistical Association*, 83: 1097-1107.

Svensson L. E. O. (1997). Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets, *European Economics Review*, 41: 1111-1146.

Svensson L. E. O. (1999). Inflation Targeting as a Policy Rule, *Journal of Monetary Economics*, 43: 607-654.

Svensson L. E. O. (2002). What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules? *NBER Working Paper*, No.9421.

Symposium: "The Impact of European Monetary Union Enlargement on Central Banks" (2003). *Atlantic Economic Journal*, 31, 4: 295 – 310.

Tavlas G. S. (1993). The “New” Theory of Optimum Currency Areas, *World Economy*, 16, 6: 663-685.

Taylor J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.

Taylor J. B. (1999). A Historical Analysis of Monetary Policy Rules, in J.B.Taylor (ed.), *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press, Chicago.

The Central Bank of the Republic of Turkey (2001). The Program of Strengthening the Turkish Economy, Turkey’s Transition Program, Ankara.

The Central Bank of the Republic of Turkey (2002). Monetary Policy and Exchange Rate Policy in 2002 and Prospective Developments, Ankara. www.tcmb.gov.tr.

The Central Bank of the Republic of Turkey (2005). Financial Stability Report, Ankara.

The Central Bank of the Republic of Turkey (2006). Financial Stability Report, Ankara.

The Central Bank of the Republic of Turkey (Dec. 1999). Disinflation Program for the Year 2000: Implementation of Exchange rate and Monetary Policy, Ankara.

The Central Bank of the Republic of Turkey (Jan., 2003), General Framework of the Monetary and Exchange Rate Policy in 2003, Press Release, Ankara.

The Central Bank of the Republic of Turkey (Jan., 2004). General Framework of the Monetary and Exchange Rate Policy in 2004, Press Release, Ankara.

The Central Bank of the Republic of Turkey (Jan., 2005). Monetary and Exchange Rate Policy for 2005, Press Release, Ankara.

The Undersecretaries of Foreign Trade of the Republic of Turkey (2005). *Turkey's Foreign Trade 1990-2004, Main Developments in Turkey's Foreign Trade*, Ankara.

Togan S. (1987). The Influence of Money and the rate of Interest on the rate of Inflation in a Financially Repressed Economy: the Case of Turkey, *Applied Economics*, 19: 1585-1601.

Tom R. ve Walsh B. (2002). The Effect of Currency Union on Trade: Lessons from the Irish Experience, *European Economic Review*, 46: 1111-1123.

Torreblanca J. I. (2005). Europe's Reason and Turkey's Accession, Real Instituto Elcano, <http://www.realinstitutoelcano.org/analisis/679/Torreblanca679.pdf> (25.11.2008).

Tower E. ve Willet T. D. (1976). *The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange-Rate Flexibility, Special Papers in International Economics*, Princeton University Press, Princeton/New Jersey.

TÜSIAD (2004). Investment Environment and Foreign Direct Investments in Turkey, *Working Paper prepared for Investors Advisory Council Meeting*, Istanbul.

Upper C. ve Worms A. (2003). Real Long Term Interest Rates and Monetary Policy: a Cross-country Perspective, BIS Papers, *Monetary Policy in a Changing Environment*, No.19.

Utkulu, Utku ve Alekperov, Naib (2008), "On the Optimum Currency Area (OCA) in Europe: New Panel Evidence including a negotiating country, Turkey", 15th World Congress of the International Economic Association, 25-29 Haziran, Istanbul.

Utkulu U. ve Seymen D. (2004). Trade and Competitiveness between Turkey and the EU: Time Series Evidence, *Turkish Economic Association Discussion Paper 2004/8*.

Vaubel R. (1976). Real Exchange Rate Changes in the European Community: The Empirical Evidence and Implications for European Currency Unification, *Weltwirtschaftliches Archiv*, 112: 429-470.

Vaubel R. (1978a). *Strategies for Currency Unification, the Economics of Currency Competition and the Case for a European Parallel Currency*, J.C.B.Mohr (Paul Siebeck), Tübingen.

Vaubel R. (1978b). Real Exchange Rate Changes in the European Community, *Journal of International Economics*, 8: 319-339.

Vaubel R. (2005). European Political Integration, in Charles K. Rowley and Friedrich Schneider (ed.), *The Encyclopedia of Public Choice*, Vol.II, Kluwer Academic Publishers, Boston/London.

Vauggirad V. (2007). Informational Contagion of Bank Runs in a Third-generation Crisis Model, *Journal of International Money and Finance*, 26: 403-429.

Velasco A. (1987). Financial Crises and Balance of Payment Crises, *Journal of Development Economics*, 27, 1-2: 263-283.

Verdun A. (2001). The Political Economy of the Werner and Delors Reports: Continuity amidst Change or Change amidst Continuity? Lars Magnusson ve Bo STRÅD (ed.), *From the Werner Plan to the EMU*, P.I.E.-Peter Lang, Bruxelles.

Von Hagen J. and Neumann J. M. (1994). Real Exchange Rates Within and Between Currency Area: How Far Away is EMU? *The Review of Economics and Statistics*, 76, 2: 236-244.

Voyvoda E. and Yeldan E. (2003). Managing Turkish Debt: An OLG Investigation of the IMF's Fiscal Programming Model for Turkey, *Journal of Policy Modeling*, 27, 6: 743-765.

Werner P. (1970). Report to the Council and the Commission on the Realisation by Stages of Economic and Monetary Union in the Community, (Werner Report), Bulletin of the European Communities, Brussels.

Willet T. D. (2000). Some Political Economy Aspects of EMU, *Journal of Policy Modeling*, 22, 3: 379-389.

Willet T. D. and Tower E. (1970). The Concept of Optimum Currency Areas and the Choice Between Fixed and Flexible Exchange Rates, in George Halm (ad.), *Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates*, Princeton University Press, Princeton/New Jersey.

Wong D. Y. (1990). What do saving-investment relationships tell us about capital mobility? *Journal of International Money and Finance*, 9: 60-74.

Wooldridge J. M. (2002). *Econometric Analysis of Gross Section and Panel Data*, Massachusetts Institute of Technology Press, Cambridge/London.

Wyplosz C. (1997). EMU: Why and How It Might Happen, *The Journal of Economic Perspectives*, 11, 4: 3-21.

Yeldan E. (2001). On the IMF-Directed Disinflation Program In Turkey: A Program for Stabilization and Austerity or A Recipe For Impoverishment and Financial Chaos?, <http://www.bilkent.edu.tr/~economics/2001> (30.05.2010).

Yentürk N. (1999). Short-Term Capital Inflows and their impact on Macroeconomic Structure: Turkey in the 1990s, *The Developing Economies*, XXXVII-1: 89-113.

Zheng C. (1999). *Die Theorie Optimaler Währungsgebiete: eine kritische Auseinandersetzung, Ein Plan für eine Chinesische Währungsunion*, Peter Lang (Europäischer Verlag der Wissenschaften), Frankfurt.

EKLER

Ek 1: Türkiye ile Avrupa Birliği Arasındaki Dış Ticaret İlişkisi

OPS teorisinin ana bulguları, ülkelerin, farklı ekonomik yapılara sahip oldukları zaman asimetrik şoklarla yüzleşme ihtimallerinin olduğunu göstermektedir. OPS ile ilgili literatürün çoğu, nispeten daha gelişmiş iki taraflı ticaret ilişkileri olan ülkeler üzerine odaklanmaktadır. Bu tür ülkeler para alanı için başlıca adaylardır. Bu anlamda, Türkiye ile Avrupa Birliği arasındaki dış ticaret ilişkisini incelemek istiyorum.

Avrupa ülkeleri, özellikle de Avrupa Birliği üyesi olanlar, Türk mallarının en büyük ithalatçısıdır. 2000 yılında, AB'ye (15) yapılan ihracat 14,5 milyar dolara ulaştı, ama toplam ihracatlardaki payı %52,2'ye kadar düştü. 2004'ün sonunda AB'ye yapılan ihracatların 32,5 milyar dolara ulaşmış olmasına rağmen toplam ihracattaki payı %51,6'ya inmiştir. 2004'te AB, 10 yeni üyeyi alarak büyümüştür. Bununla birlikte, Türkiye'nin bu ülkelere ihracatı asıl 15 üyeye yaptığı ihracattan çok daha düşüktür.

Ayrıca, Avrupa ülkeleri, özellikle de Avrupa Birliği üyeleri Türkiye'nin ithalatında önemli bir paya sahiptirler. Büyük oranda, Türkiye'ye coğrafi yakınlıkları ve ekonomik gelişmişlik seviyelerinden dolayı ilk sıradalar. Bağımsız Devletler Topluluğu'ndan (BDT) ham petrol ve doğal gaz ithalatı nedeniyle bu bölge Türkiye'nin ithalatında ikinci sırayı almaktadır. Orta Doğu ülkeleri Türkiye'nin ithalatında, ham petrol ithalatı nedeniyle üçüncü sıradalar ve Kuzey Amerika da ABD ile yüksek seviyedeki ticaret ilişkisinden dolayı dördüncü sıradadır.

Kısaca, 1980lerle kıyaslandığında, Türkiye'nin dış ticareti hem nitelik hem de nicelik bakımından gelişmiştir. Bu hem yurtiçi hem de uluslararası gelişmelerin bir sonucudur. Türkiye bu gelişmeyi sürdürülebilir kılmayı ve yeni stratejiler uygulayarak hem coğrafya hem de sektör bakımından ithalat ve ihracatını çeşitlendirmeyi hedeflemektedir.

Sonuç olarak, Türkiye'nin AB üyeleriyle oldukça iyi bir ticaret ilişkisine sahip olduğunu söyleyebiliriz. Türkiye'de mevcut olan bu durum, AB ile Türkiye arasındaki ilişkinin olumlu bir yönü olarak görülebilir.

Türkiye'nin Ülke Gruplarına Göre İhracatı

Ülke Gruplarına Göre İhracat (Milyon Dolar)								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
AB (27)	15 664	17 546	20 415	27 394	34 399	41 365	47 934	60 394
Almanya	5 179	5 366	5 869	7 485	8 745	9 455	9 686	11 994
Diğer Avrupa Ülkeleri (AB ülkeleri Hariç)	1 854	2 095	2 607	3 362	36 581	5 855	7 962	10 843
EFTA	324	316	409	538	657	821	1 189	1 323
BDT	1 649	1 978	2 279	2 963	3 956	5 057	6 993	10 088
Rusya	644	924	1 172	1 368	1 859	2 377	3 238	4 727
Kuzey Amerika	3 309	3 297	3 596	3 973	5 174	5 276	5 439	4 541
ABD	3 135	3 126	3 356	3 752	4 832	4 911	5 061	4 171
OECD	19 585	21 307	24 498	31 920	42 648	47 325	54 481	65 674
AFRIKA	1 373	1 521	1 697	2 131	2 963	3 631	4 566	5 976
Yakın ve Orta Doğu Ülkeleri	2 573	3 261	3 440	4 465	7 238	10 184	11 316	15 081
Toplam	27 775	31 334	36 059	47 253	63 121	73 476	85 535	107 272

Kaynak: www.tuib.com.tr

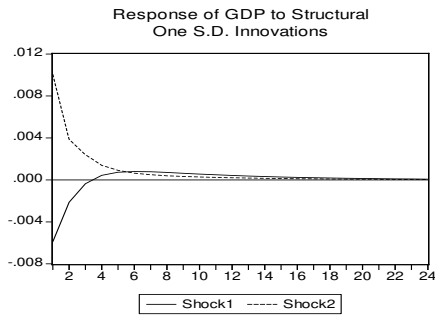
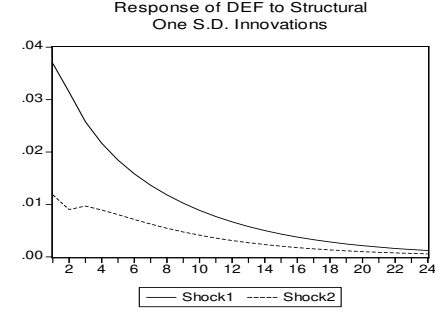
Türkiye'nin Ülke Gruplarına Göre İthalatı

Ülke Gruplarına Göre İthalat (Milyon ABD doları)								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
AB (27)	28 527	19 823	25 689	35 140	48 103	52 696	59 401	68 612
Almanya	7 198	5 335	7 042	9 453	12 516	13 634	14 768	17 540
Diğer Avrupa Ülkeleri (AB hariç)	6 148	5 738	7 487	10 342	15 757	20 386	25 695	34 253
EFTA	1 156	1 481	2 512	3 396	3 890	4 440	4 522	5 775
Kuzey Amerika	4 167	3 390	3 421	3 741	5 066	5 823	6 936	9 033
ABD	3 911	3 261	3 099	3 496	4 697	5 376	6 261	8 166
BDT	5 693	4 630	5 555	7 777	12 886	17 253	23 373	31 263
Rusya	3 887	3 436	3 892	5 451	9 027	12 907	17 806	23 508
OECD	36 821	447	34 154	45 545	62 309	69583	77 813	91 857
AFRIKA	2 714	2 819	2 696	3 338	4 781	6 047	7 405	6 784
Yakın ve Orta Doğu	3 373	3 016	3 186	4 455	5 139	7 967	10 568	12 641
Toplam	54 503	41 399	51 554	69 340	97 540	116 774	139 576	170 063

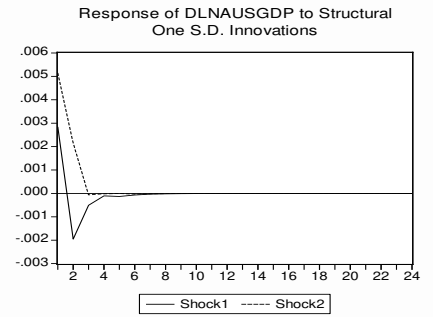
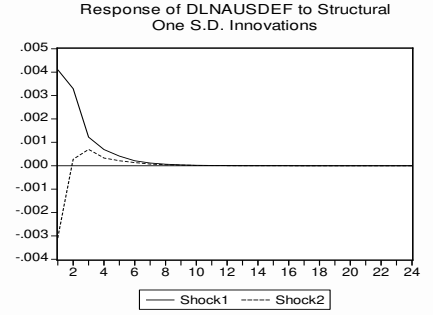
Kaynak: www.tuib.com.tr

Ek 2: Deflator ve GSYİH'nın Etki-tepki Fonksiyonları

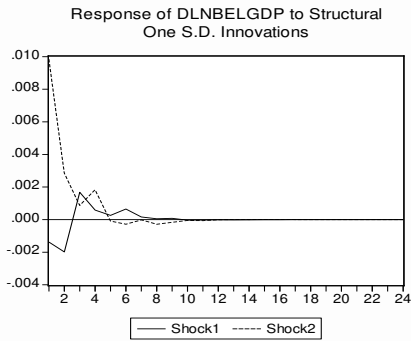
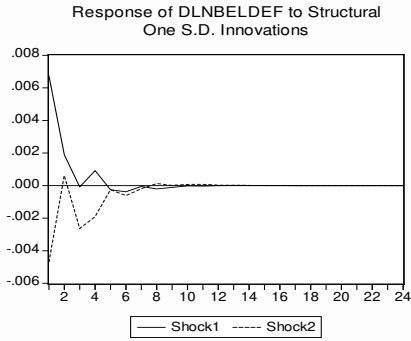
Tüm Ülkelerin Panel Denge Analizi



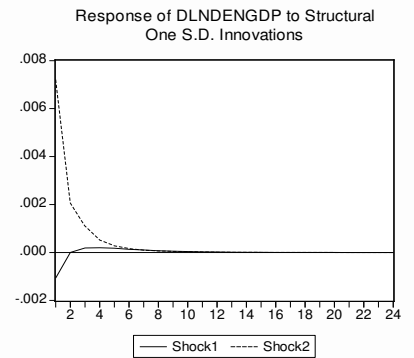
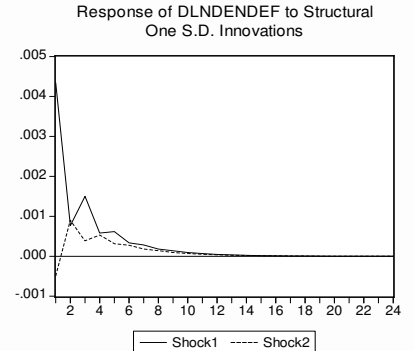
Avusturya



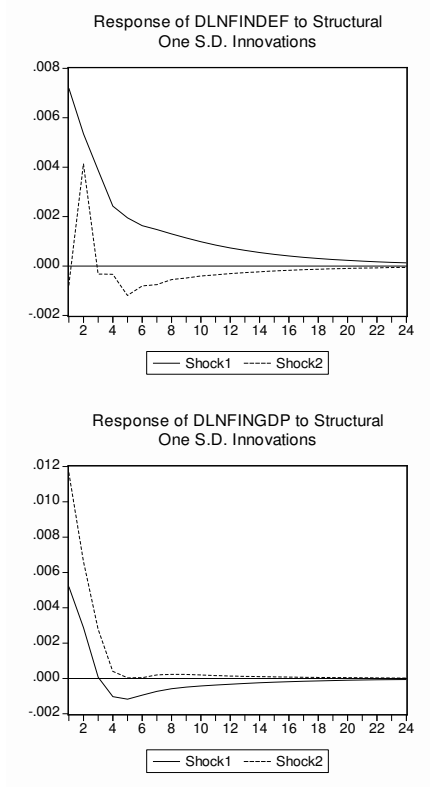
Belçika



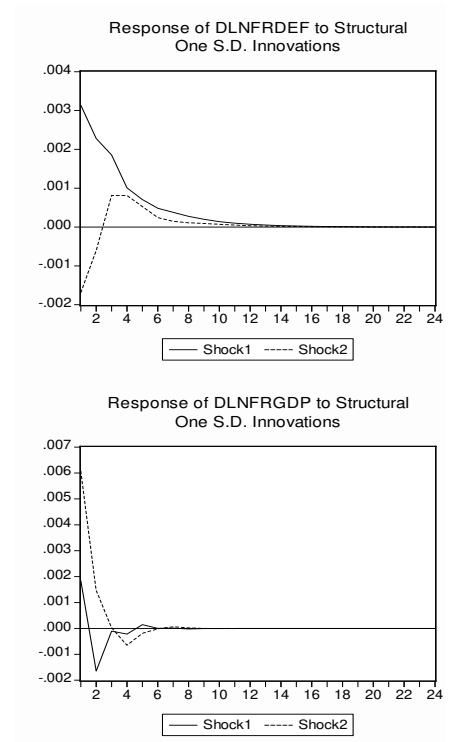
Danimarka



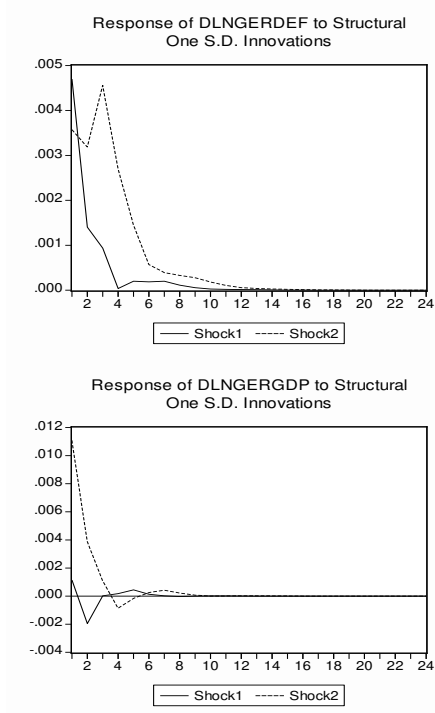
Finlandiya



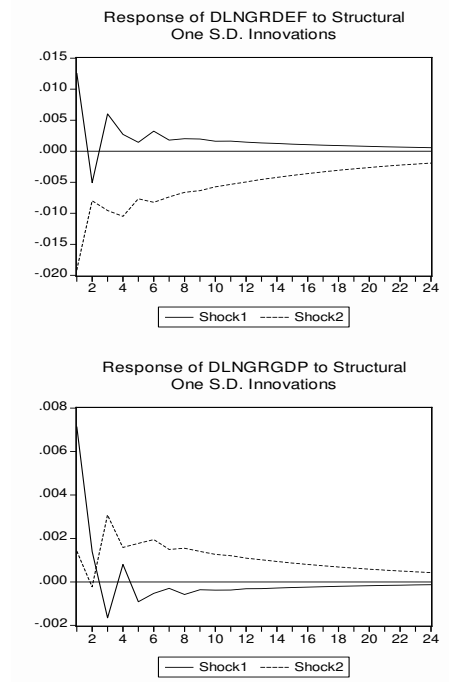
Fransa



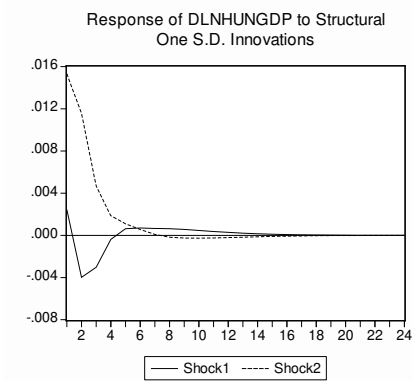
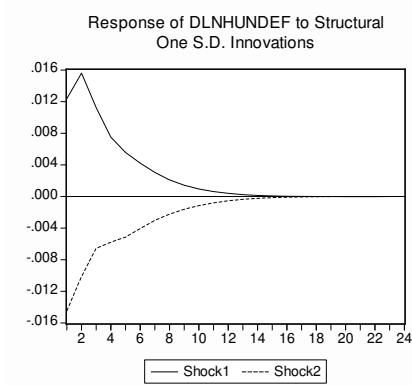
Almanya



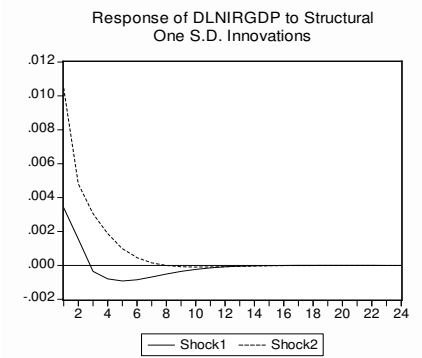
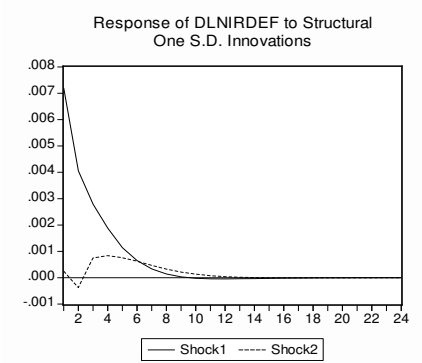
Yunanistan



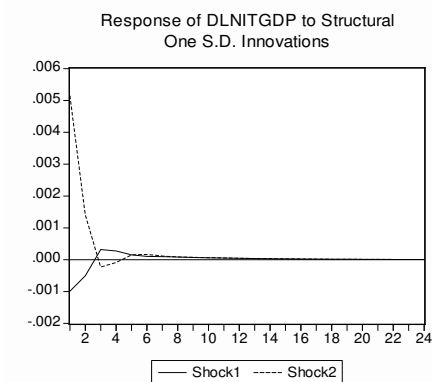
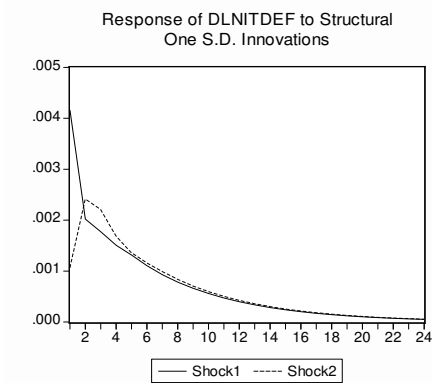
Macaristan



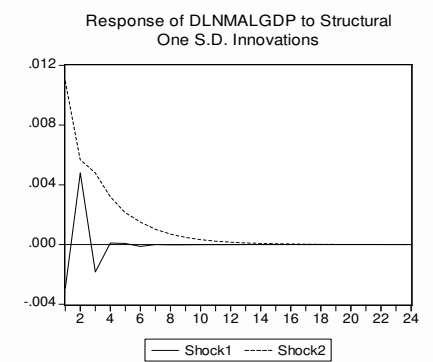
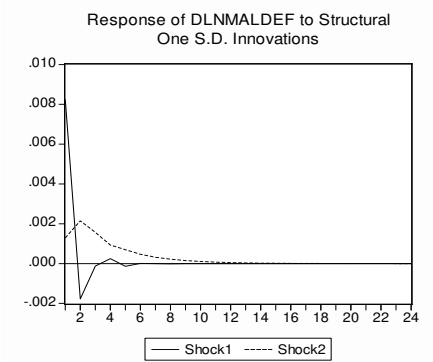
İrlanda



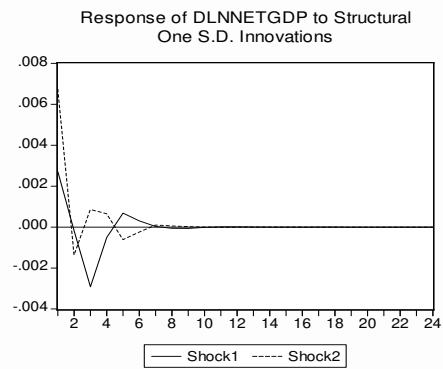
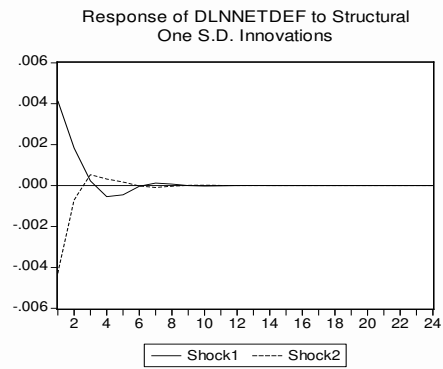
İtalya



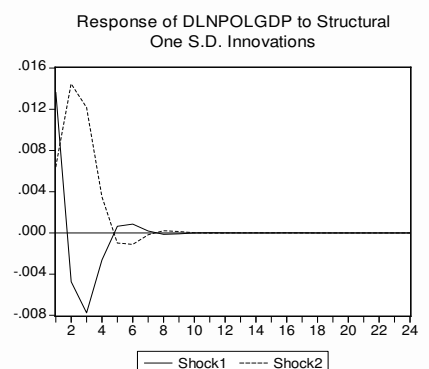
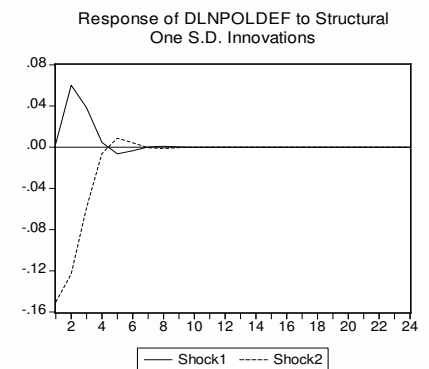
Malta



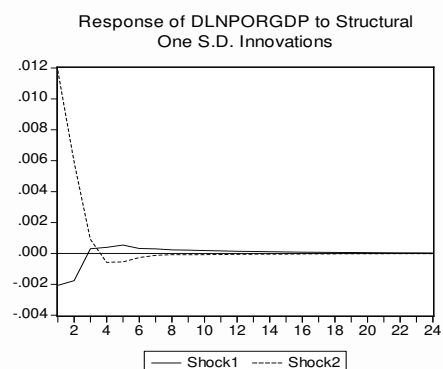
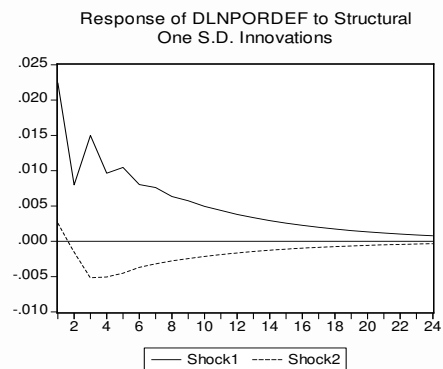
Hollanda



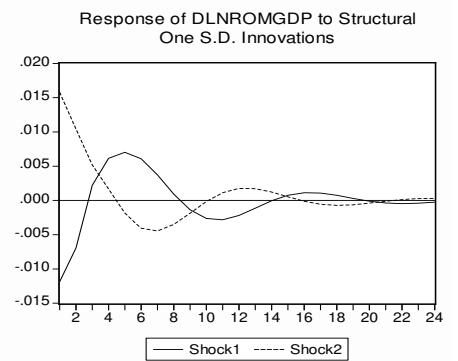
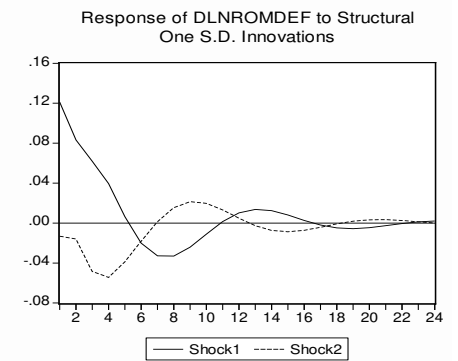
Polonya



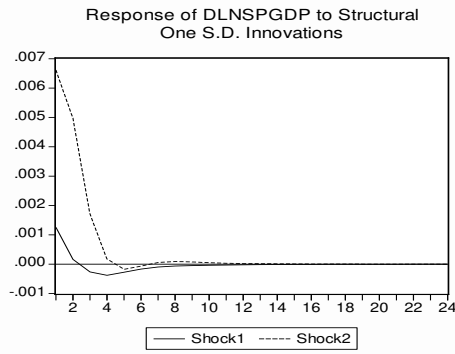
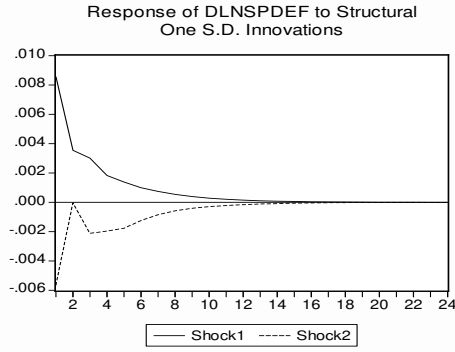
Portekiz



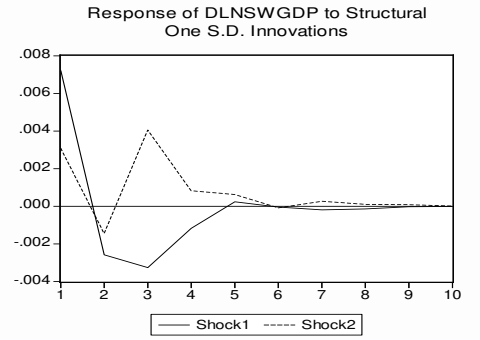
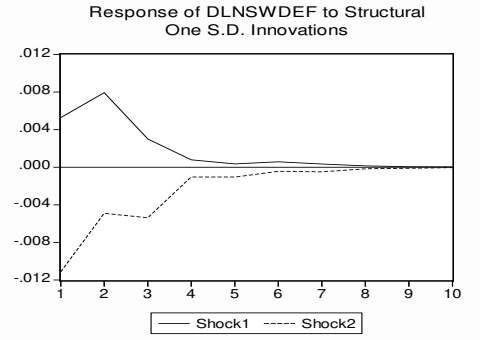
Romanya



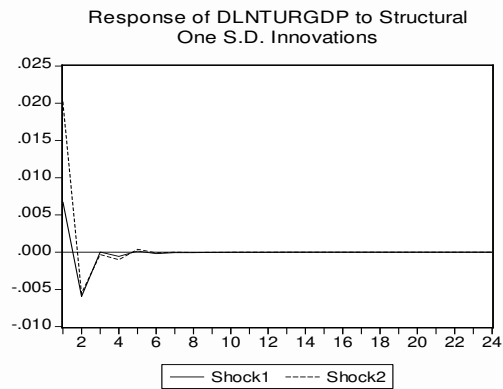
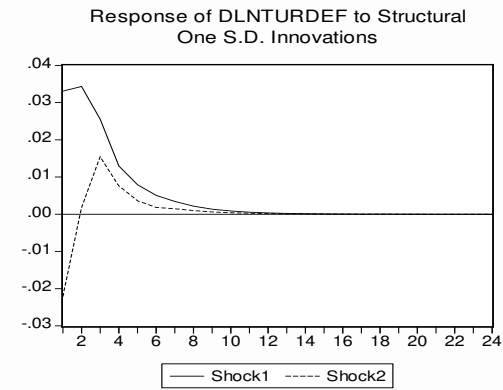
İspanya



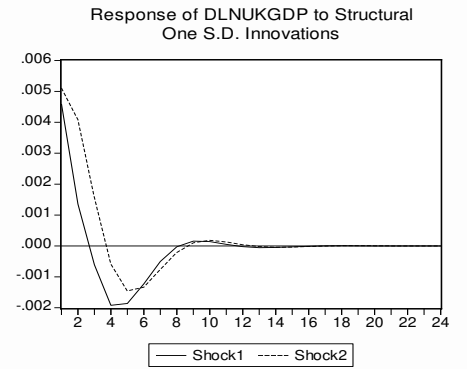
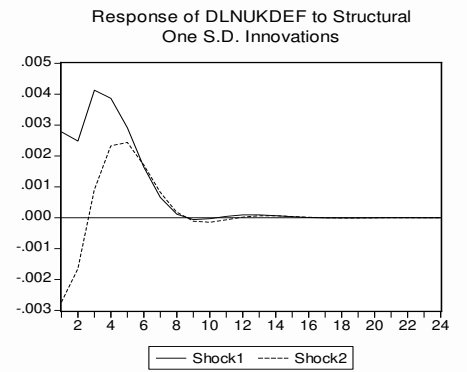
İsveç



Türkiye

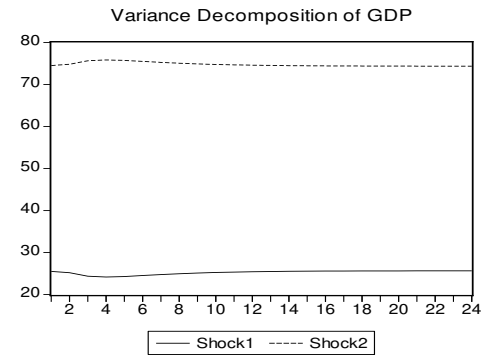
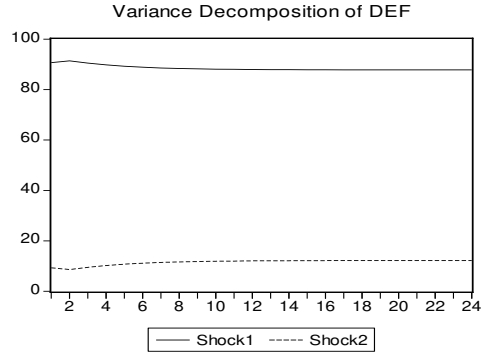


BK

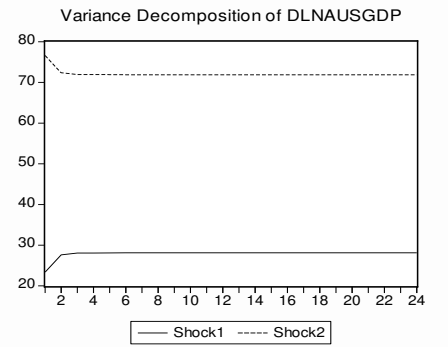
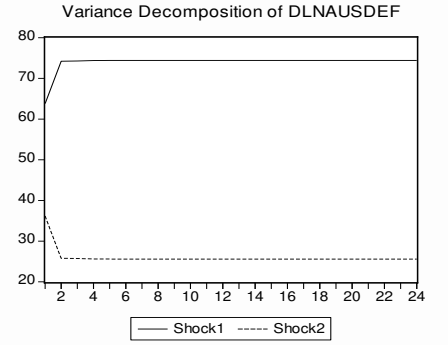


Ek 3: Deflatör ve GSYİH’ın Varyans Ayırıştırması

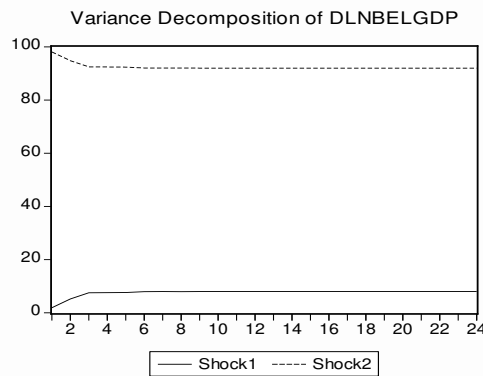
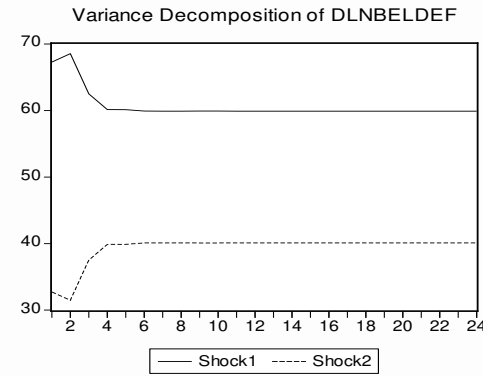
Tüm Ülkelerin Panel Denge Analizi



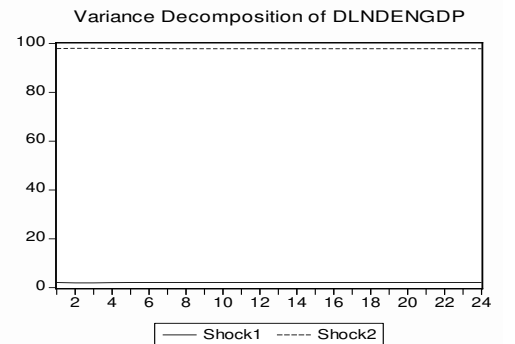
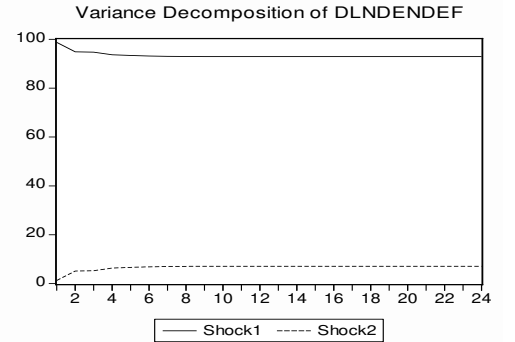
Avusturya



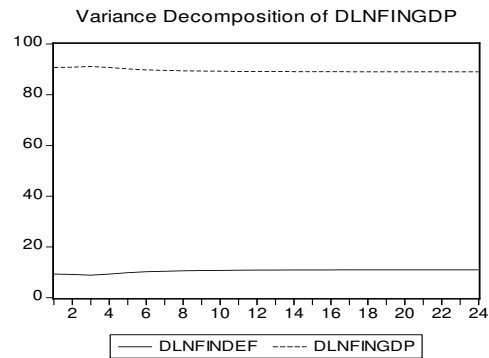
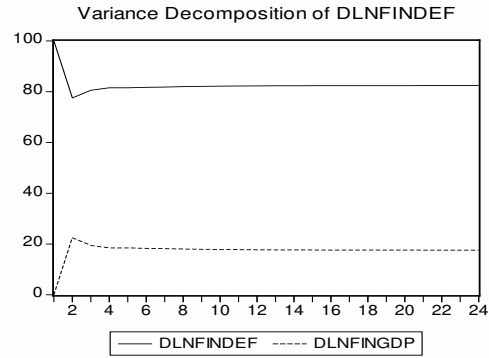
Belçika



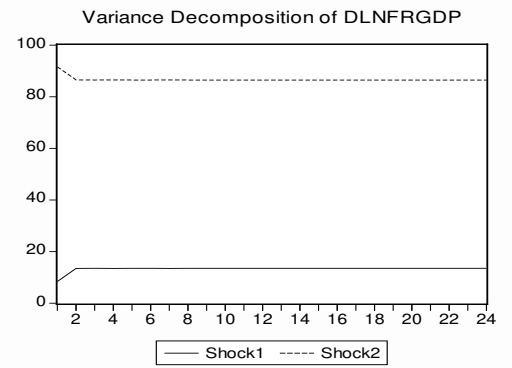
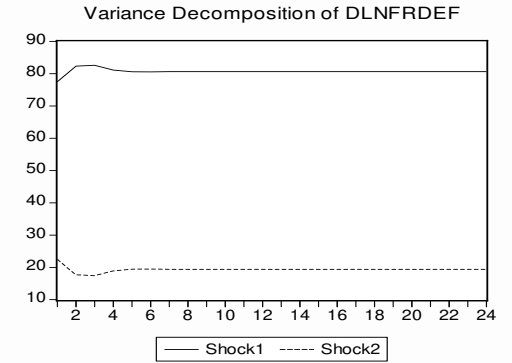
Danimarka



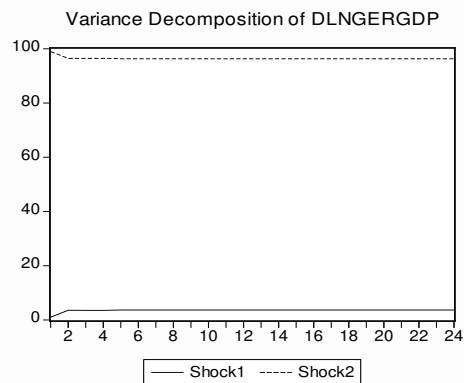
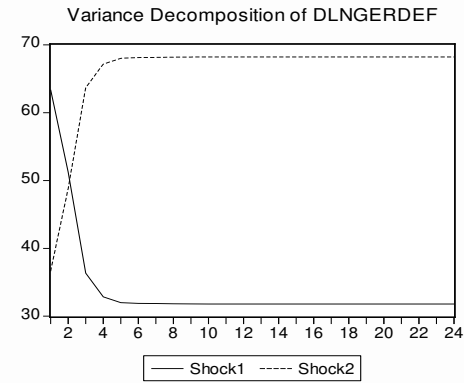
Finlandiya



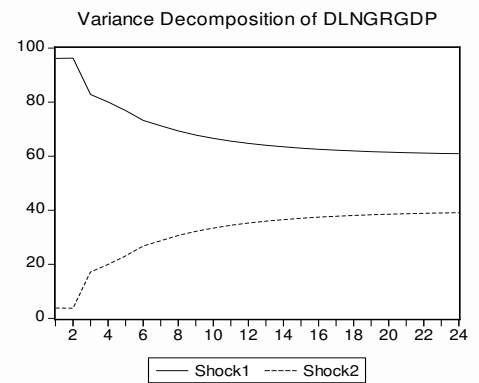
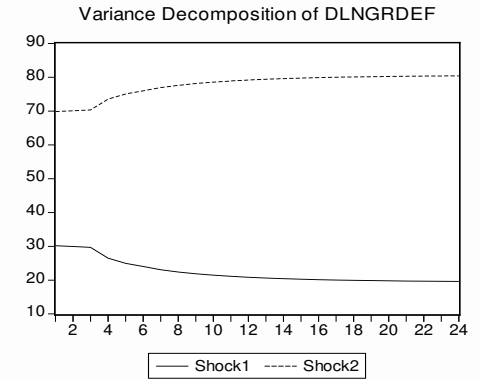
Fransa



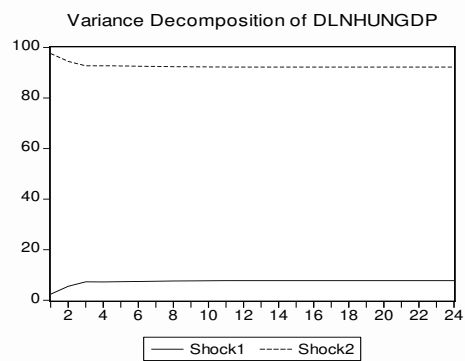
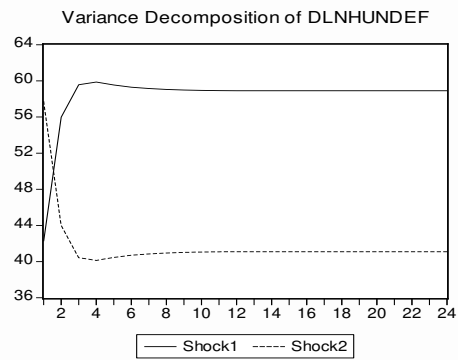
Almanya



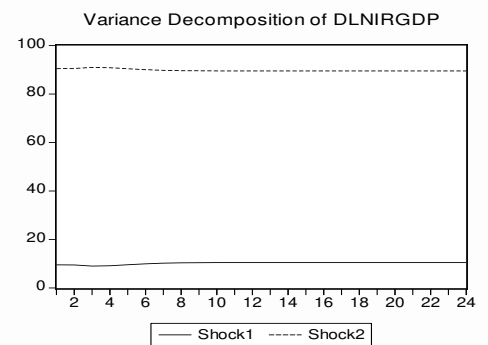
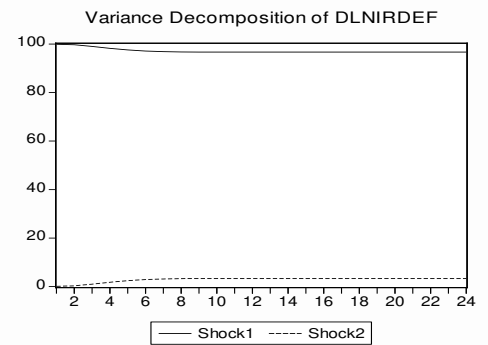
Yunanistan



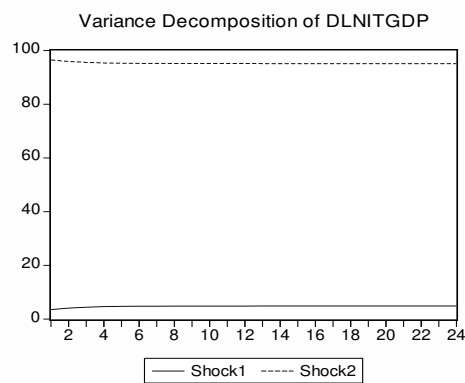
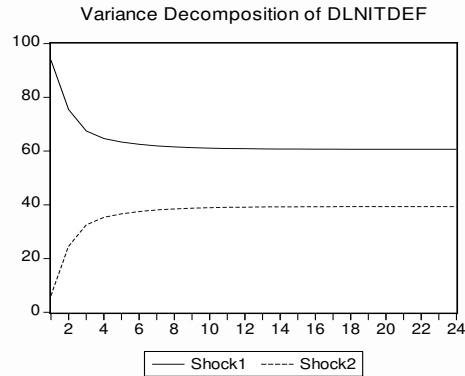
Ungarn



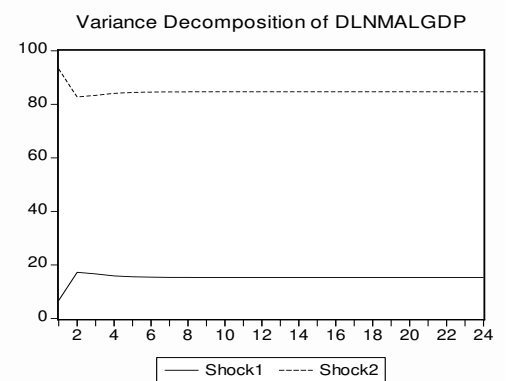
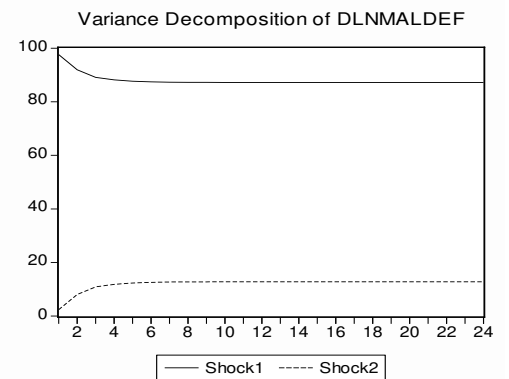
Írlanda



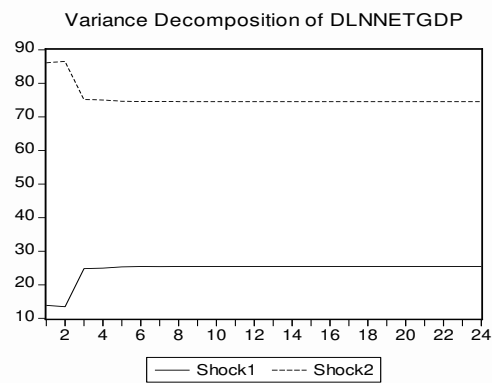
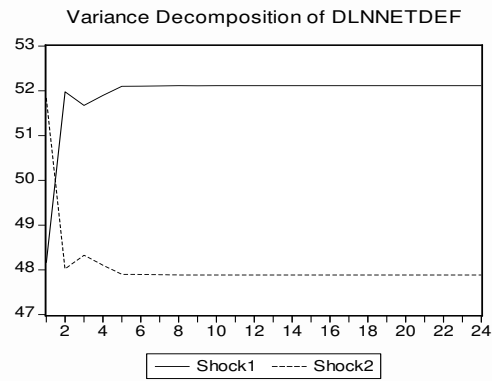
Ítalya



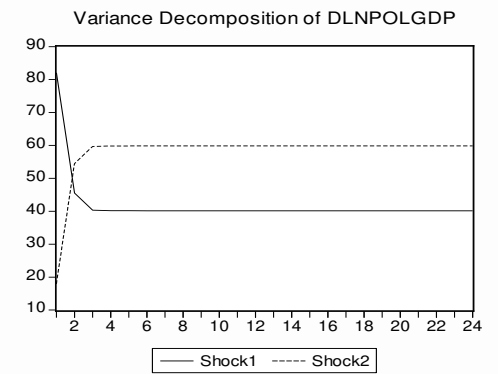
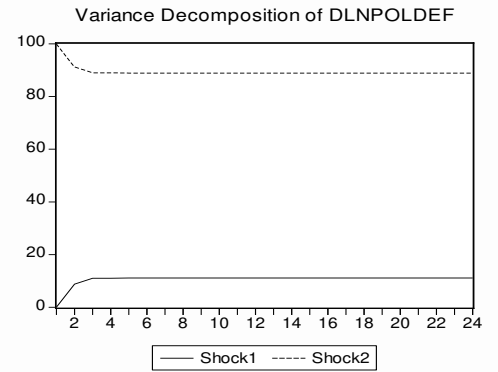
Malta



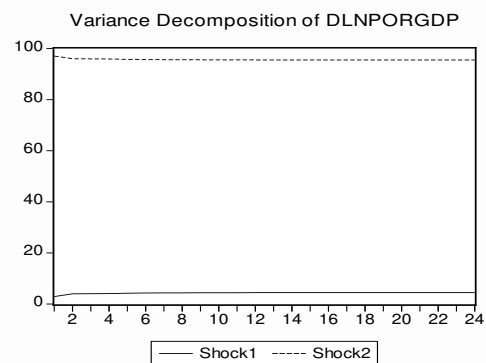
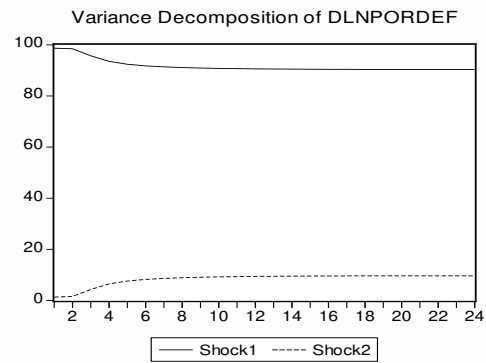
Hollanda



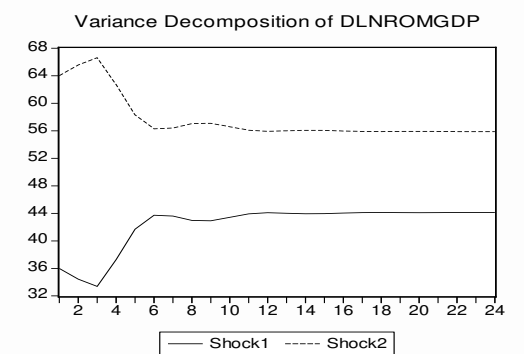
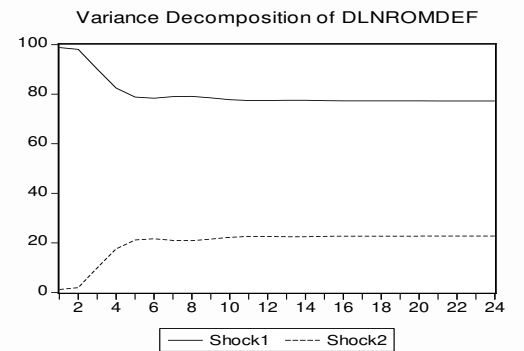
Polonya



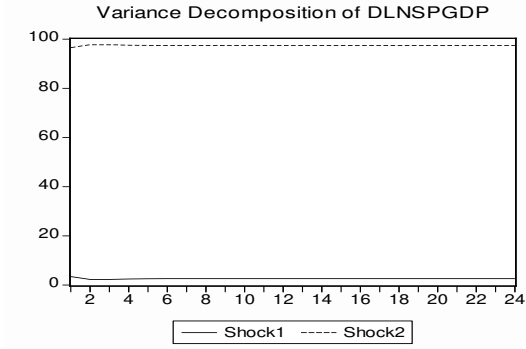
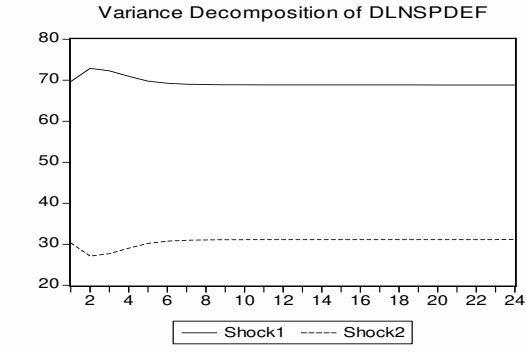
Portekiz



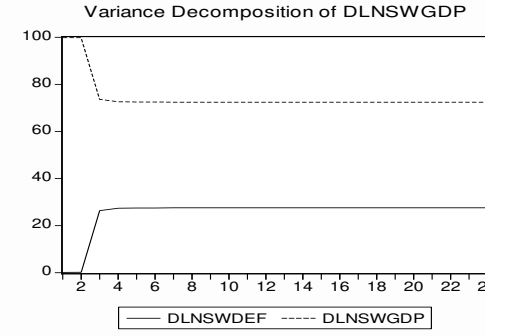
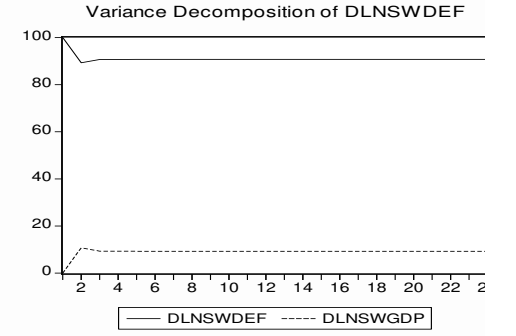
Romanya



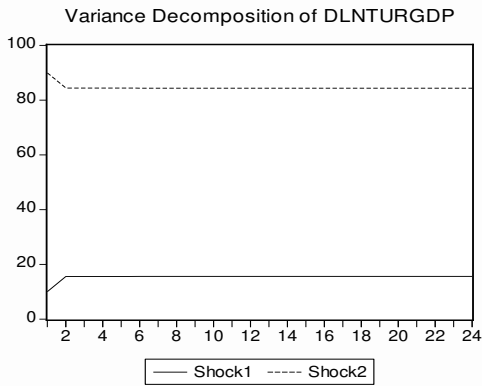
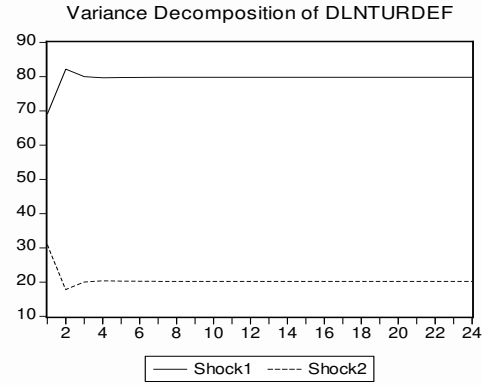
İspanya



İsveç



Türkiye



BK

