

**ERM II'DE GELECEK VAR MI?
TÜRKİYE AÇISINDAN OLASI SENARYOLAR
VE POLİTİKA ÖNERİLERİ NELERDİR?**

Tolga Hakan KAVA

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü
Ankara, Haziran 2005

ÖNSÖZ

Ekonomik ve Parasal Birliğe her Avrupa Birliği üyesi ülkenin er veya geç katılması gerekmektedir. Ülkemiz de AB üyesi olduktan sonra Ekonomik ve Parasal Birlik üyeliği ile karşı karşıya kalacaktır. Gelişmiş ülkelerin oluşturduğu bir parasal birliğe girmenin getirdiği faydaların yanında bir takım riskler de söz konusudur.

Bu çalışma EMU'ya girmeden önceki son aşama olan ERM II mekanizması içinde ülkelerin karşılaşılabilecekleri olumlu ve olumsuz şokları incelemekte ve ülkeler için bir takım politika önerilerinde bulunmaktadır.

Uzun bir araştırmanın eseri olan ve uzadıkça sonu olmayan bir film haline gelen bu tezimde kimi zaman, hiç bitmeyeceği ümitsizliğine bile kapıldım; hatta tez canavarı, tez canlı gibi isimlerle dahi anılır oldum. Çalışmamda, başta annem ve kardeşim olmak üzere, gerek verdikleri destek, gerekse değerli katkılarıyla yardımcı olan tüm arkadaşlarıma teşekkürlerimi sunmayı da bir borç bilirim.¹

T. H. KAVA

¹ Özel teşekkürlerimi Serpil ATALAY, Ahmet İlhan ÇALIKOĞLU, Ferhat ÇAMLICA, Caroline DELAN, Bora ENHOŞ, Ece ESER, Gözde GÜRGÜN, Bülent GÜVEN, Kürşat KUNTER, Sinan LENGER, Süha MİRAHUR, Eren ÖĞRETMEN, Etkin ÖZEN, Mine PAMUKÇU, Durukan PAYZANOĞLU, Ferhan SALMAN, Şule SANCAR, Çiğdem YALÇIN, Turhan YARDIMCI, Özge YAŞAR ve Erdal YILMAZ'a sunarım.

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖNSÖZ	i
İÇİNDEKİLER	ii
TABLO LİSTESİ	v
ŞEKİL LİSTESİ	vi
KISALTMA LİSTESİ	viii
EK LİSTESİ	x
ÖZET	xi
ABSTRACT	xii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ERM II'YE NASIL GELİNDİ?	3
1.1. Roma Antlaşmasından Ekonomik ve Parasal Birliğe	3
1.1.1. Werner Raporu	4
1.2. Avrupa Para Sistemi (EMS), 1979 – 1998	5
1.2.1. Döviz Kuru Mekanizması (ERM)	7
1.2.1.1. Sistemdeki Çarpıklıklar (Asimetri-Simetri Sorunu)	9
1.2.1.2. 1992/93 ERM I Krizi	10
1.2.1.3. Kriz Sonrası Yeniden Yapılandırma	14
1.2.1.4. ERM I'in Değerlendirilmesi	15
1.3. Ekonomik ve Parasal Birlik (EMU)	17
1.3.1. EMU ve Aşamaları	17
1.3.2. Katılım Kriterleri	19

İKİNCİ BÖLÜM

ERM II: TEKNİK ÖZELLİKLERİ	21
2.1. ERM II'nin Temel Özellikleri.....	22
2.1.1. ERM II Tarafı Keskin Kılıç	23
2.1.2. ERM II ve Yapısal Reformların Önemi	24
2.1.3. ERM II'de Banka Gözetimi ve Denetiminin Önemi	24
2.1.4. Kendisini Destekleyen/Düzelten Mekanizma.....	25
2.2. ERM II'nin Genel Anlamda Faydaları ve Riskleri	25
2.2.1. Faydalar	26
2.2.2. Riskler	28
2.3. Merkezi Kurun (Paritenin) Seçimi	33
2.3.1. Dalgalanma Bandının Seçimi	38
2.4. Üyelik Tarihinin Belirlenmesi.....	39
2.5. İlk ERM II Deneyimi: Yunanistan (Mart 1998 – Aralık 2000).....	41
2.5.1. ERM/ERM II ve Drahminin Revalüasyonu.....	44

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

YENİ AB ÜYELERİ VE ERM II ÜYELİĞİ	48
3.1. Zamanlama ve Yakınsama Tartışmaları	48
3.1.1. Nominal Yakınsama Düzeylerinin İncelenmesi.....	49
3.1.2. Nominal Yakınsama Dışındaki Etmenler	52
3.1.3. Reel Yakınsama	54
3.2. Üyelik Öncesi Kur Rejimlerinin Değerlendirilmesi	56
3.2.1. ERM II'ye Geçiş için Hangi Rejim Daha İyidir?	57
3.3. Yeni Üyeler ERM II'ye Nasıl Hazırlanmalıdırlar?.....	59
3.3.1. Rüzgarın Yönü, Dalganın Boyu	60
3.4. Yeni Üyeler ve Balassa-Samuelson (B-S) Etkisi	62
3.4.1. B-S Etkisi Nedir?	62
3.4.2. AB Üyeliği ve B-S Etkisi.....	65
3.4.3. B-S Etkisi ve Miktarı.....	65
3.4.4. B-S Etkisi Azalmakta mı, Artmakta mı?	67
3.4.4.1. Azalmaktadır.....	67

3.4.4.2. Artmaktadır.....	67
3.4.5. Mali Daralma: B-S Etkisini Geçici Olarak Azaltmanın Yolu.....	68
3.5. Enflasyon Hedeflemesi ve ERM II: Çatışma?	69
3.5.1. Enflasyon Hedeflemesi ve İmkansız Üçlü.....	74
3.6. Sistem İçinde Yeni Üyeleri Neler Bekliyor?	75
3.6.1. Riskler.....	75
3.6.2. Risk İçinde Getiri ve Umut	80
3.7. Üyelik Tarihinin Belirlenmesi.....	82
3.8. Yeni AB Üyeleri için Öneriler.....	84

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ERM II, EMU VE TÜRKİYE	91
4.1. Türkiye'nin AB'ye Giriş Sürecine Kısa Bir Bakış	91
4.2. EMU Yolunda Türkiye'nin Konumu	92
4.2.1. Türkiye ve Nominal Yakınsama	92
4.2.1.1. Türkiye ve Reel Yakınsama	97
4.2.1.2. B-S Etkisinin İncelenmesi	97
4.2.2. Dalgalı Kur Rejimi ve Türkiye	99
4.2.2.1. ERM II Gölgelemesi Altında TL	100
4.2.2.2. TL'de Kur Oynaklığı	101
4.3. Türkiye'nin Olası ERM II Üyeliği.....	103
4.3.1. Zamanlama.....	103
4.3.2. Olası Getirilerin ve Senaryoların Değerlendirilmesi	106
4.4. Türkiye için Tavsiyeler	109

BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER	111
KAYNAKÇA	114
EKLER	126

TABLO LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 1.1. Aşamalar Halinde EMS	16
Tablo 1.2. EMU ve Euro'nun Aşamaları.....	18
Tablo 1.3. EMU'nun Kronolojisi.....	20
Tablo 2.1. ERM I ile ERM II Arasındaki Benzerlikler ve Farklar	22
Tablo 2.2. ERM II'nin Genel Anlamda Faydaları ve Riskleri	26
Tablo 2.3. ERM II'de Merkezi Kurun Belirlenmesinde Kullanılabilecek Yöntemler.....	34
Tablo 2.4. Merkezi Kurun Denge Değeri Dışında Belirlenmesinin Fayda ve Riskleri	36
Tablo 3.1. AB-10 Döviz Kuru Rejimleri.....	56
Tablo 3.2. AB-10'da B-S Etkisi Çalışmaları ve Sonuçları.....	66
Tablo 4.1. AB-10, Türkiye Karşılaştırmalı Gelir Tablosu	97

ŞEKİL LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Şekil 1.1. (Tüneldeki) Yılan	4
Şekil 1.2. AT'de Enflasyon Oranları	8
Şekil 2.1. Yunan Drahmisi ERM II'de	45
Şekil 3.1. Yeni Üyeler Enflasyon	50
Şekil 3.2. Yeni Üyeler Kamu Kesimi Dengesi.....	50
Şekil 3.3. Yeni Üyeler Toplam Kamu Borç Stoku	51
Şekil 3.4. Yeni Üyeler Uzun Dönem Faiz Oranları	52
Şekil 3.5. 1995-2003 Yılları Arasında Net Sermaye Girişleri.....	53
Şekil 3.6. AB ve Aday Ülkeler Kişi Başına Düşen Gelir (2004)	55
Şekil 3.7. AB ve Aday Ülkeler Satın Alma Gücü Standardına Göre Kişi Başına Düşen Gelir (2004).....	55
Şekil 3.8. Özel Sektöre Verilen Kredilerin GSYİH İçindeki Payı.....	56
Şekil 3.9. Enflasyon Hedeflemesi altında Aktarım Mekanizması.....	70
Şekil 3.10. Enflasyon Hedeflemesi altında Aktarım Mekanizması ERM II süreci: Çifte hedefleme.....	70
Şekil 3.11. Enflasyon Hedeflemesi altında Aktarım Mekanizması EMU'ya giriş öncesi.....	71
Şekil 3.12. İmkansız Üçlü.....	75
Şekil 3.13. Tahvil Spreadleri	76
Şekil 3.14. Ekonomik Açıklık Derecesi.....	78
Şekil 3.15. Geri Dönmeyen Krediler/Toplam Krediler.....	82
Şekil 4.1. Yıllık Ortalama Enflasyon	94
Şekil 4.2. Kamu Kesimi Dengesi/GSYİH.....	94
Şekil 4.3. Toplam Kamu Borcu/GSYİH	95

Şekil 4.4. Uzun Dönemli Faizler	96
Şekil 4.5. Reel Kur Endeksi (1995=100) ve Yüzde Değişim	99
Şekil 4.6. Verimlilik Endeksi (1997=100) ve Yüzde Değişim	99
Şekil 4.7. TL/EUR 01.2002-01.2005	100
Şekil 4.8. TL/EUR 01.2003-01.2005	101
Şekil 4.9. Döviz Kuru Oynaklığı (01.2002-04.2005)	102
Şekil 4.10. Varyasyon Katsayısı (01.2002-04.2005)	102
Şekil 4.11. Türkiye 1995-2004 Net Sermaye Akımları	104

KISALTMA LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
AB-10	: 1 Mayıs 2004'te AB'ye Üye Olan 10 Ülke
AB-15	: 1 Mayıs 2004'teki Genişleme Öncesi AB Üyeleri
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ABS	: Anti Blokaj Sistemi
AET	: Avrupa Ekonomik Topluluğu
AT	: Avrupa Topluluğu
BIS	: Bank for International Settlements (Uluslararası Anlaşmalar Bankası)
BoG	: Bank of Greece (Yunanistan Merkez Bankası)
B-S	: Balassa-Samuelson
ČNB	: Czech National Bank (Çek Cumhuriyeti Merkez Bankası)
DYY	: Doğrudan Yabancı Yatırım
ECB	: European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası)
ECOFIN	: Economy and Finance Ministers Council (Ekonomi ve Maliye Bakanları Konseyi)
ECU	: Avrupa Para Birimi
EFC	: Economic and Financial Committee (Ekonomik ve Mali Komite)
EMCF	: European Monetary Cooperation Fund (Avrupa Parasal İşbirliği Fonu)
EMI	: European Monetary Institute (Avrupa Para Enstitüsü)
EMS	: European Monetary System (Avrupa Parasal Sistemi)
EMU	: Economic and Monetary Union (Ekonomik ve Parasal Birlik)

EPC	: Economic Policy Committee (Ekonomik Politika Komitesi)
ERM	: Exchange Rate Mechanism (Döviz Kuru Mekanizması)
ERM II	: Exchange Rate Mechanism II (Döviz Kuru Mekanizması II)
ESCB	: European System of Central Banks (Avrupa Merkez Bankaları Sistemi)
GRD	: Yunan Drahmisi
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
HICP	: Harmonised Index of Consumer Prices (Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi)
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
KEP	: Katılım Öncesi Ekonomik Program
KİT	: Kamu İktisadi Teşekkülleri
NBP	: National Bank of Poland (Polonya Merkez Bankası)
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü)
PPS	: Purchasing Power Standard (Satın Alma Gücü Standardı)

EK LİSTESİ

Sayfa No

Ek 1. İstatistiksel Gerçekler ve Yunanistan	127
Ek 2. Macaristan Krizi	128
Ek 3. ERM II'ye Giriş Prosedürü	130

ÖZET

Bu çalışmanın amacı Döviz Kuru Mekanizmasına (ERM II) katılımın fayda ve zararlarını irdelemek ve bu kapsamda yeni üye ülkeler ile AB'yi üyesi olma yolundaki Türkiye için öneriler sunmaktır. Sabit fakat ayarlanabilir bir döviz kuru rejimi olarak da adlandırılan ERM II'nin en önemli özelliği, belirli koşullar altında üye olan ülkelere, önemli miktarda fayda sağlayabilmesidir. Mali disiplin, doğru belirlenmiş bir merkezi kur ve yapısal reformlarla desteklenmiş bir üyelik süreci, bu 'olmazsa olmaz' olarak tanımlanan koşulların en başında gelmektedir. Yeni üyelerin en kısa zamanda Ekonomik ve Parasal Birlik üyesi olma arzusunu taşımaları ve bu doğrultuda aceleci bir tutum içine girmiş olmaları, bir takım soru işaretlerini de beraberinde getirmektedir. Bu sorular, özetle şu şekilde sıralanabilir; yeni üyeler ne zaman ve hangi koşullar altında ERM II'ye girme kararı almalıdırlar ve ERM II üyeliğinin katılımcı ülkelere ne gibi riskleri ve/veya getirileri olmaktadır? ERM II'nin başta airbag (ECB tarafından yapılan destek amaçlı müdahaleler) ve ABS (yeniden ayarlanabilir bir merkezi kur) gibi gelişmiş bir güvenlik donanımına sahip olmasına rağmen, bu çalışma yeni üyelerin (ve üye olduktan sonra Türkiye'nin), özellikle de Euroalanı ile belirli bir oranda yakınsama sağlamadan, mekanizmaya dahil olmak için acele etmemelerini ve erken fakat riskli bir üyelik yerine, daha geç fakat güvenli (getirili) bir üyeliği tavsiye etmektedir.

Anahtar Kelimeler: Döviz Kuru Mekanizması, ERM II, EMU, Mali Disiplin, Riskler ve Faydalar, Yakınsama.

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the pros and cons of joining the Exchange Rate Mechanism (ERM) II and to propose strategies and policy alternatives for new member states as well as prospective member state Turkey. The most important characteristic of ERM II, which is also described as a fixed but adjustable exchange rate regime, is that its benefits may outweigh its risks under certain circumstances. These 'must' conditions could be summed up as fiscal discipline, a correctly set central parity and a membership period supported through necessary structural reforms. Since new members have shown a keen interest in joining the EMU as soon as possible, the questions arising at this point could be summarized as; when and under which conditions new members should decide to enter the ERM II and what risks and benefits joining the ERM II entails. Despite ERM II being equipped with a more sophisticated security kit including an airbag (support interventions by the ECB) and an ABS (anti-blocking system composed of an adjustable central parity), this study suggests that member states should still not rush into the mechanism until they have reached a certain degree of convergence with the Euroarea.

Key Words: Exchange Rate Mechanism, ERM II, EMU, Fiscal Discipline, Risks and Benefits, Convergence.

GİRİŞ

1 Mayıs 2004'te Avrupa Birliği (AB) tarihsel bir genişleme yapmış ve 10 yeni üyeyi bünyesine katmıştır. Yeni üyelerin Ekonomik ve Parasal Birliğe (EMU) girmek için acele etmeleri ile birlikte Parasal Birliğin bir ön şartı olan Döviz Kuru Mekanizması II (ERM II) testinden başarıyla çıkıp çıkamayacakları konusu da böylece gündeme taşınmıştır. Bu ülkelerin birçoğunun ekonomik açıdan AB ortalamasının altında kalması ve bir geçiş dönemi sonrasında işleyen birer serbest piyasa ekonomisine geçmiş olmaları konunun önemini ve hassasiyetini artırmıştır.

AB'ye "aday" bir ülke olan ve katılım müzakerelerinin tamamlanmasıyla AB üyesi olmayı hedefleyen Türkiye'yi de son derece yakından ilgilendiren bir konu olması nedeniyle ERM II üyeliğinin etkilerinin incelenmesinde yarar bulunmaktadır.

Bu kapsamda çalışma beş bölümden oluşmaktadır. I. Bölüm ERM II'ye nasıl geldiğini, AB içinde parasal bir birlik kurulması çalışmalarının kısa bir geçmişı ile birlikte Avrupa Para Sistemi (EMS) ve ERM'yi ele alarak, sistemin artı ve eksileri ile varolan asimetriyi incelemektedir. II. Bölüm ERM II'nin teknik özellikleri, mekanizmanın genel risk ve faydaları üzerinde durup, merkezi kurla, dalgalanma bandının seçimi ve üyelik tarihinin belirlenmesini değerlendirmektedir. ERM II tecrübesini yaşayarak EMU üyesi olan Yunanistan'ın tecrübeleri de bu bölüm altında yansıtılmaktadır. III. Bölüm, yeni üyelerin yakınsama düzeyleri, giriş öncesi döviz kuru rejimlerini incelemekte, ERM II'ye üyeliğin yeni giren üyelere sağlayabileceği faydalar ile doğurabileceği risklere yer vererek, üyeliğin zamanlaması konularını tartışmaktadır. Ülkeler için tavsiyeler de bu bölüm altında yer almaktadır. Çalışmanın IV. Bölümü, Türkiye ve ERM II'ye ayrılmış olup, Türkiye'nin bu çerçevede ve diğer ülkelerin tecrübeleri ışığında nasıl hareket etmesi

gerektiğini incelemekte ve çeşitli politika önerilerinden meydana gelmektedir.
V. Bölüm ise sonuçlara ayrılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ERM II'YE NASIL GELİNDİ?

1.1. Roma Antlaşmasından Ekonomik ve Parasal Birliğe

İkinci Dünya Savaşından sonra dünyadaki temel amaçlardan bir tanesi ülke ekonomilerinin yeniden inşa edilebilmesi ve bu süreç içerisinde ekonomiler arasında ticaretin serbestleştirilmesi olduğundan, 1944 yılında imzalanan Bretton Woods Antlaşması ile sabit döviz kurları hayatımıza girmiştir. Bretton Woods Sistemi tüm döviz kurlarını ABD Dolarına, ABD Dolarını da altına bağlamıştır.

AB'nin öncüsü olan, Avrupa Ekonomik Topluluğu (AET), 1957 yılında Roma Antlaşmasının imzalanması ile kurulmuştur. Roma Antlaşması, parasal birlik hakkında atıfta bulunmamış, sadece bazı maddelerinde² döviz kuru politikalarına ilişkin açıklamalara yer vermiştir³. 1958 yılında oluşturulan Avrupa Parasal Anlaşmasına⁴ kadar, Avrupa paralarını dolar bölgesine tamamıyla entegre eden Bretton Woods Sistemi etkili kalmıştır.

İkinci Dünya Savaşının etkilerinin kaybolmasıyla, ekonomik anlamda 1950'li yıllarda birbirlerine yakınsamış olan Avrupa ekonomileri, 1960'lı yıllardan itibaren tekrar birbirlerinden farklılaşmaya başlamış, ülkeler arasında oluşan bu farklılıklar da kurlara yansıyor, Topluluk içinde ticaretin olumsuz yönde etkilenmesine yol açmıştır.⁵ Bu nedenle, 1969 yılındaki Den Haag Zirvesinde, potansiyel bir Ekonomik ve Parasal Birlik (EMU) hakkında çalışma yapmak üzere bir komisyon kurulmuştur. Söz konusu komisyon,

² Md. 103, 104 ve 105.

³ Maddeler arasında belki de en önemlisi "her üye ülke döviz kuru politikasını ortak çıkarlar doğrultusunda belirler" maddesidir.

⁴ EMA – European Monetary Agreement. EMA, 1958-1972 yılları arasında yürürlükte kalmıştır. Anlaşma ile Avrupa paraları konvertibl hale gelmiş ve merkez bankalarının altın ve dolar üzerinden işlem yapmalarını kolaylaştırmıştır.

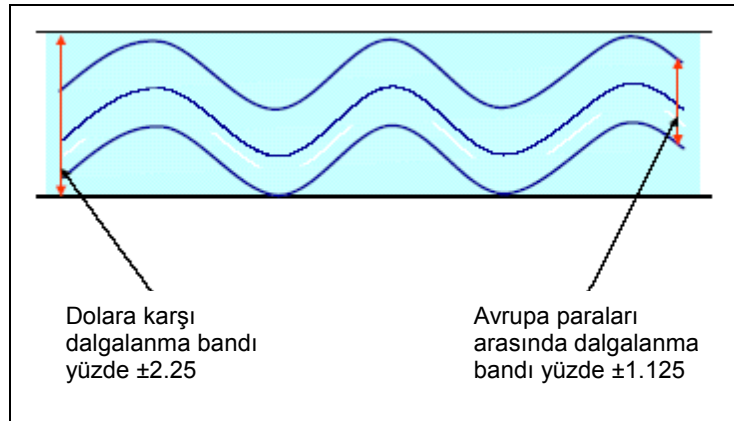
⁵ Örnek vermek gerekirse Fransa'da ücretlerin hızlı bir şekilde artması frank'ın devalüe edilmesi yönünde baskıları artırırken Alman ekonomisinin sürekli cari işlemler fazlası vererek hızlı büyüme oranları yakalaması Alman markının değer kazanmasına yol açmıştır.

1970 yılında Werner Raporu olarak da bilinen ve 1980 yılında bir parasal birliğin kurulmasını hedefleyen ayrıntılı bir rapor hazırlamıştır.

1.1.1. Werner Raporu

Werner Raporu, Parasal Birliğin üç aşamada oluşturulmasını öngörmüştür. Birinci aşamada, ülkelerin para ve maliye politikaları yakınsatılacak, döviz kurlarının dalgalandığı bantlar daraltılarak geri dönülemez olarak sabitlenecek; ikinci aşamada, döviz piyasalarında merkez bankaları tarafından gerekli olduğu hallerde ülke paralarının desteklenmesi amacıyla bir Avrupa Parasal İşbirliği Fonu⁶ oluşturulacak; üçüncü aşamada da bir Avrupa Merkez Bankası kurulacaktır (Artis ve Lee, 1997).

Parasal Birlik yolunda bir adım niteliğinde, Mart 1972’de, Avrupa paralarının dalgalanmalarını kendi içlerinde yüzde ± 1.125 ’lik bant (toplam yüzde 2.5), Avrupa paralarını da dolara karşı yüzde ± 2.25 ’lik bir bant (toplam yüzde 4.5) ile sınırlayan ‘yılan’ sistemine geçilmiştir (bkz. Şekil 1.1.). Ancak, kısa bir süre için kullanılan yılan sistemi döviz kuru piyasalarında yaşanmakta olan dengesizliği ortadan kaldırmakta fazla başarılı olmamıştır.



Şekil 1.1: (Tüneldeki) Yılan

Werner Raporu, enflasyonun AET’de⁷ o dönemde fazla farklılık göstermemesi ve bir sorun boyutunda olmaması nedeniyle enflasyon farklılıkları konusunu derinlemesine incelemeye gerek görmemiş, bununla

⁶ EMCF – European Monetary Cooperation Fund

⁷ Almanya, Fransa, İtalya, Hollanda, Belçika ve Lüksemburg

birlikte Bretton Woods sisteminin ve dolara karşı sabit döviz kurlarının da değişmeden kalacağını hesap etmiştir (Tsoukalis, 2001: s.141).

Werner Planının yürürlüğe girmesinin beklendiği 1973 yılında Bretton Woods Sisteminin ortadan kalkması ve Werner Planının, Bretton Woods sisteminin devamına dayanması, planı uygulanamaz kılmıştır. Bunun yanında, 1973/1974 dünya petrol krizinin de süreç üzerindeki olumsuz etkisi büyük olmuştur; 1970'lerin ortalarına gelindiğinde beş AET ülkesinde enflasyon çift haneli rakamlara çıkmakla kalmamış, yüzde 15'lere dahi gelmiştir. AET ülkeleri petrol krizinden farklı boyutlarda etkilenmişler ve bunun sonucunda daha önceleri benzer olan ekonomik politikalar hızla farklılaşmaya başlamıştır. Resesyona karşı mücadelenin ülkelerin önceliği haline gelmesiyle parasal bütünleşme çalışmalarından geçici olarak vazgeçilmiştir.

Werner Planının rafa kaldırılması, Topluluk ülkelerinin parasal birlik kurulması yönündeki hayallerini söndürmemiş, sadece daha ileri bir tarihe ertelenmesine neden olmuştur. Nitekim, ekonomilerin toparlamaya başlaması ile, 1979 yılında Avrupa Para Sisteminin kurulmasına yönelik bir program hazırlanmıştır.

1.2. Avrupa Para Sistemi (EMS), 1979 – 1998

Avrupa Para Sisteminin kurulması, aslında daha sıkı bir ekonomik entegrasyona doğru yol alan Avrupa'nın döviz kuru oynaklıklarını azaltarak, parasal sistemdeki dengesizliklerin giderilmesi yönündeki çabaların bir sonucudur. Bunun yanında, Ortak Pazarın istikrarlı bir hale getirilmesi, aynı zamanda Avrupa paralarının ABD dolarına karşı olan bağımlılığının en aza indirgenmesi ve doların oynaklığından meydana gelen dengesizliğin azaltılması, EMS'nin diğer hedefleri olmuştur.

Başlangıçta, döviz kurlarını birbirine sabitlemenin başarısına ve sistemin tümüne karşı büyük bir güvensizlik ve kuşku duyulmaktaydı. Bu nedenle, EMS'nin kurulması ile ilgili girişim daha çok siyasi çevrelerden

gelmiştir. 1973 yılında 9 üyeye⁸ çıkan AET’de ülkelerin enflasyonları yanında, ekonomik performansları arasındaki farklılıklar da dikkate alındığında, ekonomik açıdan bu tür bir girişimin aleyhine daha fazla sebep bulunmaktaydı.

EMS, yüksek enflasyonla boğuşan Fransa ve İtalya için döviz kurlarını Alman markına sabitleyerek daraltıcı para politikası izlemeleri ve sıkıntıyla boğuşan ekonomilerinin daha da daralması anlamına gelmekteydi. Almanya için ise Fransız frangının ve İtalyan liretinin marka bağlanması, Bundesbank’ın zayıf döviz kurlarını desteklemek suretiyle izlediği kararlı ve ciddi anti-enflasyonist politika için bir risk oluşturmaktaydı. Fakat burada siyasi amaçlar baskın gelmiş ve EMS Almanya’ya, Fransa ile ilişkilerini güçlendirmek için bir fırsat, Fransa’ya da frangi istikrara kavuşturmak, bu şekilde daha fazla değer kaybetmesini önleyerek, yüksek enflasyonu kontrol altına alabilme şansını vermekteydi. İtalya ve İrlanda için de benzer motivasyonlar geçerli olmuştur.

EMS’nin amaçlanan hedeflere ulaşabilmesi için ERM ile Avrupa Para Birimi (ECU) adı verilen iki araç ile donatılması kararlaştırılmıştır. ECU, Topluluğa dahil her ülkenin içerisinde belli bir ağırlığa sahip olduğu bir döviz kuru sepetiydi. Bunun yanı sıra ülkelerin, ECU’ya karşı bir de merkezi oranları bulunmaktaydı. ERM ise ülkelerin sahip oldukları ECU merkezi oranı etrafında kurlarının ECU’ya karşı dalgalanmalarını sınırlandıran bir mekanizmaydı. ERM’nin sadece topluluk paralarından oluşan ECU üzerine kurulmuş olması, dolar merkezli ‘yılan’ sisteminden ayıran belirgin bir özelliğidir.

EMS’de önemli bir yer tutan ECU, bir takım fonksiyonlara sahip olmuştur. Bunlar içinde en önemlisi ECU’nun sistemin simetrisi konusunda bir tür sapma göstergesi olmasıdır.⁹ Bunun dışında ECU’nun kambiyo mekanizmasında ve hem müdahale, hem de kredi mekanizması ile ilgili işlemlerde nümerer olarak kullanılması kararlaştırılmış ve ECU, Topluluk

⁸ İngiltere, İrlanda ve Danimarka 1973 yılında AET’nin ilk genişlemesi ile Topluluğa katılmışlardır.

⁹ Her AET ülkesinin parasının ECU’ya karşı dalgalanmasına izin verilen maksimum bandın yüzde 75’i bir sapma eşiği olarak belirlenmiştir. Özetle bandın yüzde 75’ine ulaşan bir kur (yüzde ± 1.7) kur müdahalesini gerekli kılmaktaydı (ayrıntılı bilgi için bkz. Aktan (1983)).

para otoriteleri arasında bir ödeme aracı olarak kabul edilmiştir (Aktan, 1983: s.122).

1.2.1. Döviz Kuru Mekanizması (ERM)

Topluluğun para birimleri arasındaki farklılıkların azaltılması amacıyla oluşturulan ERM, sabit fakat ayarlanabilir bir kur sistemiydi. ERM, birincisi tamamıyla Avrupalı olması, ne dolara ne de altına dayanmaması; ikincisi, özünde simetrik olarak planlanmış olması (Bretton Woods sisteminde Amerikan dolarının oynadığı rolün tersine ERM’de hiçbir para özel bir rol oynamamaktaydı); ve üçüncüsü, bantlar arasında döviz kurunun tamamen taraf ülkelerce korunması, bu sayede güçlü ve kolektif bir bağ oluşturularak çok yönlü ve sınırsız müdahalelerin yapılabilmesine olanak sağlanması gibi bir takım değişik özelliklere sahip olmuştur (Ledesma-Rodríguez ve diğ., 2004).

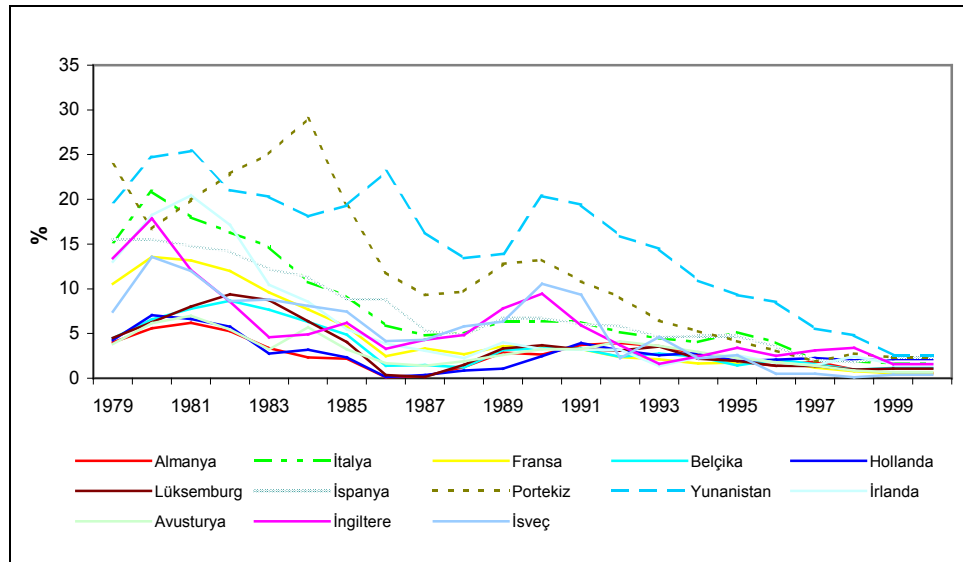
ERM’de bant sınırlarına yaklaşıldığında, merkez bankalarının, döviz kurunu belirlenen bant aralığında tutabilmek için müdahale etme zorunlulukları bulunmaktaydı. Ülkeler istedikleri durumda bantları zorlamadan da müdahale etme imkanına sahiptiler. Bunun için ise, diğer üyelerin paralarına ihtiyaçları bulunmaktaydı. Bu amaçla merkez bankaları arasında bir kredi sistemi oluşturulmuştur.

1987 yılına kadar bantlararası müdahaleler için ERM üyeleri dolar kullanmışlardır. Örneğin, Fransa frangın değer kaybetmesini engellemek istediğinde mark yerine dolar satıp yerine frank satın almaktaydı. Pratikte bu, kur tavan orana yaklaştığında satmak, tabana düştüğünde ise almak anlamına gelmekteydi. Taban noktasına gelindiğinde sıkıntıdaki bir ülkeye kısa dönemli destek vermek için çeşitli kredi mekanizmaları oluşturulmuştur.

Bir döviz kuru çok uzun süre tavan veya tabanda kalmaya devam edecek olursa, veya eğilim sürekli o yönde ise, bu, kurun tekrar belirlenmesi yönündeki ilk işaret olarak algılanmaktaydı. Ülkeler merkezi oranlarını sadece diğer üyelere danışarak değiştirebilmekteydiler. Buna yeniden ayarlama (realignment) adı verilmiştir. Bu tür bir durumla karşılaşıldığında AT

Maliye Bakanları Brüksel’de, genellikle piyasaların işlem yapmadığı hafta sonunda bir araya gelerek yeniden ayarlamayı gerçekleştirmekteydiler. Bu işlem, sıkıntı yaşayan ülke kurunun basit bir şekilde sadece aşağı veya yukarı hareket ettirilmesinden ibaret olmayıp, diğer paraların değerlerinde de düzeltmelerin yapıldığı bir takım küçük çaplı oynamalar için fırsat olarak görülmekteydi.

ERM’ye işin başında sadece sekiz ülke katılmış, İngiltere sistemin kurulduğu Mart 1979 tarihinde geçici olarak sistemin dışında kalmayı tercih etmiştir. AET’nin ikinci ve üçüncü genişleme dalgası¹⁰ sonrasında Yunanistan, İspanya ve Portekiz de Topluluğa katıldıklarında sisteme dahil olmak için hazır olmadıklarını hissetmişler, İspanya 1989 yılı ortasında, İngiltere 1990 yılı sonlarında sisteme dahil olmuştur. Portekiz’in 1992 Nisan’ında sisteme dahil olmasıyla sistemin dışında bir tek Yunanistan kalmıştır. ERM içinde her ülkenin döviz kuru ECU’ya karşı belirlenen merkezi kurun etrafında yüzde ± 2.25 ’lik bir marj ile dalgalanabilirken, makro ekonomik etkenler yüzünden kur üzerindeki baskının daha yoğun olduğu İtalyan liretine uygulanan yüzde ± 6 ’lık dalgalanma marjının İspanyol pesetası için de uygulanması kararlaştırılmıştır.



Şekil 1.2: AT’de Enflasyon Oranları

Kaynak: AMECO

¹⁰ Yunanistan 1981, İspanya ve Portekiz 1986 yılında Topluluğa üye olmuştur.

İşin özünde, ERM sayesinde ani ve sık yapılan rekabetçi devalüasyonların önüne geçilmiş, sistemdeki para birimleri birbirlerine karşı daha az oynak hale gelmiştir. Bu durum, ilk kurulduğunda sisteme dahil olmadığı halde, sterlinde de görülmüştür. ERM'nin döviz kurlarını daha az oynak bir hale getirmesi, ekonomiler arasındaki yakınsamanın artması ve sistemdeki disiplin gibi faktörlerin sayesinde, 1980'lerin başında tüm katılımcı ülkelerde enflasyon oranları önemli ölçüde azalmıştır.¹¹ Ortalama olarak, enflasyon 1980'de yüzde 12'den, 1985'te yüzde 5'e gerilerken, ülkeler arasındaki ortalama enflasyon farkı da 6.2 puandan, 2.8 puana düşmüştür (bkz. Şekil 1.2.).

AT'nin dışında kalan ülkeler de ERM'nin sağladığı faydanın farkına varmışlar ve kendi ekonomi politikaları için daha sıkı bir kılavuz oluşturmuşlardır. Örneğin, Topluluk üyesi olmamalarına rağmen, İsveç, Norveç ve Finlandiya, 1990 sonu ve 1991 başında kendi paralarını ECU'ya karşı sabitlemişlerdir.

1.2.1.1. Sistemdeki Çarpıklıklar (Asimetri-Simetri Sorunu)

Dolara bağlılığı nedeniyle asimetric bir yapıya sahip olan yılan sisteminin aksine, EMS'nin hedeflerinden biri daha simetric bir sistemin oluşturulması olmuştur. Asimetric veya hegemonik bir sistemde, sistemdeki para stokunun çıpalanması hedeftir ve lider (hegemon) ülke, kendi para politikasını (para stokunu) bağımsız olarak belirleyebilmektedir.

EMS'nin simetric şekilde tasarlanmasına rağmen, ortak bir para politikası uygulanmamasına bağlı olarak döviz kurları sabit tutulamadığında, sistem de simetric olamamaktadır.

Sistem şu şekilde çalışmaktadır: Çevre ülkeler (periphery) enflasyonla mücadelelerindeki başarısız performansları nedeniyle paralarını

¹¹ ERM ile enflasyonun düşmesi arasındaki bağlantıyı anlayabilmek için, sistemin dezenflasyonist etkisinden söz etmekte fayda vardır. Bir ülke sisteme katılmak istediğinde ilk olarak, katılımın getireceği maliyetlere karşın sağladığı kredibilite ile beklenti kanallarını çalıştırmak yoluyla kamuoyunun enflasyon beklentilerinde azalma meydana gelmektedir. Beklentilerin azalması karşısında, sendikaların ve ücret belirleyenlerin kararları şekillenmekte ve ücret artışı (zam vb.) isteklerinin azalmasına yol açmaktadır. Aynı şekilde sistem, mali piyasaların hükümetlerin tutarlı politikalar izleme konusundaki niyeti hakkında daha kolay ikna olmasını sağlamakta, bu da borçlanma araçları üzerindeki risk priminin düşmesine yol açmaktadır. Sonuçta sistem (orta vadede), dezenflasyonun maliyetini önemli ölçüde azaltmaktadır.

Alman markına sabitlemekte, bunun sonucunda da Bundesbank, söz konusu ülkelerin dolaylı olarak para politikasını oluşturmaktadır.

Simetrik veya işbirliği sisteminde ise faiz oranları ve para stokları ortaklaşa belirlenmektedir. Ancak, döviz kuruna müdahale gerektiren spekülasyon krizlerle karşılaşıldığında simetrik sistem çok etkili olmamaktadır. Böyle bir durumda, lider ülke faiz oranlarını düşürerek para stokunun artmasını istememektedir. Bunun sonucunda da zayıf kur(lar) parasal ayarlamaların tümünü tek başına üstlenmek zorunda kalmaktadır (De Grauwe, 2003: s.120).

Asimetrik bir sistemin önemli bir avantajı, çevre ülkeler üzerine yoğun disiplin uygulamasıdır. Olumsuz özelliği de eşzamanlı (senkronize) olmayan iş döngülerinin (business cycle) para piyasalarını etkileyerek onları verimsiz kılmasıdır. Bunun yanısıra, para politikası ile çelişmesi ihtimali de bulunmaktadır.

Simetrik bir sistemin varlığı N-1 problemi de denilen bir sorun ile çatışmaktadır. N-1 problemi, sabit döviz kuru sisteminde uzun dönemde sadece bir ülkenin kendi para politikasını bağımsız belirleyebileceği ve bunun diğer ülkelerin fiyat seviyesi ve para arzları için çığır açacağını ifade etmektedir (Giavazzi ve Giovannini, 1989: s.63). Tıpkı Bretton Woods sisteminde doların kur çıpası olması gibi Alman markı da sistem içinde çıpalanan kur olmuş ve kendi başına hareket edebilen tek ERM üyesi Almanya olmuştur.

Sonuç itibariyle, Topluluk ülkelerinin kurlarını Alman markına sabitlemeleri dezenflasyon sürecine yardımcı olmuş, ancak sistemdeki asimetri 1992/93 krizine yol açan sebeplerden biri olmuştur. Asimetrik bir sistemden kurtulmanın tek çözümünün ortak bir Avrupa para politikasının oluşturulmasından geçtiği daha sonradan belli olmuştur.

1.2.1.2. 1992/93 ERM I Krizi

EMS'nin baskı altında olduğu aslında 1989 yılında anlaşılmaya başlanmıştır. Yakınsayan enflasyon oranlarının 1988 yılından itibaren tekrar

farklılık göstermeye başlaması ve bunların düzelmesi yönünde herhangi bir belirti olmaması nedeniyle, Bundesbank markın değer kazanacağı yönünde uyarıda bulunmuştur. 1990'ın sonunda iki Almanya'nın da birleşmesi ile bağlantılı olarak Bundesbank bu sefer daha ciddi bir uyarı yapma ihtiyacını hissetmiştir. Bundesbank'a göre, Doğu Almanya'nın Batıya katılmasının ülkede faiz oranlarını artıracığı ve cari işlemler fazlasının azalarak, zamanla açık vermeye başlayacağı artık neredeyse kesindi.

Bundesbank haklı çıkmış ve Doğu ve Batı Almanya arasında parasal birliğin kurulması (Doğu Almanya'nın Batı Almanya ekonomisine dahil edilmesi) Almanya'ya giren sermaye miktarını artırmış ve diğer etkenlerin de paralelinde Alman markında değerlenme söz konusu olmuştur. (Neumann ve Von Hagen, 1992). Diğer taraftan, Wyplosz ve Eichengreen (1993) ve Branson (1994) birleşmenin Almanya'da toplam talebin artmasına yol açtığını ve ürün piyasalarında dengenin yeniden sağlanabilmesi için reel anlamda markın değer kazanması gerektiğine işaret etmişlerdir. Ancak, Fransa'nın karşı olması nedeniyle, Bundesbank'ın markın değer kazanmasına izin ver(e)memesi, fiyat artışları şeklinde piyasaya yansımıştır.

Enflasyon konusundaki hassasiyeti ile ün kazanmış Bundesbank, enflasyon artışına sıkı bir para politikası izleyerek tepki vermiştir. Döviz kurunda (markın değerinde) düzeltme yapılamaması nedeniyle uygulanmak zorunda kalınan yüksek faiz oranları ise, dezenflasyonun diğer EMS ülkelerine de yayılmasına yol açmıştır.

Alman ekonomisinin birleşmenin getirdiği sıkıntılarla uğraştığı bir sırada, 1991 Aralık ayında, Topluluk ülkeleri Ekonomik ve Parasal Birliğin kurulmasına ilişkin süreci başlatmışlardır (bkz. Bölüm 1.3. Ekonomik ve Parasal Birlik (EMU)).

EMU projesinin temel dayanakları (Werner Planında olduğu gibi) aşamalı olarak kurumsal gelişimin tamamlanması, giriş şartları ve sabit döviz kurlarına bağlılık olarak belirlenmiştir (Fratanni ve diğ., 1992). Geçiş sürecinden ibaret olan ve önem taşıyan ikinci aşama, 1 Ocak 1994 tarihinde başlayacak ve giriş şartlarını yerine getirebilecek üye devletler için 1 Ocak

1999 tarihine kadar devam edecektir (bkz. Tablo 1.2. EMU ve Euronun Aşamaları).

Ancak, belirlenen geçiş döneminin uzunluğu ve son aşamadan önce büyük asimetrik şokların¹² oluşabilmesi, yeni EMS'nin kredibilitesini işin daha başında azaltmıştır. Ayrıca, EMU üyeliği için getirilen giriş koşulları (Maastricht Kriterleri) bir takım sebeplerden ötürü¹³ üye ülkelere kredibl gözükmemiştir. Bunların başında, koşulların uygulanması durumunda Avrupa'da bir durgunluğun yaşanabileceği (Buiter ve diğ., 1993), veya hükümetler tarafından katı bir şekilde uygulanmalarının sağlanamayacağı gibi nedenler gelmektedir (Fратиanni ve Artis, 1997: s.23).

Avrupa'da ortak karar alma konusunda yaşanan sorunlar, EMU projesinin başarısını etkilemiştir. Maastricht Antlaşmasının onay sürecinin zorlu ve sıkıntılı geçmesi (hatta Danimarka'nın Antlaşmayı onaylamaması), Antlaşmanın daha işin başında sorgulanmasına neden olmuş ve bu tür siyasi gelişmeler piyasaları olumsuz etkilemiştir.

Bu sıralarda bazı üye ülkelerde resesyon sıkıntısı, sabit döviz kuruna bağlılığın kalıcı ve fazla itibarlı olamayacağını göstermeye başlamıştır. 28 Ağustos 1992'de İtalyan lireti, Banca d'Italia'nın rezervlerindeki azalma ve kamu maliyesindeki bozulma nedeniyle ERM bandının alt çizgisine düşmüştür (IMF, 1993: s.2). Bundesbank'ın 11 Eylül haftası yüklü miktarda¹⁴ İtalyan lireti satın almasına rağmen, lirt ERM tabanının altında kalmayı sürdürmüş ve 13 Eylül tarihinde yüzde 7 oranında devalüe edilmiştir. Devalüasyona rağmen spekülörlerin lirete yüklenmesi sürmüştür. Spekülörler daha sonra makul olmayan, aşırı değerli bir merkezi oran ile sisteme giren İngiliz sterlinine yönelmiştir. Ancak, İngiliz hükümetinin devalüasyon yapılmasına karşı çıkması, ERM'deki durumu kötüleştirmiştir. 16 Eylül'de Bank of England, minimum borçlanma oranını yüzde 10'dan yüzde 12'ye yükseltmiştir. Bunun yeterli olmaması nedeniyle, söz konusu oranın yüzde 15'e yükseltilmesi öngörüldüyse de bu gerçekleşmemiş, İtalyan

¹² Asimetrik şok, özellikle parasal veya ekonomik birlik içerisindeki ülkelerin gelişmeler karşısında farklı biçimde etkilenmelerini ifade etmektedir. Örneğin, bir ülke hızlı bir ekonomik büyüme veya canlanma yaşarken diğer bir ülkenin durgunluk hatta resesyon yaşamaması.

¹³ bkz. Dyson ve Featherstone (1999), Feldstein (1997).

¹⁴ Yaklaşık 24 milyar DM.

lireti ve İngiliz sterlini ERM'yi terk etmek zorunda kalmışlardır (Fратиanni ve Artis, 1997).

Faiz oranları arasındaki farklılıkların Mayıs 1992 sonunda hızlı bir biçimde yükselerek 7 puanı aşması, sıkıntının boyutu hakkında fikir vermektedir (Fратиanni ve Artis, 1997). 1992 yılı boyunca finansal piyasaların döviz kuru uygulamasının sürdürülebileceğine olan inançlarındaki azalmaya bağlı olarak sisteme yönelik spekülasyon ataklarının yoğunlaşması bunun bir göstergesidir.

Kriz sorumlusu olarak spekülasyon güçlerinin sabit döviz kuru sisteminin başarısını etkileyen uzun-dönemli temellerin önüne geçmesi gösterilse de, bazı çalışmalar¹⁵ kurlardaki spekülasyon hareketlerinin krize yol açan temel sebep olmadığını, bunların, sadece, zaten çıkacak olan bir krizi daha erken bir tarihte aldığını savunmaktadır.

1992 ortasında AB'nin siyasi birlik kimliğine kavuşturulabilmesi için ortak isteğin kaybolması ve aynı şekilde bir parasal birliğin kurulması konusundaki isteğin zayıflaması da ERM krizinde etkili olmuştur. Böyle bir noktada, dikkatler doğal olarak tamamlanmamış bir parasal birliği oluşturan sabit döviz kuru rejimlerine çevrilmiş ve spekülasyonlulara, en zayıf temele sahip para birimlerini seçip beğenmek kalmıştır.

De Grauwe (1994), ERM'nin çöküşünü işin temeline inerek açıklamaktadır. De Grauwe'ye göre Maastricht Antlaşmasının neredeyse bir tür zorlamayla ülkelerin onayından geçmesi, piyasalara, ne Almanya'nın diğer ülkelere yardım edebilmek için para politikasında bir değişikliğe gideceğini, ne de diğer ülkelerin Almanya'nın para politikasını sonsuza kadar takip edecekleri sinyallerini vermiştir. Sistemdeki dayanışma çelişkili bir hale gelince de, geriye spekülasyonlulara kur düzeltilmesinin yapılacağı tarihi tahmin etmek kalmıştır. Burada asıl kriz tetikleyicisi ise yetkililerin işsizlik ya da enflasyon arasında bir tercih yapmalarını zorunlu hale getiren resesyon olmuştur (Fратиanni ve Artis, 1997).

¹⁵ bkz. Begg ve diğerleri (2003)

ERM I krizinde etkisi olduğu söylenen spekülätör George Soros, krizden sonra yapmış olduğu bir açıklamada kriz sorumlusu olarak İngiltere'nin ERM'ye giriş zamanlamasını göstermiştir. Soros, yeni birleşmiş Almanya'nın ekonomik bir patlamayla karşı karşıya olduğu o dönemde, İngiltere'de durgunluğun had safhaya ulaşması ve kur seviyesinin sürdürülemez hale gelmesi, buna karşın İngiliz Hükümetinin yeniden bir kur ayarlamasına karşı direnmesinin kendisi gibi spekülätörlere büyük ve net karlar kazandırdığını belirtmiştir (Fратиanni ve Artis, 1997).

Özetle, kriz öncesi yetkililer, sabit bir döviz kuru uygulamasının kredibilitesini korumak uğruna ekonomik canlanmadan vazgeçmek gibi bir taviz vermek istememişlerdir. Ekonomik durgunluk ise daha baskın gelmiştir (Fратиanni ve Artis, 1997).

1.2.1.3. Kriz Sonrası Yeniden Yapılandırma

1992/93 krizinin yarattığı kısır döngünün aşılması ve sistem üzerindeki baskının kalkması için iki seçenek bulunmaktaydı. Bunlardan birincisi, Alman faiz oranlarının önemli ölçüde indirilmesi, diğeri Alman markının diğeri para birimlerine karşı değerinin tekrar belirlenmesiydi. İki seçeneğin de kabul görmemesiyle ERM kurallarında ciddi bir değişime gidilmesi kararlaştırılmış ve Ağustos 1993'te yüzde ± 2.25 'lik bantlar yüzde ± 15 'e genişletilmiştir. Bantların genişletilmesi piyasanın savaşı kazandığını göstergesi olmuştur. Piyasalar daha güçlü bir hale geldikleri için kazanmışlar ve hükümetler de sistem içinde kendi tasarlamış oldukları esneklikten faydalanamamışlardır (Tsoukalis, 2001: s.160).

ERM I'deki kriz, sistem ne kadar yeniden yapılandırılırsa yapılandırılınsın, parasal ve mali otoriteler arasında daha fazla işbirliği yapılması gerektiğini öğretmiştir. Neticede, bantların genişletilmesi, spekülasyonu daha pahalı bir hale getirmiş, spekülatif baskıyı azaltmış ve tek yönlü bahisleri, çift yönlü risklere çevirmiştir (De Macedo ve Reisen, 2003: s.9).

Bantların genişletilmesinden sonra Almanya'nın kısa dönemli faiz oranlarında kademeli olarak indirime gitmesi, Avrupa'daki makro ekonomik ortamdaki iyileşmeyi desteklemiştir. Ayrıca, politikaların yakınsatılmasıyla birlikte döviz piyasalarında istikrar tekrar tahsis edilmiştir. Enflasyon düşerek yakınsamasını sürdürmüş ve ERM I bünyesindeki birçok kurda dalgalanma azalarak eski dar bantları arasına dönmüştür. Bununla birlikte İspanya ve Portekiz'in Mart 1995'te yeni kur ayarlamasına gitmeleri, sisteme kazandırılan esnekliğin gerekli olduğunu göstermiştir.

1.2.1.4. ERM I'in Değerlendirilmesi

ERM'nin Topluluk içinde döviz kurları arasındaki dalgalanmayı en aza indirerek, 1970'lerin sonlarında başlayan istikrarsızlığı giderme yolunda aslında etkili olduğu görülmektedir (De Grauwe, 2003: s.128).

ERM'nin genel anlamdaki başarısının arkasında iki temel sebep bulunmaktadır. Yüzde ± 2.25 'lik bant, sistemin bir çeşit otomatik dengeleyicisi görevini görmüştür. Küçük miktarlarda da olsa, yüksek enflasyona sahip ülkeler merkezi paritelerini düzenli olarak değiştirebilmişler, ayarlanan yeni kur ise, önceden belirlenen sınırlar içinde kalmıştır. Bu şekilde spekülasyon hareketleri önemli ölçüde azaltılabilmektedir. ERM'li EMS bu şekilde, kendisinden önceki Bretton Woods sisteminden ayrılmaktadır (Bretton Woods sistemi yüzde ± 1 dalgalanma marjına sahip olduğundan spekülasyon için daha kolay bir hedef teşkil etmiştir). EMS'de spekülasyon, daha çok birinci aşamada, ülkeler arasındaki enflasyon farkının yüksek olduğu dönemde görülmüştür (bkz. Tablo 1.1.). Bu dönemde spekülasyon daha çok yeniden ayarlama yapılması gerekli olan para birimlerini hedef almışlardır (ör: Fransız fransı). ERM'nin kur oynaklıklarını önleyici yönü, üye ülkelerin kur ayarlamaları yapmaktan vazgeçip sistemi çok katı bir hale getirdikleri 1987 yılında, çalışmamaya başlamıştır. Burada en büyük etken, spekülasyon problemlerinin önemli bir risk haline gelmesidir.

ERM'yi krizden önce istikrarlı kılan ikinci özelliği de, Topluluk genelinde sermaye hareketlerinin henüz serbestleştirilmemiş olmasıdır. Bu, özellikle bir para birimini hedef almak için kullanılacak sermaye miktarını

önemli ölçüde kısıtlamıştır. Daha sonraki dönemde, Ortak Pazar uygulamasının başlaması ve bunun bir sonucu olarak 1980'li yılların sonunda Topluluk genelinde sermaye hareketlerini serbestleştirme zorunluluğu, EMS içinde finansal krizlerin oluşma riskini artırmıştır. Bu açıdan bakıldığında, sabit döviz kuru rejimi olarak ERM, Topluluk ülkeleri için uzun dönemli sağlam ve istikrarlı bir ortam yaratmakta başarısız olmuştur (De Grauwe, 2003: s.120). Tecrübeler, her sabit döviz kurunun, eninde sonunda, spekülasyon atakları neticesinde denge noktasından uzaklaştığını ve istikrarsız hale dönüştüğünü göstermiştir. EMS için de 1992/93 krizi bu teoremin bir kanıtıdır.

TABLO 1.1. AŞAMALAR HALİNDE EMS

Birinci aşama, 1979 yılında, EMS'nin oluşturulmasıyla başlamış ve 1983 yılının Mart ayına kadar devam etmiştir. Daha çok üye ülkeler arasındaki enflasyon farklılıkları yüzünden kur ayarlamalarının süreklilik arz ettiği bir dönem olmuştur.

İkinci aşama, yaklaşık dört yıl sürmüştür ve 1987 yılı Ocak ayında son bulmuştur. Daha az kur ayarlamalarının gerçekleştiği ve konsolidasyon adı verilen bu güçlenme döneminde üye ülkeler arasındaki enflasyon yakınsaması belirgin oranda artmıştır.

Üçüncü aşama, Eylül 1987'de, kur müdahaleleri ile faiz aracının daha fazla kullanılmasını şart koşan ve kur ayarlamalarını zorunlu olmadıkça engelleyen katı Basel-Nyborg anlaşmasının imzalanması ile başlamıştır. Döviz kurları oldukça sabit hale gelmiş ve Ocak 1990'da İtalyan lirasının devalüe edilmesi haricinde kur ayarlaması gerçekleşmemiştir. Enflasyon oranları arasındaki farklılıklar sürse de yakınsama hızla devam etmiştir. 1990 yılında sermaye hareketlerinin serbest dolaşımını engelleyen sınırlamalar da kaldırılmıştır. Aynı yıl Almanya'nın birleşmesi, birleşme nedeniyle hızlı bir şekilde artan bütçe açıklarının enflasyonist etki yaratmadan dengelenmesi faiz oranlarının artırılmasını gerektirmiştir. Buna karşın diğer ülkelerin resesyonda olmaları ve daha gevşek bir para politikasına ihtiyaç duymaları nedeniyle EMS, klasik N-1 problemiyle yüzleşmek zorunda kalmıştır. Bu dönem 1992/93'teki döviz kuru kriziyle sona ermiştir.

Dördüncü ve son aşama, krizden sonra başlayıp 1999 yılında EMU döneminin başlamasıyla son bulmuştur. Bu dönemde ERM'nin yaşatılabilmesi için, dalgalanma bantları yüzde ± 2.25 'ten yüzde ± 15 'e genişletilmiştir. Bu sayede 1992/93 krizine rağmen sistemin devam etmesi sağlanabilmiştir. Fakat, birçok ülke krize ve bantların genişletilmesine rağmen para birimlerini dar bant (yüzde ± 2.25) içinde tutmayı sürdürmüş, bu şekilde kendilerini Euro'ya geçişe hazırlamışlardır.

Tamamlanmamış bir parasal birlik¹⁶ olarak da tanımlanan EMS, Avrupa'da ileri düzeyde entegrasyon sonucunda parasal istikrarı gerekli hale getirmiştir. Blok dalgalanmasının beklenmedik yan etkilerinin bulunması, sermaye hareketlerinin artmasıyla sabit döviz kurlarının daha incinebilir bir hale gelmesi ve bu bağlamda EMS içinde döviz kurlarının istendiği gibi istikrarlı bir yapıya kavuşmaması, AB ülkelerini Parasal Birliğin kurulmasına iten sebeplerden biri olmuştur (De Grauwe, 2003: s.120). Buna rağmen, EMS sonrasında çizilen programlar EMS çerçevesi üzerine oturmaya devam etmiştir.

1.3. Ekonomik ve Parasal Birlik (EMU)

Werner Raporundan sonra ertelenen ancak AB'nin bir hedefi olarak kalmaya devam eden parasal birliğin kurulması yönündeki ilk somut adım, EMS'nin devam ettiği bir sırada, Haziran 1988'de Hannover Zirvesinde atılmış ve kurulan Delors Komitesi, EMU'nun oluşturulması yönünde üç aşamalı bir plan hazırlamıştır. EMU süreci, 1990 yılında başlatılmış ve süreç için öngörülen aşamalar, 7 Şubat 1992 tarihinde Hollanda'nın Maastricht şehrinde imzalanan 'AB Antlaşması' ile hukuki bir temel üzerine oturtulmuştur.¹⁷

1.3.1. EMU ve Aşamaları

EMU'nun kurulması yönündeki birinci aşamada, ekonomik ve parasal alanda işbirliği ve eşgüdüm sağlanması, EMS'nin ve ECU'nun güçlendirilmesi ile ulusal politikaların yakınsaması hedeflenerek, çok yönlü bir gözetim mekanizmasının¹⁸ oluşturulması kararlaştırılmıştır (bkz. Tablo 1.2.).

İkinci aşamada, EMU'nun gerçekleştirilmesi için kurumsal ve işlevsel kurallar belirlenmiş, aynı zamanda belli konularda karar verme yetkileri ulusal hükümetlerden alınıp Avrupa Komisyonuna devredilmiştir. İkinci aşamanın belki de en önemli özelliği, Avrupa Merkez Bankaları

¹⁶ incomplete monetary union

¹⁷ EMU'nun Kronolojisi için bkz. Tablo 1.3.

¹⁸ Multilateral Surveillance Procedure

Sisteminin (European System of Central Banks - ESCB) kurulması olmuştur. ESCB, para politikası ve döviz kuru politikaları konusunda zamanla bağımsızlığını artırmıştır. Bu aşamada, ulusal merkez bankaları karar verme konusundaki son yetkiye sahip olmaya devam etmiş olsalar da Avrupa Merkez Bankasına (ECB) yetki devrine ilişkin hazırlıklar hızlandırılmıştır. Merkez bankalarının kamu kesimini finanse etmelerinin yasaklanması, kamu kesiminin mali kurumlara ayrıcalıklı erişiminin kaldırılması gibi önlemler de yine ikinci aşamada alınmıştır. 1996 Dublin Zirvesinde kurulması kararlaştırılan ve EMU ülkelerinin kamu açıklarını sınırlandıran 'Büyüme ve İstikrar Paketi' gereğince aşırı bütçe açıklarının önlenmesine de başlanmıştır.¹⁹

Üçüncü ve son aşamada, döviz kurları geri dönülemez olarak sabitlenmiş ve ortak para politikası uygulanabilmesi için karar yetkileri ulusal merkez bankalarından alınarak ECB'ye devredilmiştir. 1 Ocak 1999'da, Euro'nun kaydi para olarak kullanılmasıyla başlayan bu aşama, 1 Ocak 2002'de Euro'nun tedavüle girmesiyle birlikte son bulmuştur (Leonard, 2000).

TABLO 1.2. EMU VE EURONUN AŞAMALARI

<p><u>1. Aşama (1.7.1990-31.12.1993)</u></p> <ul style="list-style-type: none">- Sermaye hareketlerine ilişkin tüm kısıtlamaların kaldırılması,- Üye ülkelerin ekonomi politikalarının birbirlerine yakınlaştırılması,- Fiyat ve döviz kuru istikrarının sağlanması, <p><u>2. Aşama (1.1.1994-1.1.1999)</u></p> <ul style="list-style-type: none">- Üye ülkelerin para politikalarının birbirlerine yakınlaştırılması,- Avrupa Para Enstitüsünün (EMI) kurulması,- Merkez bankalarının kamu kesimini finanse etmelerinin yasaklanması,- Kamu kesiminin mali kurumlara ayrıcalıklı erişiminin kaldırılması,- Aşırı kamu kesimi açıklarının önlenmesi, <p><u>3. Aşama (1.1.1999 - 1.1.2002)</u></p> <ul style="list-style-type: none">- Avrupa Para Enstitüsünün (EMI) yerini Avrupa Merkez Bankasına bırakması,- Ekonomik ve Parasal Birliğe katılan ülkelerin döviz kurlarının birbirlerine ve euroya karşı geri dönülemez şekilde sabitlenmeleri,- Para politikası konusunda sorumluluğun üye ülkelerce ECB'ye devredilmesi.

Kaynak: ECB (2001). The Monetary Policy of the ECB. Frankfurt, s.128 ve <http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/s01010.htm>

¹⁹ Büyüme ve İstikrar Paketi kurallarına göre kamu açığı GSYİH'nin yüzde 3'ünü aşan ülkelere para cezası uygulanması kararlaştırılmıştır (ancak bugüne bu sınırı aşan ülkelere herhangi bir ceza verilmemiştir).

1.3.2. Katılım Kriterleri

Birlik üyesi ülkelerin EMU'ya dahil olabilmeleri için yerine getirmeleri gerekli olan kriterler de parasal birliğin kurulmasını kararlaştıran Maastricht zirvesinde belirlenmiştir. Maastricht Kriterleri adı verilen bu kriterlere aşağıda değinilmiştir (Avrupa Komisyonu, 1991);

1-Enflasyon: Toplulukta en düşük enflasyona (Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi – HICP) sahip üç ülkenin yıllık enflasyon oranları ortalaması ile üye ülke arasındaki yıllık ortalama enflasyon oranı farkı 1,5 puanı geçmeyecektir.

2-Kamu Kesimi Açığı: Üye ülkenin kamu kesimi açıklarının ülke GSYİH'sına oranı yüzde 3'den fazla olmayacaktır.

3-Kamu Borçları: Üye ülke kamu borçlarının GSYİH'sına oranı yüzde 60'ı geçmeyecektir (üzerindeyse de istikrarlı bir biçimde azalış eğiliminde olacaktır).

4-Faiz Oranları: Herhangi bir üye devletin uzun dönem faiz oranları ortalaması en düşük enflasyon oranına sahip üç üyenin uzun dönemli faiz ortalamasını 2 puandan fazla geçmeyecektir.

5-Döviz Kuru İstikrarı: Üye devletlerin paraları son iki yılda devalüe edilmemiş olup, döviz kuru mekanizması (ERM) içinde euroya karşı belirlenen merkezi kura dalgalanma bantları içinde bağlı bulunacaktır.

ERM üyeliğine ilişkin kriter, döviz kuru istikrarı altında, son kriter olarak yer almaktadır.

TABLO 1.3. EMU'NUN KRONOLOJİSİ

Aralık 1969	: Den Haag Avrupa Konseyi Zirvesi - Werner Komitesinin oluşturulması
Ekim 1970	: Werner Komitesinin EMU Raporu
Mart 1971	: Konseyin 1980'de EMU'nun kurulmasına ilişkin kararı
Mart 1972	: AT döviz kurlarını dar bir bant içinde sarmalayan "yılan"ın oluşturulması
1973/1974	: Bretton Woods Sisteminin sona ermesi ve dünya petrol krizi
Mart 1979	: EMS'nin başlaması
Şubat 1986	: Ortak Pazarı 1992'de tamamlayacak olan Tek Avrupa Senedinin imzalanması
Haziran 1988	: Hannover Avrupa Konseyi Zirvesi - Delors Komitesinin oluşturulması
Nisan 1989	: Delors Komitesinin EMU Raporu
Haziran 1989	: Madrid Avrupa Konseyi Zirvesi, Delors Raporunun kabulü ve EMU'nun ilk aşamasının 1 Temmuz 1990'da başlaması kararı
Temmuz 1990	: EMU'nun I. aşamasının başlaması
Aralık 1991	: Maastricht Avrupa Konseyi Zirvesi - Avrupa Birliği Antlaşmasının imzalanması ve EMU'ya katılım kriterlerinin belirlenmesi
Haziran 1992	: Danimarka'nın Maastricht Antlaşmasını onaylamaması
Eylül 1992	: ERM I Krizi ve İngiltere ile İtalya'nın EMS'den çıkmaları
Ağustos 1993	: EMS dalgalanma bantlarının yüzde $\pm 2,25$ 'ten ± 15 'e genişletilmesi
Ocak 1994	: EMU'nun II. aşamasının başlaması
Haziran 1996	: Dublin Avrupa Konseyi Zirvesi - İstikrar ve Büyüme Paketi ile ERM II'nin oluşturulmasının kararlaştırılması
Mart 1998	: Yunanistan'ın ERM'ye girmesi
Ocak 1999	: EMU'nun III. aşamasının başlaması, Euro'nun kaydi para olarak kullanılması
Ocak 2001	: Yunanistan'ın Euroalanına katılması
Ocak 2002	: Euro'nun fiziksel olarak dolaşıma girmesi

Kaynak: Avrupa Komisyonu. Chronology of EMU ve <http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/l25007.htm>

İKİNCİ BÖLÜM

ERM II: TEKNİK ÖZELLİKLERİ

1999 yılında, EMU'nun başlamasıyla EMS sona ermiş, ECU'nun da Euro'ya dönüşmesiyle ERM I yerini ERM II'ye bırakmıştır. Eski üyelere Yunanistan ERM II üyesi olmuş ve sistemde iki yılını tamamlayarak EMU'ya girmiştir (bkz. Bölüm 2.2.5. İlk ERM II Deneyimi: Yunanistan). Danimarka yüzde ± 2.25 'lik bantlarla uzun zamandır ERM I/II üyesidir ve Ekonomik ve Parasal Birlik dışında kalma (opt-out) hakkına sahip olduğundan, istediği sürece ERM II üyeliği devam edecektir. Estonya, Litvanya ve Slovenya Haziran 2004'te, Letonya, Malta ve G.Kıbrıs da Mayıs 2005'te ERM II'ye katılmışlardır. AB'ye yeni üye olan tüm ülkelerin, gerekli koşulları yerine getirdiklerinde, ERM II'ye üye olma zorunlulukları vardır.²⁰

Bir ülke ERM II'ye katılmak istediğinde prosedür, Euroalanı bir ülkenin bakanı, ECB veya Euroalanı dışında olan ve ERM II'ye girmek isteyen ülkenin bakanı veya merkez bankası başkanı tarafından gizli bir istek şeklinde başlamaktadır. İstek, AB Dönem Başkanlığını yürütmekte olan ülkenin Ekonomi veya Maliye Bakanına (Ecofin) iletilir. Aynı zamanda ECB, EFC Başkanı ve EFC Sekreteryası da konudan haberdar edilirler. Bu çerçevede oluşturulan ERM II Komitesi, üye olacak ülkenin makro ekonomik çerçevesinin öngörülen döviz kuru politikası ile tutarlı olup olmadığını değerlendirir ve başvurunun kabul görmesi ile de üye ülke, mekanizmaya dahil olmaktadır.²¹

ERM II ve üyeliğin etkileri, çalışma içerisinde çeşitli bölümler altında incelenmiştir.

²⁰ Yasal çerçeve gereği yeni üye ülkeler Danimarka veya İngiltere gibi dışarıda kalma hakkına sahip değildirler ve önümüzdeki bir dönem içerisinde tek para birimine geçmek zorundadırlar.

²¹ Ayrıntılı bilgi için bkz. EK 4: Katılım Prosedürü Resmi Metni.

2.1. ERM II'nin Temel Özellikleri

ERM II'de asıl amaç, EMU'ya giriş için merkezi kurun uygun olup olmadığını test etmek ve aynı zamanda piyasa beklentilerini yönlendirmektir. Buna ek olarak, EMU üyeliğine hazırlanan ülkelerin yakınsama derecelerini artırmak ve makroekonomik istikrarı desteklemek de ERM II'nin görevleri arasındadır. Bu doğrultuda ERM II'nin temel özellikleri²², ERM I ile arasındaki farklar ile birlikte aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

TABLO 2.1. ERM I İLE ERM II ARASINDAKİ TEMEL BENZERLİKLER VE FARKLAR

<u>Benzerlikler:</u>
1) Merkezi kur ile dalgalanma bantlarının ortak prosedür ile belirlenmesi (Bu sürece katılımcı ülkelerinin Maliye Bakanları, ECB, ulusal merkez bankaları başkanları ve Avrupa Komisyonu dahildir),
2) Standart dalgalanma bandının yüzde ± 15 olması, ancak istenildiğinde daha dar bir banda sahip olunabilmesi (ör: Danimarka yüzde ± 2.25).
3) Ulusal merkez bankalarına yapılması vadedilen müdahale desteğinin bant sınırlarında ²³ otomatik olması ²⁴ ,
4) Merkezi kurlarda yapılacak her türlü ayarlamaların standart bir prosedüre göre yapılması.
<u>Farklar:</u>
1) ERM II'de, ERM I'deki kolektif işbirliği yerine, çift taraflı (bilateral) bir işbirliği söz konusudur. Bu bağlamda ERM II'de döviz kuruna müdahale yükümlülüğü ECB ile her bir ulusal merkez bankası arasında belirlenmektedir. ERM I'de çok taraflı müdahale yükümlülüğü tüm merkez bankalarına ait olmuştur.
2) ERM I'de ECU ('de facto' olarak Alman markı) çıpalanan kur iken ERM II resmi çipa euro'dur.
3) ERM II'de ulusal merkez bankalarının ve ECB'nin, fiyat istikrarını tehlikeye düşürmesi durumunda, kur müdahalelerinden vazgeçme hakkı bulunmaktadır. ERM I, resmi olarak bu tür bir korunma önlemine (safeguard clause) sahip olmamıştır.
4) ERM II'de merkezi kurda ayarlamaların gerekli olması durumunda vakit kaybetmeden yapılacağı garanti edilmektedir. (ERM I'de merkezi kur ayarlamaları uygun görülmediğinden, zamanında yapılamamış ve 1992/93 krizi merkezi kurların vakitlice (spekülatif baskıların oluşmasından önce), yeniden ayarlanmasının ne kadar gerekli olduğunu göstermiştir. ERM II'de işlemi başlatma hakkı ECB ve üye ülkeye tanınmıştır).

Kaynak: ECB (2000), Komárek ve diğ., (2003).

²² Ayrıntılı bilgi için bkz. EK 3: ERM II'ye Giriş Prosedürü Resmi Metni.

²³ Sınırdaki müdahale - marginal interventions (zorunlu).

²⁴ Bant içinde (intramaginal) yapılacak müdahaleler ECB tarafından desteklenebilir ancak ECB'nin böyle bir zorunluluğu bulunmamaktadır.

İşin özünde ERM II, çıkışı olan sabit, fakat ayarlanabilir bir döviz kuru mekanizmasıdır. ERM II'den çıkış, parasal birliğe katılımı ifade etmektedir. ERM II, bu özelliği ile diğer (sabit) döviz kuru rejimlerinden ayrılmaktadır. ERM II'yi sabit döviz kuru rejiminden (ve/veya para kurulundan) ayıran diğer özellikler ise, esnek yapıya sahip olması (merkezi oranın gerektiğinde değiştirilebilmesi) ve gerekli durumlarda ECB'nin ülkelere müdahale desteği sağlaması olarak gösterilebilir.

ERM II'nin fayda ve risklerine değinmeden önce, mekanizmada üyeliği, koşullara göre, başarılı veya başarısız kılacak etkenleri gözden geçirmekte fayda vardır. Bu etkenleri, mali disiplin, yapısal reformlar ve artırılmış bankacılık denetimi/gözetimi olarak sıralandırmak mümkündür.

2.1.1. ERM II Tarafı Keskin Kılıç

ERM II sürecinde mali disiplinin sağlanması sadece kur bandındaki oynaklığın azaltılması değil, aynı zamanda parasal birliğe katılım süreci açısından da önem taşımaktadır.

Birçok çalışma²⁵, döviz kuru krizleri ile kamu açıkları (diğer etkenler ile birlikte) arasındaki korelasyonun yüksek olduğunu göstermektedir. Bu nedenle, *ceteris paribus*, artırılmış mali disiplin ve koordinasyon mekanizmaları, ERM üyeliği sırasında döviz kuru risklerini ciddi oranda azaltmaktadır (Kontolemis, 2003: s.34).

Diğer taraftan, EMU'ya hazırlık paralelinde ve ERM II üyeliği ile bağlantılı olarak, mali disiplinin artırılması, kronik olarak yüksek bütçe açığı vermiş olan ülkelerde, daha büyük bir büyüme hızının yakalanmasına yardımcı olabilecek bir etkidir.

Mali disiplin, fiyat istikrarı açısından da önem taşımaktadır. Bir ülkenin sağlıklı bir kamu maliyesine²⁶ sahip olması durumunda merkez bankaları, piyasa beklentilerini daha etkili bir şekilde yönlendirebilmekte ve bu sayede fiyat istikrarını sağlayabilmeleri kolaylaşmaktadır. Piyasaların

²⁵ daha ayrıntılı bilgi için bkz. Feldstein (2002)

²⁶ Sağlıklı bir kamu maliyesi sadece düşük oranda bütçe açığı veya bütçe dengesini ifade etmemektedir. Burada kamu gelir ve harcamalarının niteliği ve GSYİH'deki payı öne çıkmaktadır.

merkez bankasının enflasyon vergisine başvurmayacağına inanarak enflasyon beklentilerini daha rahat aşağı indirmeleri, enflasyon vergisinin azalmasına, hatta ortadan kalkmasına sebep olmaktadır (Buitter, 2004: s.9).

Para politikası ile maliye politikası iki ayrı politika aracıdır. Ancak kamu harcamalarının vergilendirme, borçlanma ve/veya para yaratmak suretiyle finanse edilecek olması dikkate alındığında, para politikası açısından maliye politikası önemli bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Bir döviz kurunun itibarlı olması, hükümet tarafından sağlanan güvene ve güven ortamına bağlı olmaktadır (Garganas, 2003). Hangi çeşit döviz kuru sistemi uygulanırsa uygulansın, maliye politikalarının rejimin istikrarında oynadığı rol çok önemlidir. Yarı sabit bir döviz kuru rejimi olan ve döviz kuru istikrarının yanı sıra enflasyon hedefi de bulunan ERM II'de maliye politikası, başarının veya başarısızlığın temel kaynaklarından birisini oluşturmaktadır.

2.1.2. ERM II ve Yapısal Reformların Önemi

Yapısal reformlar güçlü bir ekonominin istikrarı açısından önem taşımaktadır. Sağlamış oldukları sosyal faydalar bir yana, yapısal reformlar, potansiyel büyüme hızını artırarak bir ekonominin sağlıklı şekilde daha yüksek büyüme hızına ulaşmasına yardımcı olurlar.²⁷ Yapısal reformlar sayesinde ülkelerin AB'nin ekonomik ortalamasına doğru yakınsama hızları artmakta, ERM II'ye girdikten sonra daha yüksek büyüme hızlarına ulaşabilme şansları bulunmaktadır. Daha yüksek büyüme hızı, ERM II'de karşılaşılabilecek olası sorunları azaltması bakımından önem taşımaktadır. Bununla birlikte yakınsama hızı ve seviyesinin artmasının ERM II üyeliğinden sonra gerçekleşecek EMU üyeliği için de büyük faydası bulunmaktadır.

2.1.3. ERM II'de Banka Gözetimi ve Denetiminin Önemi

Finans sektörü sağlıklı bir ekonominin temel yapı taşları arasında yer almaktadır. Kaynakların verimli alanlara kanalize edilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Bu kapsamda bankalar ve mali kuruluşların daha iyi gözetilip denetlenmesi, spekülasyon riskini azaltabilmekte ve atakların

²⁷ Would a Larger EMU imply higher Rates? *Morgan Stanley*. 20 Kasım 2003. s. 1

yinelenmesi ve kurda keskin bir değişime yol açması durumunda bile bunların etki ve sonuçlarını hafifletebilmektedir. Mali sistemin istikrarında oynadıkları önemli rol gereği, ülkelerin ERM II üyeliklerinin başarısında denetleyici ve düzenleyici kurumlara büyük görev düşmektedir.

2.1.4. Kendisini Destekleyen/Düzelten Mekanizma²⁸

ERM II gibi bir hedef bölgesinin (bant aralığının) temel özelliklerinden bir tanesi de kendisini destekleyen ve düzelten yapısıdır.²⁹ Krugman (1991), kredibl bir hedef bölgesinde, döviz kurunun dalgalı kura kıyasla daha farklı hareket ettiğini göstermiştir. Şöyle ki, döviz kuru değer kazanıp bandın alt kısmına yaklaştığında müdahale olasılığının artması ile birlikte değer kazanma hızı yavaşlamakta, ileri dönemde bir değer kaybetme beklenildiğinden, bu beklentilere yansımakta ve döviz kuru buna göre değişim göstermektedir. Buna “balayı etkisi” denmektedir (Kontolemis, 2003: s.17). Balayı etkisine göre, kredibl bir ERM II üyeliğinin korkulduğu kadar çok yan etkisi bulunmamakta, tersine beklentileri şekillendirerek kura otomatik olarak yön vermektedir.³⁰

2.2. ERM II'nin Genel Anlamda Faydaları ve Riskleri

ERM II'nin genel anlamda faydaları ve riskleri incelenecek olursa, aşığıdaki gibi alt başlıklar halinde özetlenebilir (bkz. Tablo 2.2.);

²⁸ Self supporting/correcting mechanism

²⁹ Hedef bölgeler hakkında daha fazla bilgi için bkz. Svensson (1993), De Jong (1994), Iannizotto ve Taylor (1999)

³⁰ Hedef bölgelerin kredibilite sorunları yaşamaları durumunda ise, döviz kuruna müdahale yönündeki beklentiler, döviz kurunu sahip olduğu makro ekonomik temellerden daha zayıf kılabilir; buna da “boşanma etkisi” adı verilmektedir (Bertola and Caballero, 1992).

TABLO 2.2. ERM II'NİN GENEL ANLAMDA FAYDALARI VE RİSKLERİ

ERM II'nin faydaları	ERM II'nin riskleri
<ul style="list-style-type: none">✓ Döviz kuru istikrarı ve güven ortamı,✓ Makro ekonomik disiplin (özellikle mali),✓ Reformların ivme kazanması,✓ EMU öncesi stajyerlik fırsatı,✓ Ek güvenlik paketi (ABS).	<ul style="list-style-type: none">× Mali konsolidasyon eksikliği,× Büyük ve dengesiz sermaye hareketlerinin yol açabileceği sorunlar,× Asimetrik şoklar,× Kredi patlaması, ekonominin ısınması ve kriz riski,× ERM II'ye girişin zamanlaması ve üyeliğin süresi,× Döviz kurunda değerlendirme, enflasyon hedefi ve olası üretim kaybı,× Ahlaki risk.

Kaynak: BIS (2004), ECB (2002), Komárek ve diğ., (2003).

2.2.1. Faydalar

İstikrar ve güven ortamı

ERM II, döviz kuru oynaklığını azaltan ve kurun daha yapışkan olmasını sağlayan bir mekanizmadır. Enflasyon beklentilerini sabitlemesi sonucunda döviz kuru oynaklığının azalması beraberinde ekonomik istikrar, daha iyi bir yatırım ortamı gibi faktörler dışında birçok ek fayda getirmektedir. Örneğin, Rose'a (2001) göre döviz kuru oynaklığının azalması ticareti artırıcı³¹ bir faktördür. Bunun yanında, sabit döviz kuru sistemleri, az gelişmiş veya fazla likit olmayan mali piyasalara sahip ülkeler için faydalı olabilirler. Döviz kuru riskini sınırlandırmak suretiyle yerleşiklerin dış borç almalarının kolaylaştırılması likiditeye ihtiyacı olan piyasalar için hayati öneme sahip olabilir.

ERM II mekanizmasına belli bir döviz kurunda Euroalanına katılmak isteyen ülkeler üye olduklarından, ERM II'yi istikrarlı bir güven ortamının sigorta poliçesi olarak da görmek mümkündür (Kontolemis, 2003: s.6).

³¹ Ortalama yüzde 3-4 civarında artırabilmektedir.

Makroekonomik disiplin

Genişleyici maliye politikalarının, beraberinde artan cari işlemler açığını da gündeme getirebilme olasılıkları bulunmaktadır. Bu da er ya da geç döviz kuruna baskı yaptığından, döviz kuru rejimine ERM II gibi dar bir gömlek giydirilmesinin, kural olarak, politika yapıcılar ile ekonomi politikaları üzerine disipline edici bir etki yapması beklenebilir (Kontolemis, 2003: s.12).

Bazı ülkeler dışsal bir zorlama olmadan, özellikle de konu gelecekteki kamu politikaları olduğu vakit, itibarlı ve bağlayıcı vaatlerde bulunamamaktadırlar (Buitter, 2004: s.7). Bronk'a (2002) göre AB'ye üye olmak isteyen ülkeler için nasıl AB üyeliği bir "taahhüt aracı"³² ise, makro ekonomik istikrar ve mali disiplin açısından ERM II üyeliği de EMU öncesi iyi bir taahhüt aracı olarak görülebilir.

Bu kapsamda, ERM II'nin (ve dolayısıyla EMU'ya hazırlığın) getireceği mali disiplinin olumlu yansımaları bulunmaktadır. Yunanistan ve diğer Akdeniz ülkelerinde örnekleri yaşandığı üzere (bkz. Bölüm 2.5. İlk ERM II Deneyimi: Yunanistan), özellikle borç stoku ve risk primlerinin yüksek olduğu ülkelerde, mali daralmanın genişleyici ve büyümeyi hızlandırıcı etkileri olmaktadır.³³

Reformlara ivme kazandırması

Başarılı bir ERM II üyeliğinin reformlarla desteklenmesi gerekliliği (mekanizmanın sorunsuz işlemesi için), ülkelerin özellikle yapısal reformlar hakkında daha hızlı adımlar atmalarını teşvik etmektedir. Makroekonomik istikrarı güçlendirmek için, uzun yıllar ertelenmiş, hatta yapılamamış reformlar, ERM II üyeliği ile hızlanabilmektedir (bkz. Bölüm 2.5. İlk ERM II Deneyimi: Yunanistan).

EMU öncesi stajyerlik fırsatı

ERM II, ülkelere, yeni koşullara adapte olma imkanını tanımaktadır. Döviz kuru istikrarı, para politikası aktarım mekanizmasında değişikliği beraberinde getirmektedir. Değişiklik, neredeyse sabitlenen döviz kurunun artık kullanılabilir bir enstrüman olmaktan çıkması, diğer bir ifadeyle

³² commitment device.

³³ Genişleyici mali daralmalar hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Alesina ve Ardagna (1998) ve Perotti (1999).

uygulanan politikalarda döviz kuru kanalının kapanmasından kaynaklanmaktadır (bkz. Bölüm 2.2.2. Riskler). Bunun ülkeler için politika sonucu, tek hedefi fiyat istikrarı olan ülkeler için dezenflasyonu daha maliyetli bir hale getirmesidir (bkz. Bölüm 3.5. Enflasyon Hedeflemesi ve ERM II: Çatışma?). Çünkü neredeyse sabitlenen bir döviz kuru daha hızlı dezenflasyonu destekleyemeyecektir. Döviz kuru kanalının zayıflaması, ülkeleri ücret ve fiyat ayarlamaları konusunda, ister istemez, daha fazla disipline zorlayacaktır. Bu nedenle ERM II, zorunlu olarak iki yıl geçirilmesi gereken bir “bekleme odasından”³⁴ ziyade, bir “deneme ve hazırlık odası” olarak algılanmalı ve ERM II’de “stajyerlik” dönemi daha başarılı bir EMU üyeliği açısından faydalı bir fırsat olarak görülmelidir (Kontolemis, 2003).

Ek güvenlik paketi (ABS)

Ülkelerin sabit veya yarı sabit bir döviz kuru rejimine geçmeleri, bu rejimlere karşı spekülasyon ataklarının mutlaka gerçekleşeceği anlamına gelmemektedir. ERM II bir otomobil gibi düşünülecek olursa, sistemin geniş bantları balataların aşırı ısınmasını önleyen hava kanalcıklı frenleri; merkezi kurun yeniden ayarlanabilmesi aracın fren anında kontrolden çıkmasını önleyen ABS’si³⁵; bu iki güvenlik donanımının yeterli olmaması durumunda ECB’nin de yardım edebilecek olması sistemin hava yastıklarıdır. Bu şekilde gelişmiş bir güvenlik paketine sahip olması sayesinde ERM II, ERM I’e oranla hem daha esnek hem de daha güvenlidir.

2.2.2. Riskler

ERM II’nin temel riskleri, ERM II’nin sabit fakat ayarlanabilir bir döviz kuru rejimi olması, diğer bir ifadeyle yarı sabit bir döviz kuru rejimi olmasından kaynaklanmaktadır. ERM II ile ilgili riskler aşağıdaki başlıklar altında sıralanabilir.

³⁴ Yeni üyeler ERM II’nin çok da fazla disiplin getirmeyeceği kanısındadırlar. Sebep olarak da zaten AB üyesi olur olmaz “Çok taraflı Gözetim (Multilateral Surveillance)” adı verilen çok taraflı gözetim sürecine tabi olmalarının ülkelerini yeterince disipline edici bir özelliği bulunduğunu ayrıca Maastricht Kriterlerinin ve de Büyüme ve İstikrar Paktının bulunmasını yeterli olarak görmektedirler (Backé ve diğ. 2004: s.6).

³⁵ Anti-blokaj sistemi (ABS) - ani bir frenleme esnasında aracın tekerleklerinin kilitleyip aracın kontrolden çıkmasını önleyerek aracın hakimiyetinin sürücüde kalmasına olanak tanıyan aynı zamanda da aracın durma mesafesini kısaltan bir fren sistemi.

Mali konsolidasyon eksikliği

Mali konsolidasyon, genel mali çerçevenin düzeltilmesi anlamına gelmektedir ve başta gelirlerin ve kamu harcamalarının yönetimi olmak üzere, kamu borç stokunun sağlıklı bir yapıya kavuşturulmasını kapsamaktadır.

EMU'ya giden yoldaki en büyük eksiklik olarak görülen mali konsolidasyon eksikliği, ERM II üyeliğini riskli kılacak bir etkidir. Sert çıpa rejimlerde şeffaflık en üst seviyeye çıkartılırken politika gereksinimleri de artmaktadır. Sabit bir döviz kurunun veya sert çıpa rejimin korunabilmesi için maliye politikası ile enflasyonun kontrol altına alınmış olması gereklidir. Maliye politikalarının üyelik öncesi değil de ERM II üyeliği sürecinde disipline edilmeye çalışılması, (ERM II'nin her ne kadar politika yapıcılarını maliye politikaları konusunda disipline edebilme özelliği bulursa da) durgunlaşma beklentisiyle dalgalı bir denize atlamak ile eşdeğer tutulabilir.

Diğer taraftan, eğer bir ülkenin mali sürdürülebilirliği hakkında kuşku doğmuşsa, bütçe açığındaki mevsimsel artışların bile mali piyasalarda gerginlik yaratma riski bulunmaktadır. Varlık piyasasındaki olumsuz tepkiler (daha yüksek uzun-dönem faiz oranları, daha zayıf borsalar) bu tür bir durumda otomatik dengeleyicileri bastırıp çalışmalarını engelleyebildiğinden, kamu maliyesinin düzene sokulmaması, üyeliği tehlikeli ve riskli kılabilir. ERM II üyeliği ile birlikte ciddi oranda artış gösterebilecek kredi ve talep patlamalarıyla mücadele edebilmek açısından da maliye politikaları önemli bir makro ekonomik politika aracı olabileceğinden, bu aracın etkili biçimde kullanılabilmesi de sağlanan mali disipline bağlıdır (IMF, 2004: s.85).

Büyük ve dengesiz sermaye hareketlerinin yol açabileceği sorunlar

Gelişmekte olan ülkelerde krizler genelde kısa dönemli sermaye girişlerinin oynaklığından ve döviz kurunun yeterince esnek olmamasından kaynaklanmıştır. Ayrıca, esnek bir kur rejiminin şoklara karşı "tampon" görevini³⁶ (kısa dönem içinde) daha başarılı bir şekilde görebildiği de

³⁶ Buiter (2004: s.25-27) ayrıca uluslararası sermaye hareketlerinin bu kadar yoğun olduğu bir zamanda döviz kurunun asimetrik şoklara karşı bir tampon veya bir uyum mekanizması olmaktan çok, gereksiz şokların, oynaklığını

bilinmektedir (Corker ve diğ., 2000: s.21 ve Dean, 2003: s.10). Frankel'a (2003) göre döviz kuru oynaklığı aşırı sermaye hareketlerinin tekerine biraz kum serpilmesini sağlamaktadır ve döviz kuru oynaklığı gerçek anlamda sadece dalgalı döviz kuru rejimi altında mümkündür. Bu nedenle, sabit fakat ayarlanabilir bir döviz kuru olan ERM II altında sermaye hareketlerine karşı mücadele daha zor bir hale gelmektedir.

Bir diğer sorun, büyük sermaye girişlerinin kurda yarattığı değerlenme baskısı ve döviz cinsinden borçlanmaya yönelik talebin artması ile para politikasının etkisinin azalmasıdır (IMF, 2004: s.72). ERM II'de para politikasının, döviz kuru istikrarı ve enflasyon gibi iki hedefi olacağından etkinliği zaten belli ölçüde azalmış olacaktır. Bu durum, dümeni kısmen çalışan bir geminin her an dalgalanabilecek sularda yol almasına benzetilebilir.

Sonuç itibarıyla, ERM II'nin zayıf yönlerinden biri sermaye hareketleri neticesinde ortaya çıkmaktadır. Hareketlilik arttıkça, döviz kuru ayarlamalarının sayısının da artması gerekecektir (De Macedo ve Reisen, 2003: s.7).

Asimetrik Şoklar

ERM II üyeliği sırasında ve sonrasında yetkililerin kontrolü dışında gelişen ve makro ekonomik istikrara karşı oluşabilecek en büyük tehlike asimetrik şoklardır. ERM II'de bağımsız bir para politikasının etkinliğini yitirmesiyle (bkz. Bölüm 3.5.1. Enflasyon Hedeflemesi ve İmkansız Üçlü), bu tür şoklarla mücadele edebilmek için, ERM II üyesi ülkelerin ellerinde klasik araçlardan sadece sınırlı bir döviz ve maliye politikası kalmaktadır.³⁷

ve dengesizliğin kaynağı olduğunu savunmakta ve döviz kuru piyasasını azgın bir fil gibi tahmin edilemez, güçlü ve tehlikeli olarak tanımlamaktadır. Yazar, ulusal para birimlerinden ve merkez bankalarının para politikalarından kurtulduğunda (EMU üyesi olarak) asimetrik şokların da önemli bir kaynağının yok edilmiş olacağını savunmaktadır. Buna ek olarak, uluslar arası mali entegrasyonun tüm yararlarından yeni üyelerin euro'ya geçene kadar tamamiyle faydalanmalarının mümkün olmayacağını ve yeni üyelerin kendi para birimlerini terk edene kadar kayda değer riskler bulunduğunu öne sürmektedir.

³⁷ Asimetrik şoklarla mücadele etmek bakımından OCA (Optimum Para Alanı) analizi döviz kurunun faydalı bir araç olduğu varsayımından yola çıkmaktadır. Varsayılan, esnek döviz kurlarının göreceli fiyatlarda hızlı ayarlama yapabilmesi ve bu sayede çıktı kaybının veya aşırı ısınmanın söz konusu olduğu reel şokları başarılı bir şekilde absorbe etmeleridir (ayrıntılı bilgi için bkz. Mundell (1961) ve McKinnon (1963). Ne var ki, özellikle geçici nitelikteki parasal veya finansal şoklarda döviz kuru tepkisi fazla etkili olmayabilmektedir. Dolayısıyla asimetrik parasal veya finansal şok ihtimali arttıkça, bağımsız döviz kuru politikasının faydası da azalmaktadır. Bu tür durumlarda para politikası bağımsızlığından vazgeçmek fazla maliyetli olmamaktadır. Ayrıca, esnek döviz kurlarına sahip olmanın faydası da reel şoklara nasıl tepki verdiğine göre değişmektedir (IMF, 2004: s. 41). IMF (2004: s. 32), yapmış olduğu ERM II çalışmasında, diğer bir takım çalışmalarda olduğu gibi (bkz. Buiter (2004), bağımsız bir döviz kuru politikasının elden gitmesinin çok da büyük bir sorun olmadığını savunmaktadır.

Kurda değerlenme ve cari işlemler dengesi ile ilgili sorunlar

Enflasyonu düşürmeye çalışmak ile ihracat artışını korumak arasında bir çatışma (trade-off) bulunmaktadır (De Macedo ve Reisen, 2003). Düşen enflasyon, belirsizliği ortadan kaldırmakta, öngörülebilir bir yatırım ortamının doğması makro ekonomik istikrara katkı yapmaktadır. Güvenin tahsis edilmesi kurda değerlenmeyi artırıp, ithalatı cazip hale getirerek cari işlemler açığına körüklemekte, açığın artıp belli bir noktaya gelmesiyle düzeltici mekanizma devreye girip değerlenen kur üzerine devalüasyonist baskı yaratmaktadır. ERM II'de devalüasyon baskısı dalgalı bir döviz kurunda olduğundan daha fazla hissedilecektir.

Genelde dalgalı kur rejimine sahip ülkelerin cari işlemler açıkları, ortalama olarak, sabit döviz kuruna sahip ülkelere göre daha küçüktür. ERM II yarı sabit bir döviz kuru rejimi olduğundan ülkelerin ERM II altında cari işlemler açıkları ile mücadele konusunda bir dizi yöntem geliştirmeleri beklenebilir. Cari işlemler açığının neden meydana geldiğini anlayabilmek için bir takım önemli etkenlere bakmakta fayda vardır. Bunlar, rekabet edebilirlik, reel döviz kurundaki gelişmeler, tasarruf ve yatırım kalemlerindeki gelişmeler ve ihrac pazarlarındaki ülke payı olarak açıklanabilir. Eğer artan cari işlemler açığı, yatırımların artmasından ziyade tasarruf oranlarının düşmesinden kaynaklanıyor ise, bu daha büyük bir sorunun varlığına işaret etmektedir (Backé ve diğ., 2004: s.54).

Bir diğer tespit de, dalgalı döviz kuruna sahip ülkelerin diğerlerine oranla ihrac pazarlarındaki paylarını daha fazla artırdıklarıdır (Backé ve diğ., 2004: s.55). Yarı sabit bir döviz kuru rejimi olan ERM II'ye üyeliğin ihrac pazarları üzerinde olumsuz etki yapabilmesi ihtimali bulunmaktadır.

Kredi patlaması, ekonominin ısınması ve kriz riski

Döviz kuru istikrarının bir yansıması olarak faizlerde meydana gelebilecek düşüşün yansımaları olması beklenebilir. Faizlerdeki düşüşe paralel olarak, kredi talebinin artması, bunun sonucunda da iç talebin genişlemesi ve enflasyonist baskı yaratması söz konusu olabilir. Diğer yandan, hızla artan krediler borç verenlerin ileri dönemlerde daha temkinli olmalarına neden olabilir (BIS, 2004: s.1).

ERM II üyeliği sürecinde kamu tarafından yönetilen fiyatların serbest bırakılması, hem de kredi artışına paralel olarak yaşanacak bir talep artışı, enflasyon hedefinin tutturulması açısından da sıkıntı yaratabilir.

ERM II'ye girişin zamanlaması ve üyeliğin süresi

ERM II'yi başarılı veya riskli kılacak bir faktör de geçiş tarihidir. Piyasaların (ekonomik ajanların) ülkenin ERM II'ye girdiği tarihi mantıklı ve inandırıcı bulmaları gerekmektedir; aksi takdirde üyeliğin sorunlu başlaması ihtimali vardır (IMF, 2004: s.22). Bu, EMU'ya giriş tarihi kredibilitesi olarak da adlandırılabilir (bkz. Bölüm 3.7. Üyelik Tarihinin Belirlenmesi).

Sınırlı döviz kuru oynaklığına sahip ülkeler için ERM II üyeliğinin daha az problemlili olması beklenebilir. Ancak, küçük ülkeler için ERM II üyeliği daha basitmiş gibi görünse de, çoğu küçük ülkenin bir politika değişikliğinde bulunmadan ERM II'ye dahil olmasının, döviz kurunun potansiyel olarak "hatalı bir dengede olabileceği"³⁸ riskini beraberinde getirdiği gözlerden kaçmamalıdır (bkz. Bölüm 3.2. Üyelik Öncesi Kur Rejimlerinin Değerlendirilmesi). Başka bir deyişle, küçük ülkelerde bugüne kadar döviz piyasalarında fazla dışsal baskı olmamış olması, bundan sonra da olmayacak anlamına gelmemekte, ayrıca küçük ülkelerde mali piyasaların fazla derin olmaması, spekülasyon ataklarının daha etkili ve yıkıcı olması riskini taşımaktadır (Backé ve diğ., 2004: s.22).

Kurda değerlendirme, enflasyon hedefi ve olası çıktı kaybı

ERM II'de döviz kuru hareketleri sınırlandırıldığı için, hızlı üretkenlik artışlarından meydana gelen Balassa-Samuelson (B-S) etkisi nedeniyle enflasyon Maastricht Kriterlerinin üzerinde olma eğilimi gösterecektir (bkz. Bölüm 3.4. Yeni Üyeler ve Balassa-Samuelson Etkisi).

ERM II üyeliğinin riski ülkeden ülkeye, politikadan politikaya değişmektedir. Eğer bir ülkede, ekonomik dengesizlikleri gidermede daha çok döviz kuru kullanılıyor ise, ERM II'de sıkıntıyla karşılaşılması riskinin daha fazla olması beklenmelidir.³⁹

³⁸ misalignment

³⁹ Slovak Merkez Bankası. The Exchange Rate and its role in the EMU accession process, 2002 s.1

Reel yakınsama sürecinin (bkz. Bölüm 3.1.3. Reel Yakınsama) bu nedenle ciddi ölçüde döviz kuru esnekliğini zorunlu kıldığı savunulmaktadır. Bu, kurun sabitlenmesi ile birlikte fiyatların veya üretimin buna kendini ayarlamak zorunda olmasından kaynaklanmaktadır. Bir olumsuzluk durumunda büyümenin yavaşlaması ise, reel yakınsama sürecini duraksatabilecek ve para politikasının oluşturulmasını daha karmaşık bir hale getirebilecektir (Backé ve diğ., 2004: s.14).⁴⁰

Ahlaki risk/tehlike

ERM'nin sağladığı kredibilite, veya ERM sayesinde azaltılan kur riski 'yatırımcı ahlaki riski'ne yol açabilmektedir (De Macedo ve Reisen, 2003: s.4). ERM II'ye özellikle dar bantlarla girilmesi durumunda (bkz. Bölüm 3.6.4. Dalgalanma Bandının Seçimi) artabilecek ahlaki tehlike, ERM II'ye güvenerek ekonomik birimlerin açık döviz pozisyonlarını hızla artırmaları şeklinde gerçekleşip, döviz kuru dengesini bozucu etki⁴¹ doğurabilir (IMF, 2004). Bu nedenle ahlaki tehlike riski, ERM II'de üzerinde önemle durulması gereken bir konudur.⁴²

2.3. Merkezi Kurun (Paritenin) Seçimi

ERM II'nin belki de en zor ayağı uzun dönem döviz kuru denge oranını⁴³ hesaplamaktır. Bu konu hakkında çok fazla yöntem (bkz. Tablo 2.3.), fakat az bilgi bulunmakla birlikte, hangi yöntemin iyi olduğu yönünde henüz ortak bir fikir birliği yoktur (ECB, 2002: s.10). Ayrıca her metoda göre çıkan sonuçlar farklılık göstermektedir.

⁴⁰ Ancak esnek veya dalgalı bir döviz kuru rejimi altında da döviz kuru dinamiklerinin temeldeki gelişmelerle uyumlu bir şekilde hareket edeceği garantisi bulunmamaktadır.

⁴¹ destabilizing effect

⁴² Ezoneplus – Eurozone Enlargement – Exchange Rate Choices and Adjusting Markets. s.3

⁴³ long-run equilibrium rate

TABLO 2.3. ERM II'DE MERKEZİ KURUN BELİRLENMESİNDE KULLANILABİLECEK YÖNTEMLER

<ul style="list-style-type: none">• Düzeltilmiş Satınalma Gücü Paritesine Göre Denge Döviz Kuru (<i>Equilibrium Rate of Exchange Based on the Corrected PPP</i>)• Temel Döviz Kuru Dengesi (<i>Fundamental Equilibrium Exchange Rate – FEER</i>)• Davranışsal Döviz Kuru Dengesi (<i>Behavioral Equilibrium Exchange Rate – BEER</i>)• Reel Efektif Döviz Kuru (<i>Real Effective Exchange Rate – REER</i>)
--

Döviz kuru dinamikleri uzun dönemler değişmeden kalabildiğinden⁴⁴ makro ekonomik istikrar ve mali ihtiyat⁴⁵ dönemlerinde bile açıklanamayan değişimlere yol açabilmektedirler. Frankel ve Rose (1994) tarafından da ifade edildiği gibi döviz kuru hareketleri sadece ekonomik temeller ile açıklanamazlar. Spekülatif balon gibi etkenler piyasadaki spot kur ile uzun-dönemli denge kur arasında farklılığa yol açabildiğinden, her zaman piyasa kuruna yakın bir kuru merkezi kur olarak belirleme eğilimi çok doğru bir tercih olmayabilir. ERM II'de kur, sırf ekonomik temeller çerçevesinde hareket etmeyeceğinden, bu görüşten yola çıkmak ayrıca risklidir (Kontolemis, 2003: s.14).

Diğer taraftan, bir ülkede cari işlemler açığının bulunması merkezi kurun hesaplamasını zorlaştırıcı bir etkendir (BIS, 2004: s.6). Bir yandan cari işlemler açığı, kurun değer kaybetmesi yönünde baskı yaparken, diğer taraftan AB üyeliği ile birlikte sağlanan güven ortamı ve ülkeye giren sermaye, kurun değer kazanması yönünde baskı yapmaktadır. Bu nedenle, merkezi kuru hesaplarken cari işlemler açığının kuru ne kadar etkilediğini de bilmek gerekmektedir ve bunu hesaplamak kolay olmayabilir.

ERM II'ye giriş hazırlığı yapıldığı sırada piyasa oyuncularının, merkezi kurun ne olacağı yönünde tahmin yürütmelerinin, kura farklı bir yön verebilme olasılığı bulunmaktadır (IMF, 2004: s.104). Bunun yanında, yeni

⁴⁴ self-sustaining

⁴⁵ fiscal prudence

üyeler gibi geçiş dönemi yaşayan ülkelerin denge döviz kurlarının bir süre daha değişmeye devam edecek olması da merkezi kur hesaplamalarını zorlaştıran bir sebeptir (BIS, 2004: s.6).

Merkezi kur normal değerinin altında, normal değerinin üzerinde, veya normal seviyesinde olmak üzere üç şekilde belirlenebilmektedir. Merkezi kurun değerinin altında (örneğin, TL için düşünülecek olursa $1\text{€} = 2\text{ TL}$ yerine $1\text{€} = 2.2\text{ TL}$) belirlenmesi durumunda ücret ve fiyat enflasyonu (düşüklüğü telafi etmeye çalışacağından) normalden daha yüksek olacaktır. Bu durum, ERM II'de iki senelik sürenin sonuna (sabitlenecek dönüşüm kuruna) doğru yaklaşıldığında kendini daha fazla gösterecektir. Diğer önemli bir nokta da, düşük bir merkezi kurun enflasyonu artırma potansiyeli taşımasından ötürü, dezenflasyon sürecindeki ülkelerin merkezi kurlarını, enflasyonu düşük olan ülkelere oranla daha yüksek tutmalarının gerekebileceğidir (IMF, 2004: s.102) (bkz. Tablo 2.4.).

Merkezi kurun tayin edilmesi sırasında, B-S etkisinin kısmen (~ yüzde 0,5-4) göz önünde bulundurularak merkezi kurun normal değerinin üzerinde (daha değerli bir şekilde) sabitlenmesi önerilmektedir (tekrar TL için düşünülecek olursa $1\text{€} = 2\text{ TL}$ yerine örneğin $1\text{€} = 1.8\text{ TL}$). Ancak, merkezi kurun olduğundan daha değerli bir şekilde sabitlenebilmesi için, o ülkede parasal bir kısıtlamanın olmaması gerekmektedir (ör: değer kaybetme yönlü baskı gelmesi durumunda rahatlıkla kuru savunabilmek amacıyla faizlerin yükseltilebilmesi için (IMF, 2004: s.105).

TABLO 2.4. MERKEZİ KURUN DENGE DEĞERİ DIŞINDA BELİRLENMESİNİN FAYDA VE RİSKLERİ

Değerinin altında	Değerinin üzerinde
<p><u>Faydalar</u></p> <ul style="list-style-type: none">✓ Değerlenme yönünde manevra alanı,✓ Kısa-dönemli rekabet edebilirliğin korunması.	<p><u>Faydalar</u></p> <ul style="list-style-type: none">✓ Sınırlı enflasyon artışı,✓ B-S etkisinin sindirilmesi.
<p><u>Riskler</u></p> <ul style="list-style-type: none">* Sermaye girişlerinin artması,* Aşırı ısınma,* Yüksek enflasyon,* Piyasa belirsizliği (ayarlama yönünde beklenti).	<p><u>Riskler</u></p> <ul style="list-style-type: none">* Düşük büyüme hızı,* İşsizlik artışı,* Fiyat ve ücret ayarlamaları üzerinde baskı,* Cari işlemler açığının artması,* Daha zor ve masraflı düzeltme.

IMF çalışmasında (2004: s.105) merkezi kurun normalden değerli olarak sabitlenmesini tavsiye etmemekte ve sonradan yeni bir kur ayarlamasının daha iyi olacağını belirtmektedir. Bu tavsiye de çok rasyonel değildir. Normal değerinin üzerindeki bir döviz kurunu düzeltmek, normal değerinin altında olan bir döviz kurunu düzeltmekten daha zor ve masraflı olabilmektedir. Ancak, kurun normal değerinin altında sabitlenmiş olması da piyasalarda ERM II üyeliği süresince mutlaka ayarlamaların yapılacağı beklentisinin hakim olmasına yol açacak ve kur, mekanizmaya henüz giriş aşamasında oluşacak piyasa belirsizliğini üzerine almak zorunda kalacaktır. En sağlıklı çözüm, merkezi kurun ne değerinin üzerinde, ne altında, ne de sıkça kur ayarlaması yapılmasına yer bırakacak şekilde, uzun dönem denge noktasında sabitlenmesidir. Geçmiş tecrübeler bunu benzer biçimde yansıtmaktadır. Garganas'a (2003) göre, ERM II'ye katılımın verdiği kredibilite sıkça kur ayarlaması yapılmak suretiyle tehlikeye atılmamalıdır. 1980 ve 1990'lardaki gibi sabit döviz kuru rejimlerinde merkezi kurların sıkça değiştirilmesi ancak sermaye kontrollerinin bulunduğu bir ortamda uygun olabilmektedir. Günümüzün serbest ve yoğun sermaye hareketleri dünyasında döviz kurunda yapılacak değişiklikler rahatça yapılabilecek ve maliyet doğurmayacak cinsten değildir. Müdahaleler ve/veya kurda

oyunlar sıklıkla rejimin kredibilitesi de o kadar azalmaktadır (Garganas, 2003).

ERM II'de riskler asimetrik olduğundan, kurun değer kazanma eğilimi içinde olması büyük sorun yaratmamaktadır: kur istikrarı tanımlamasına göre merkezi kurun değer kaybetme yönünde yeniden ayarlanmasına olumlu bakılmazken, aşağı yönlü (değer kazanma) ayarlanması ise ECB ve Komisyonun "kur istikrarı" tanımına aykırı düşmemektedir. Söz konusu asimetrinin, merkezi kuru olduğundan daha değerli belirlemeyi, daha az değerli belirlemekten daha riskli (ve maliyetli) kılmasından dolayı, kurda ancak ileri derecede bir belirsizlik hakim ve değer kaybetme eğilimi yüksek ise değerinin altında belirlenmesi faydalı olabilir (IMF, 2004: s.102). Ancak böyle bir durumda zaten ERM II'ye girilmemelidir.

Normalinden değerli belirlenmiş bir merkezi kur, enflasyon artışını sınırlandırırken, genellikle cari işlemler açığını artırmakta, kurun değerinin altında sabitlenmesi de değerlendirme yönünde manevra alanı sağlarken, genelde sermaye girişlerinin artmasına ve aşırı ısınmaya neden olabilmektedir (IMF, 2004: s.59). Buna ek olarak, merkezi kuru olduğundan daha değerli belirlemek düşük büyüme hızı, yüksek işsizlik ile fiyat ve ücret ayarlamaları üzerinde baskıya sebep olabilecek iken, merkezi paritenin değerinin altında belirlenmesi daha yüksek bir enflasyonun yanında aşırı ısınmaya da yol açabilir (IMF, 2004: s.20).

Bu nedenlerden dolayı, yeni kur ayarlaması yapmadan ve ERM II'ye girmeden önce ülkeler iki kere düşünmek durumundadırlar. Hangi yöntemle belirlenirse belirlensin, merkezi kurun seçimi EMU'ya giriş süreci içindeki en önemli aşamalardan birisidir ve yanlış tespit edilmesi durumunda parite kolay incinebilir olacaktır (De Macedo ve Reisen, 2003: s.9). 1990'ların başındaki ERM krizi gerçekçi olmayan ve yanlış seçilen merkezi paritelerin nelere mal olabileceğini göstermiştir.

2.3.1. Dalgalanma Bandının Seçimi

Ülkeler, istemeleri halinde dar bir banda (yüzde ± 2.25) sahip olabilmektedirler. Dar bir bant talebinin arkasında da birden fazla sebep bulunabilmektedir. Birincisi, ERM II üyeleri, döviz kuru istikrarının Komisyon ve ECB tarafından nasıl değerlendirileceğini tam olarak bilemedikleri için kurlarının daha az oynaklığa izin veren dar bir bant içinde kalmasını tercih edebilirler. İkincisi, ülkeler dar bant seçimi ile kredibilitiyi artırıp kurun yeniden ayarlanması için oluşabilecek baskıyı minimize etmeyi de isteyebilirler. Üçüncüsü, bazı ülkeler destekleyici politikalarına güvenerek sabit kur rejimine daha yakın ve idaresi daha kolay olan dar bandı tercih edebilirler (IMF, 2004: s.110). Dördüncü olarak da, ülkeler dar bir bandı, olası bir zorluk durumunda ECB'den daha çabuk müdahale desteği görmek amacıyla seçebilirler. Yukarıdaki nedenler tatmin edici görünse de sermaye hesabının oynak olduğu gelişmekte olan bir ülkede (kaldı ki yeni AB üyelerinin hiç biri gelişmiş bir ülke değildir) dar bir bant, spekülâtörleri merkez bankasının bantları korumak konusundaki kararlılığını test etmeye davet edebilir (Begg ve diğ., 2003). Elbette bunu da hiçbir ülke istemez. Sonuçta ERM I krizi, dar bandın risklerini gözler önüne sermiştir.

Wyplosz'a (2003) göre özellikle ERM II'nin dar bandı, dışsal şoklara karşı ekonominin kendisini ayarlaması imkanını vermemekte ve özellikle de piyasa oyuncularının çıpanın dayanamayacağına inanmaya başlamasıyla spekülâtif ataklara davetiye çıkartmaktadır. Bunun yanında, dar bir bandın seçilmesi, döviz kuru hedefi ile enflasyon hedefi arasında potansiyel bir tutarsızlık durumunda Maastricht Kriterinin tutturulmasını tehlikeye düşürebilir. Dar bandın geniş bir banda oranla paritenin kredibilitisini artırmasının maliyeti, para politikası bağımsızlığını sınırlandırmasıdır (IMF, 2004: s.111). Neticede kur hedefi, faizi bağımlı bir değişken haline getirmektedir. Ayrıca, dar bant fazla üretkenlik artışları yaşamayan ülkeler için uygun olabilirken, hızlı üretkenlik artışları kaydeden ülkeler için ciddi bir sorun teşkil edebilmektedir (De Grauwe ve Schnabl, 2003: s.24).

Bant genişlikleri, ERM I krizinin sonrasında, haklı bir sebeple artırılmıştır. Sermaye kontrollerinin bulunmadığı ve ekonomilerin dışa açık

olduğu günümüz koşullarında yüzde ± 15 'lik geniş bantların tercih edilmesinde fayda bulunmaktadır. Bu paralelde, ülkelerin büyük olasılıkla ERM II'de yüzde ± 15 bandını seçip, merkezi kurun etrafında yüzde ± 2.25 gibi gayri resmi bir müdahale bandı oluşturmaları beklenebilir (Borowski ve diğ., 2002: s.14).

2.4. Üyelik Tarihinin Belirlenmesi

ERM II için merkezi paritenin belirlenmesinin önemi kadar üyelik tarihinin de belirlenmesi önem taşımaktadır. Bir veya birkaç ülkenin zamanlama hatasından dolayı ERM II'de peş peşe gerginliğin, hatta krizlerin yaşanmasını hiçbir ülke istemez.

Yeni üyelerin geçici istisnalı (derogasyonlu) birer EMU üyesi olmaları, gerekli koşulları sağladıkları vakit parasal birliğe girmelerini gerekli kılmaktadır. Yeni üyelerin teorik olarak, Parasal Birliğin dışarıda kalma hakkına sahip olmayan İsveç'in yaptığı gibi, döviz kuru istikrarı kriterini yerine getirmeyerek (ERM II'ye girmemek suretiyle) hem ERM II, hem de EMU üyeliğini erteleme fırsatları bulunmaktadır (Buitter, 2004: s.3).

O halde üyelik tarihi neye göre ve hangi farklılıklar göz önünde bulundurulurken belirlenmelidir? Buitter'a (2004: s.4) göre, örneğin yapısal farklılıklar, kalıcı olsalar dahi, ne EMU'ya girmeye, ne de girdikten sonra parasal birlikten fayda sağlamaya engeldirler. Yazara göre, bir ülke içinde çeşitli refah seviyesine sahip insanlar aynı para birimini kullanmaktalar ve bundan da fayda sağlamaktadırlar. Aynı şekilde gelişmekte olan ülkelerin, gelişmiş ülkelere oranla ortalama üretkenlik ve kişi başı reel gelirleri arasındaki farklılıkları, gelişmekte olan ülkelerin parasal birlikten faydalanmalarına bir engel oluşturmamaktadır. Zaten yeni üyeler ile gelişmiş AB üyeleri arasında üretim yapıları ve iş döngüleri arasında farklar olsa dahi, yeni üyelerin kendi para birimlerine ve ulusal para politikalarına sahip olmaları daha tehlikeli olabilmektedir (Buitter 2004: s.33). Bu argümana göre ERM II ve EMU üyeliği için yeni üyelerin doğru bir zamanlama için beklemelerine gerek yoktur. Buitter'a (2004: s.33) göre reel uyum, iş döngülerinin eşzamanlılığı gibi argümanlar oyalayıcı birer hikayedir. Yeni

üyeler ERM II ve EMU zamanlamasını ilk fırsatta, sadece kamu açığı kriterini rahat bir marj ile sağladıkları vakit, gerçekleştirmelidirler.

Buiter'dan farklı olarak Wyplosz (2003: s.7) ise, bir ülkenin üretkenlik ve yaşam standardı seviyesi olarak, AB-15 ortalamasına yakınsamadan ERM II'ye girmemesini tavsiye etmektedir. Girecek olursa da, ERM II'de iki yıldan daha fazla kalmamasını ve hızlı bir EMU girişi için uğraşmasını tavsiye etmektedir.

Gerçekte, bir ülkenin ERM II üyeliği, aynı zamanda EMU üyeliğine de ne derecede hazır olduğu sorusunun cevabı ile yakından alakalıdır. Bu sebepten ötürü, EMU için hazır olmak ERM II üyeliği için hazır olmayı, ERM II üyeliği için hazır olmak da EMU için hazır olmayı ifade etmektedir. EMU'ya hazır olmak ise nominal ve reel yakınsama seviyesi ile doğrudan ilişkilidir ve ülke koşulları uygun olmadığında riskli bir kumardır (bkz. Bölüm 3.1. Zamanlama ve Yakınsama Tartışmaları).

Diğer taraftan, ERM II'ye giriş konusunda yapılacak yanlış bir zamanlamanın olumsuz etkilerini hafifletici koşullar da bulunmaktadır. Bunlardan birisi enflasyon kriterinin sadece test yılında tutması gerektiği ve ERM II mekanizmasına üye olan ülkenin bu test yılının belirlenmesinde söz hakkı bulunmasıdır. Ayrıca test yılı bir takvim yılı olmak zorunda da değildir (IMF, 2004: s.99). Dolayısıyla enflasyon kriterini ERM II öncesinde tutturmamış ve ERM II'de tutturmayı düşünen bir ülke için mekanizma içinde politika değişikliğine gidebilme şansı bulunmaktadır ki (örneğin, üyelik süresini uzatarak), bu da söz konusu ülkenin manevra alanını genişletmektedir.

Flandreau, Maurel (2001) ve Eichengreen (2004) de yeni üyelerin eninde sonunda ERM II'ye girmek zorunda olduklarından fazla beklememelerini ve mekanizmaya biran önce dahil olup iki yıllık süreyi bitirmelerini tavsiye etmektedir. Girmeden önce fazla düşünmenin piyasaları tedirgin ettiğini ve bu yüzden Nike reklamındaki "Just do it!" sloganı şeklinde hızlı bir giriş kararı alınmasını tavsiye etmektedir. Ne var ki, ERM II ani karar verilip girilecek bir mekanizma değildir ve koşulların uygun olması başarıyı

doğrudan etkileyen bir faktördür. Nike stratejisi, mekanizmaya dahil olmayı bekleyen bir ülkenin, zamanlama hatasından dolayı, intihar etmesine (gerginlikler ve/veya kriz yaşamasına) neden olabilir

2.5. İlk ERM II Deneyimi: Yunanistan (Mart 1998 – Aralık 2000)

1981 yılında AB üyesi olan Yunanistan, 1998 yılında da ERM II'ye üye olmuş ve mekanizmada iki yıl geçirdikten sonra EMU'ya katılmıştır. ERM II mekanizmasını değerlendirmek açısından Yunanistan'ın tecrübesine göz atmakta fayda bulunmaktadır.

EMU'ya geçiş için şartların belirlendiği ve hazırlıkların hızlandığı 1990'lı yılların başında AB ülkeleri, parasal birliğe geçmek üzere ekonomilerini baştan aşağı yenilerken, Yunan ekonomisi oldukça kötü bir durumdaydı. Büyümenin neredeyse hiç olmadığı ekonomide, enflasyon ve bütçe açıkları çift haneli rakamlarda bulunmaktaydı. Diğer AB ülkeleri EMU üyeliği yolunda hızla ilerlerken, Yunanistan giderek geri kalmaktaydı. Ülkede yıllardır izlenen ve iyi sonuç vermekten uzak politikalar karşısında Yunan hükümeti, biraz geç de olsa harekete geçmeye karar vermiş ve Maastricht Antlaşmasının imzalanmasından yaklaşık 3-4 yıl sonra, gerekli adımları atmaya yönelik kararları almaya başlamıştır.

Alınan önlemlerin bir parçası olarak, EMU'ya üyelik hedefi göz önünde bulundurularak, 1995 yılında Yunan Merkez Bankası (BoG) "güçlü drahmi (hard drachma)" politikasını uygulamaya koymuş ve döviz kuru nominal çıpa olarak kullanılmaya başlanmıştır. Güçlü drahmi politikası, drahminin ECU'ya karşı nominal değer kaybının, Yunanistan ile AB ortalaması arasındaki enflasyon farkından daha az olması temeline dayanmıştır. Banka, tarihinde ilk defa belirli bir döviz kuru hedefi açıklamak suretiyle, fiyat seviyesinin ticarete konu olan mallar ayağını dengelemeyi, ücret politikalarıyla fiyat belirleme alışkanlıklarını kontrol altına alarak güçlü drahmi politikası ile kredibilitiyi artırmayı ve bu şekilde dezenflasyon sürecine katkıda bulunmayı amaçlamıştır.

Tüm döviz kuru çıpalarında olduğu gibi Yunanistan da rejim süresince sıkıntılarla karşılaşmıştır. İmkansız üçlünün (impossible trinity) gösterdiği üzere, sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir sabit döviz kuru rejimi altında, tamamıyla bağımsız bir para politikası izlemek neredeyse imkansız hale gelmektedir. Yunanistan'da faizlerin yüksek olması ve sermaye kısıtlamalarının kaldırılması, yoğun sermaye girişlerine sebep olmuştur. BoG, bu girişlerin para tabanına olan etkisini azaltmak, nominal döviz kurunun değerenmesini sınırlandırmak ve faiz oranlarının hızlı ve kontrolsüz bir şekilde düşüşe geçmemesini sağlamak amacıyla, fazla likiditeyi sterilizasyon yoluyla çekmek zorunda kalmıştır. Buna karşın sterilizasyonun da yarı-mali yükü (quasi-fiscal costs)⁴⁶ olmuş ve faiz oranlarının düşmesini engelleyerek, sermaye girişine sebep olan faiz farklarının sürmesine yol açmıştır (Garganas, 2003).

Bunun yanı sıra Yunan ekonomisi, diğer sabit döviz kuru rejimi uygulayan ülkelerin karşılaştığı bir başka sorunla baş etmek zorunda kalmıştır: reel döviz kurunun değere kazanması. Gelir ve maliye politikalarının planlandığı kadar sıkı tutulmaması, drahminin değere kazanması ve kura dayalı rekabet gücünün azalarak, kuvvetli iç talebin de etkisiyle, cari işlemler açığının artması, drahminin değerinin düşürülmesi gerekliliğini doğurmuştur. Güçlü drahmi, bir taraftan AB ortalaması ile Yunanistan arasındaki enflasyon farkının azaltılmasında yardımcı olurken, diğer taraftan rekabet gücünün giderek kaybolmasına yol açmıştır (Čársky ve diğ., 2003).

Büyüyen cari işlemler açığı, hızlı ücret artışlarının da etkisiyle, piyasaların drahminin aşırı değeri⁴⁷ konusunda tedirginleşmesine neden olmuştur. Bu sırada Asya'da beliren kriz ve Tayland para birimi bahtın, 1997 Temmuz ayında devalüe edilmesi Yunanistan'a "bulaşıcı" etki yapmış ve drahmiyi desteklemek için yükseltelen faiz oranlarının büyüme ve bütçe hedeflerini olumsuz yönde etkilediğinin görülmesi üzerine politika değışikliğine gitmenin gerektiği anlaşılmıştır (Garganas, 2003). Beklenen

⁴⁶ Calvo, Leiderman ve Reinhart (1993) ile Frankel ve Okongwu (1996) tarafından yapılan çalışmalar merkez bankalarının sterilizasyon operasyonlarının (yüksek faiz ile yurtiçi kamu borcunu yurtdışında daha düşük faiz veren menkul değerler ile değışmelerinin) maliyetli olduğunu ve bu oranın faiz farklarının yüksekliği ile kayda değere oranlara çıkabileceğini göstermiştir. Merkez Bankasının yapmış olduğu zararların kısmen kamu tarafından karşılanıyor olması ile yüksek maliyetli sterilizasyon operasyonları yarı-mali yük olarak tanımlamak mümkündür.

⁴⁷ 1995-1997 yılları arasında reel döviz kuru yaklaşık yüzde 7 değere kazanmıştır.

politika değişikliği ERM/ERM II üyeliği ile gelmiştir. 16 Mart 1998 tarihinde Yunanistan yaklaşık yüzde 12.3 oranında bir devalüasyon yaparak ERM'ye girmiştir (Garganas, 2003).

ERM'ye giriş öncesinde, yanlış belirlenecek bir merkezi paritenin, kuru kısa sürede dalgalanma bandının alt veya üst sınırına yaklaştırması ve bandı zorlaması ihtimali göz önünde bulundurulmuş ve BoG hareket alanını genişletmek için o günkü koşulların öngördüğünden daha yüksek oranlı (yüzde 12) bir devalüasyonu kabul ettirmiştir. Yetkililerin açıklamalarına göre, drahminin devalüasyonu aynı zamanda hem geriye, hem de ileriye dönük olmuştur. Devalüasyon miktarı Yunanistan ile diğer AB üyeleri arasında hem geçmiş, hem de Yunanistan'ın EMU üyesi olana kadar geçecek dönemdeki tahmini enflasyon farklılıklarını göz önünde bulundurmuş, bu şekilde merkezi kurun sürdürülebilir olması sağlanmıştır (Garganas, 2003). Garganas'a (2003: s.6) göre bu noktada ERM üyeliği, EMU'ya giden ücretsiz ve geniş bir otoyoldan ziyade, EMU için bir çeşit test sürüşü pisti görevini görmüştür.

Burada dikkatleri çeken, drahminin devalüasyonunun, spekülatif atak veya mali bir krize yol açmadan, ekonomik büyümeyi hızlandırmış olmasıdır. Diğer devalüasyonlardan yine farklı olmak üzere, drahminin devalüasyonunun enflasyona yansımaları da çok sınırlı olmuştur. Yapılan devalüasyonun ERM üyeliği ile aynı zamana denk getirilmesi, devalüasyonun olumsuz etkilerini büyük ölçüde önlemiştir. Burada, geleceğe yönelik olumlu beklentilerin ERM üyeliği ile artmasının da etkisi bulunmaktadır. Nitekim, daha işin başında, piyasaların döviz kurunun seviyesi konusunda tatmin olmamalarına ve dalgalanma bantlarının genişliğine rağmen, ERM üyeliği kredibilitelerine vermeye yetmiştir (Garganas, 2003). Garganas'a (2003: s.3) göre Yunanistan, ERM'de bundan önceki üyeler tarafından yıllar boyunca oluşturulan kredibiliteden yararlanmıştır. İkinci önemli nokta, devalüasyon sonrası mali disiplinin hem sürdürülmüş, hem de sürdürülüyor olarak gösterilmiş olmasıdır.⁴⁸ İşgücü piyasası politikalarının mali disipline ve uluslararası rekabet koşullarına uyarlanması sağlanmıştır. Üçüncü ve son olarak da, bankacılık sektörünün gözetimi ve denetimi özenle sürdürülmüş,

⁴⁸ bkz. EK 2: İstatistiksel Gerçekler ve Yunanistan.

bankacılık sektörünün net dış yükümlülüğü kayda değer miktarda azalmış ve bundan dolayı da bir döviz kuru riski⁴⁹ sorunuyla karşılaşılmamıştır.

ERM II'nin bir diğer faydası daha olmuştur. Mekanizmanın yüzde ± 15 'lik bantları, BoG'e yeterince geniş manevra alanı vermiştir. Bu nedenle, sermaye girişleri hızlandığında BoG, merkezi kura oranla drahminin değerlenmesine izin vermiş, bu şekilde sıkı para politikasını koruyarak devalüasyonun enflasyonist etkisini asgariye indirmiştir. 1998 ve 1999 yıllarında piyasada işlem gören kur, merkezi kura oranla değerli kalmıştır. 1999 yılında ortalama olarak drahminin işlem gördüğü seviye, merkezi kurun yüzde 7.7 üzerinde olmuştur. Bunun yanında da Yunanistan'ın 3-aylık bankalararası faiz oranı, Almanya'nın aynı oranının 700 baz puan üzerinde olmuştur. Sıkı ve tutarlı politikalar sonucu 1999 yılının ikinci yarısında enflasyon yüzde 2'ye kadar gerilemiştir. Daha sonra piyasa kuru ile merkezi kur arasında oluşmuş olan fark, Ocak 2000'de merkezi kur aşağı (değerlenme) yönde ayarlanarak giderilmiştir. 1 Ocak 2001 tarihinde, Yunanistan 12. üye olarak Euroalanına katılmıştır (Garganas, 2003).

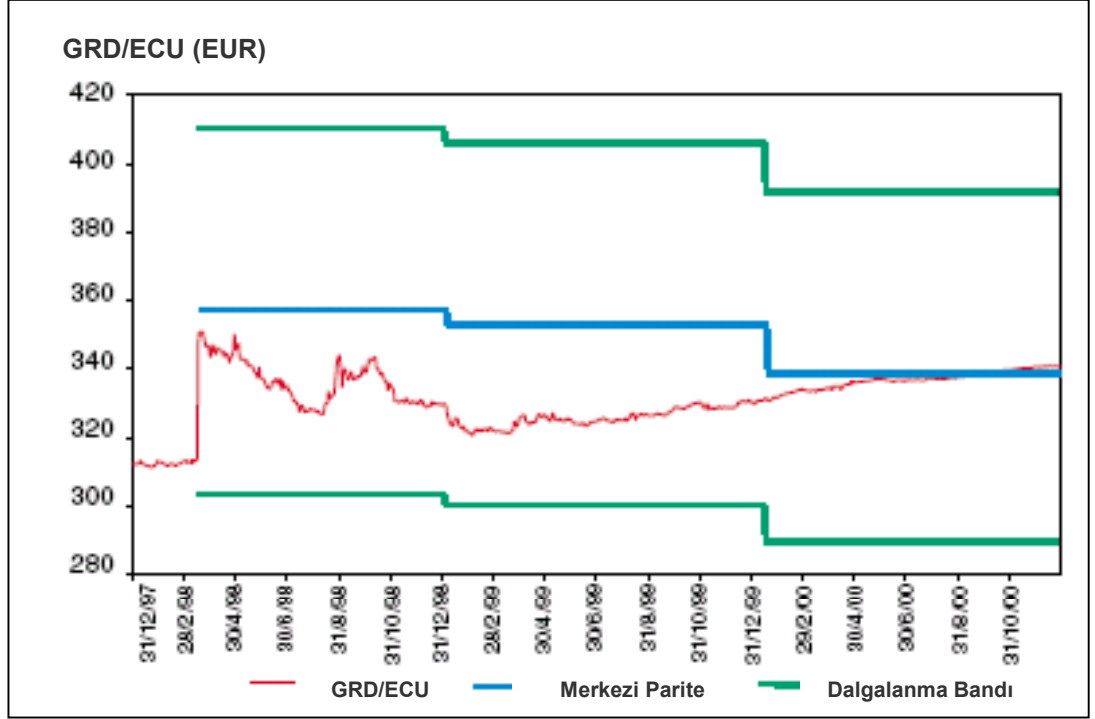
Sonuç olarak, ERM II'nin kurda sağladığı istikrar nedeniyle Yunan ekonomisi önemli ölçüde kredibilite kazanmış ve on yıllık tahvil ve diğer faiz oranları Maastricht Kriterleri ile belirlenen euro bölgesi faiz oranları seviyesine yaklaşma eğilimine girmiştir. Yunanistan için ERM II'ye üyelik, döviz kuru istikrarının yanı sıra, ülkenin AB ortalamasına yakınsamasını artırıcı rol oynamıştır.

2.5.1. ERM/ERM II ve Drahminin Revalüasyonu

Yunanistan'ın ERM/ERM II üyeliği ile ilgili olarak drahminin revalüasyonu ile ilgili gelişmeleri bir alt bölüm altında incelemekte fayda bulunmaktadır.

⁴⁹ Döviz kuru riski = büyük ve kapsanmayan döviz pozisyonlarının bir devalüasyon durumunda, yurtdışında döviz cinsinden borçlananların borç yükümlülüklerini artırarak iflas ve mali krizlerle sonuçlanması.

1 Ocak 1999 tarihinde Euro'nun ECU'nun yerini almasıyla drahmi için yeni merkezi parite⁵⁰ hesaplanmış ve ERM II'de parite 353.109 GRD/EUR olarak belirlenmiştir (eski parite 357 GRD/ECU).



Şekil 2.1: Yunan Drahmisi ERM II'de

Kaynak: BoG

Drahminin sürekli olarak bandın alt (değerlenme) kısmında dalgalanması nedeniyle Ocak 2000'de merkezi kur yüzde 3.5 oranında revalüe edilmiş ve 340.765 GRD/EUR olarak belirlenmiştir (bir önceki 353.109 GRD/EUR). Yeni bir parite belirlenmiş olmasına rağmen, drahmi euro'ya karşı değer kazanmaya devam etmiştir. Bu değerlenme dezenflasyon sürecini desteklemiş, ayrıca ücret artışlarının ılımlı olmasını sağlamıştır. ECOFIN (Ekonomi ve Maliye Bakanları) Konseyinin 19 Haziran 2000'deki kararı uyarınca Yunanistan 340.765 GRD/EUR geri dönülemez sabit dönüşüm kuru üzerinden 1 Ocak 2001'de Euroalanına katılmıştır (Papasprou, 2004).

⁵⁰ ECU'yu tüm AB ülkelerinin para birimleri oluştururken, 1999-2001 yılları arasında Euro'yu sadece EMU'ya girmiş 11 ülkenin para birimleri oluşturmaktaydı. 2001 yılında Yunanistan'ın da EMU'ya dahil olmasıyla euro 12 ülkenin para biriminden oluşmaya başlamıştır. Ayrıca 1999 yılında döviz kurları euroya karşı geri dönülemez olarak sabitlenmiştir ve geri dönüşüm oranlarından GRD/EUR merkezi kuru tekrar hesaplanmıştır.

Yunanistan'ın ERM tecrübesini, ERM'ye katıldığı tarih ile Şubat 1999 arasını birinci bölüm, Şubat 1999'dan başlayıp Aralık 2000'e kadar olan süreyi de ikinci bölüm olmak üzere bölümler halinde incelemek mümkündür: Birinci bölüm, sıkı para politikasının da etkisi ile Euroalanı ile Yunanistan arasındaki faiz farkının yüksekliği⁵¹ nedeniyle kurdaki değerlenmenin daha yoğun olarak yaşandığı dönem, diğeri ise Euroalanı ile Yunanistan arasındaki faiz farklılığının azalmaya başlaması ile birlikte drahminin merkezi pariteye doğru değer kaybetmeye başladığı ikinci dönemdir.

BoG, drahminin Euro dönüşüm oranına (merkezi kura) yumuşak bir şekilde yaklaşmasına yardımcı olmak amacıyla döviz piyasalarına müdahalede bulunmuştur. Bununla beraber, döviz piyasalarına müdahalenin bir diğeri amacı da dışsal sebeplerden kaynaklanan aşırı oynaklığı önlemek olmuştur. 1998 Ağustos ortasında drahmi merkezi kura oranla yüzde 8.1 değer kazanmışken, Ağustos sonunda Rusya krizinin baş göstermesi ile değer artışı yüzde 4'e gerilemiştir (Papasprou, 2004). 1998 yılı içinde drahminin merkezi kura oranla kazandığı değer yüzde 2.2-8.5 gibi geniş sayılabilecek bir aralıkta olmuştur (bkz. Şekil 2.1.). 1999 yılında merkezi kurdan sapma (değerlenme yönünde) yaklaşık yüzde 6.5-9 aralığında olmuştur. 1998 ve 1999 yıllarında müdahaleler genellikle döviz alımı şeklinde olurken, 2000 yılında ise döviz satımı şeklinde gerçekleşmiştir.

2000 yılında Yunanistan'ın Maastricht Kriterlerini tutturamayacağı yönünde haberlerin çıkması, tartışmalara yol açarak döviz kurunda oynaklığa neden olmuş ve BoG zaman zaman döviz piyasalarına müdahale etmek zorunda kalmıştır. Daha sonra ECOFIN'in Yunanistan'ın EMU üyeliğini onaylayan kararı ile korkular giderilmiştir (Papasprou, 2004). Bu deneyim, ERM II üyeliği sırasında, iki senelik sürenin dolmasına yakın Maastricht Kriterlerinin tutturulamaması durumunda oluşabilecek olumsuz ortam hakkında bir fikir verebilir.

1999 yılında BoG'nin temel hedefi fiyat istikrarı (yüzde 2'nin altında artış gösteren tüketici fiyatları) iken, ara hedefi döviz kuru istikrarı (drahminin

⁵¹ Yunanistan'da 1998 yılında 3-aylık bankalararası ortalama faiz oranı yüzde 13.9 iken Euroalanında yüzde 3.9, 1999'da yüzde 10.3 iken Euroalanında yüzde 3'tür.

yüzde ± 2.25 'lik bant içinde hareket etmesi) olmuştur. Aynı anda dezenflasyon ve döviz kuru istikrarı hedeflerinin çelişmesi nedeniyle daha sonra enflasyon hedefi BoG'nin tek önceliği haline gelmiştir.

Bantları zorlaması durumunda, ECB tarafından kurun savunulabilmesi için ERM II üyelerine destek amaçlı sunulan kısa dönemli mali kaynak, BoG tarafından kullanılmamış, ancak piyasalar söz konusu kaynağın BoG tarafından kullanabileceğinden her zaman için emin olmuş, bu da istikrar sağlanmasında yardımcı olmuştur (Garganas, 2003). Bunun yanında ERM/ERM II üyeliği süresince BoG'nin ortalama olarak 20 milyar ABD dolarını aşkın döviz rezervleri ve ayrıca altın rezervlerinin bulunması, spekülasyon saldırılarının önlenmesine yardımcı olmuştur.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

YENİ AB ÜYELERİ VE ERM II ÜYELİĞİ

3.1. Zamanlama ve Yakınsama Tartışmaları

AB'nin 2004 yılı Mayıs ayında yapmış olduğu beşinci genişleme, tarihinde ilk defa ekonomik olarak kendi ortalamasının oldukça altında bulunan ülkeleri bünyesine katması nedeniyle ayrı bir önem taşımaktadır. Yeni üyeler gerekli koşulları sağladıkları vakit EMU'ya katılmak mecburiyetindedirler. EMU'ya katılmak için kural olarak sadece nominal yakınsama gerekliyken, reel yakınsamanın derecesi de başarıyı artıran etkidir.⁵² Bu ERM II üyeliği için de geçerlidir (bkz. Bölüm 3.1.3. Reel Yakınsama). Ancak, ERM II'nin nominal yakınsama kriterlerinden biri olması sebebiyle bu çalışmada daha çok nominal yakınsama üzerinde durulmuştur.

Nominal yakınsamanın seviyesi, ERM II üyeliği için, başlıca iki sebepten dolayı önem arz etmektedir. İlki, ERM II süresince döviz kuru hedefiyle beraber enflasyon hedefinin olması para politikasını yeterince zorlayacak bir sebeptir. Bununla birlikte kamu açığı, kamu borcu gibi kriterlerin de tutturulmaya çalışılıyor olması ERM II üyeliğini doğrudan etkileyip, para politikasını sınırlandıracak sebeplerdir. İkincisi, EMU'ya giden yolda son adım olarak nitelendirilen ERM II üyeliği gerçekleştiği vakit EMU için gerekli olan nominal yakınsamanın halen sağlanamamış olması, piyasaların tedirginleşmesine ve olumsuz sinyalleri abartarak algılamalarına neden olabilecektir. Algıda olumsuzluğun döviz kuruna kolaylıkla yansıyor oynaklığa sebep olması muhtemeldir.

⁵² *Nominal Yakınsama* - Enflasyon, kamu borç stoku, kamu kesimi açığı ve uzun dönem faiz oranları ile ilgili Maastricht Kriterlerinin tutturulması.

Reel Yakınsama – Dar anlamda, kişi başına düşen milli gelir olarak, geniş anlamda da kişi başına düşen milli gelire ek olarak üretkenlik seviyesi, üretim ile istihdam yapıları, mali piyasalar, denetleyici ve gözetici kurumların kalitesi bakımından AB ortalamasının yakalanması.

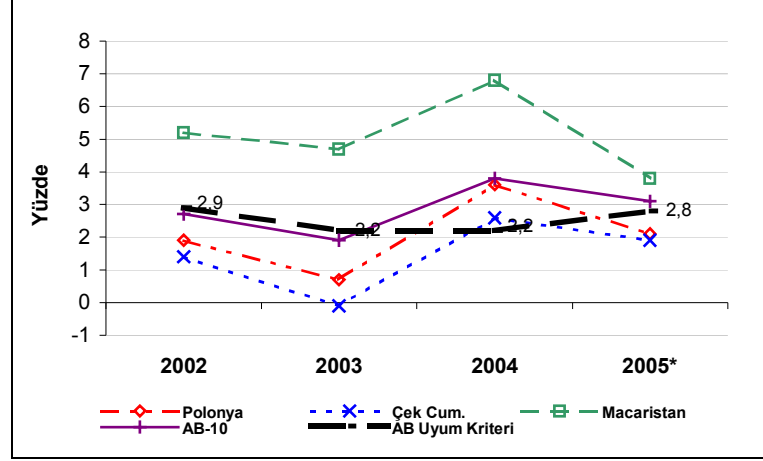
Nominal yakınsama, başarılı ve riski az bir ERM II üyeliği için gerekliyken, De Macedo, Cohen ve Reisen'a (2003: s.7) göre, ERM II artık basit bir döviz kuru mekanizması olmaktan çıkmış ve bir yakınsama mekanizması haline gelmiştir. ERM II'nin, parasal birlik için gerekli olan yakınsamayı artıran önemli bir araç olduğu Avrupa Komisyonu ve ECB tarafından da dile getirilmektedir. Bu durumda, nominal yakınsamayı sağlayıp mı ERM II'ye girmeli, yoksa nominal yakınsama sürecini hızlandırmak için mi ERM II'ye girmelidir sorusu akla gelmektedir. Koşullar uygun olduğunda ve destekleyici politikalar ile güçlendirildiğinde ERM II'nin nominal yakınsamayı artırdığı bilinmektedir. Bu bağlamda, daha önceleri yeni üyelerin politika yapıcıları ERM II'ye katılmadan önce genel olarak Maastricht Kriterlerini yerine getirmelerinin "iyi olacağı" görüşünü savunurlarken, artık kriterlerin öncelikli olarak yerine getirilmesi "gerektiğini" kabul etmektedirler (BIS, 2004: s.1). Bu önemli bir gelişmedir. Önce nominal yakınsama mı, yoksa ERM II üyeliği mi sorusuna cevap olarak, dezenflasyon sürecinin sabit döviz kuruna oranla, dalgalı bir döviz kuru ile daha kolay sağlanabilir olması, ülkelerin mekanizmaya dahil olmadan önce nominal uyumu sağlamalarını ayrıca faydalı kılmaktadır. ERM II üyeliği için kredibl bir tarihin belirlenmesi ve bu doğrultuda nominal yakınsamanın sağlanıyor olmasının yakınsama sürecini desteklemesi beklenmektedir.

Özetle, nominal yakınsama çalışmaları kriterler itibarıyla birbirine bağlıdır ve kriterler birbirinden ayrı değerlendirilmemelidir. Enflasyon hedefi güvenilir olduğunda, piyasa beklentileri uzun-dönem faiz oranlarının düşmesini sağlamaktadır. Bu, bir taraftan da hükümetin kamu açıklarını düşürme çabalarına bağlı olmaktadır (Borowski ve diğ., 2002: s.2). Yeni üyeler, bütçe açıkları dışında Maastricht Kriterlerini büyük ölçüde tutturmuşlardır. Reel yakınsama ise daha uzun vadeli bir süreçtir ve nominal yakınsamanın artmasının reel yakınsamayı da artırdığı (ve ters şekilde de işlediği) bilinmektedir.

3.1.1. Nominal Yakınsama Düzeylerinin İncelenmesi

Yeni üyeler hızlı bir şekilde nominal yakınsamada ilerleme sağlamaktadırlar. Enflasyon kriteri incelendiğinde, özellikle 2003 yılında, yeni

üye ülkelerin enflasyon oranlarında oldukça düşük bir seviyeye indiği dikkati çekmektedir. Genel itibarıyla bu ülkelerde enflasyon, İspanya, Portekiz ve Yunanistan'ın EMU'ya girdikleri dönemde sahip oldukları enflasyon oranlarından daha düşüktür.

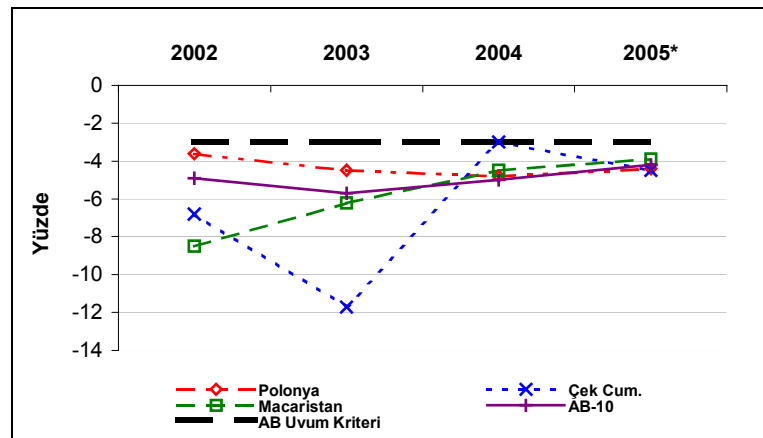


Şekil 3.1: Yeni Üyeler Enflasyon

Kaynak: Avrupa Komisyonu, *Bahar 2005 Ekonomik Tahminleri*

*tahmin

Ancak, 2004 yılında yeni üyelerin ticarete konu olan mallarına dış talebin artması ve AB üyeliği ile birlikte gelen vergi artışlarına bağlı olarak, yeni üyelerin çoğunun enflasyon seviyelerinde, AB üyeliği ile birlikte küçük çaplı bir sıçrama olmuştur (bkz. Şekil 3.1.). Önümüzdeki senelerde (petrol fiyatlarındaki artış sürmez ise), Maastricht enflasyon kriterinin, yüzde 2-2.5 aralığında seyretmesi beklenmektedir. Genel eğilime bakıldığında, yeni üye ülkelerin ERM II üyeliği sırasında ve sonrasında enflasyon kriterini sağlayabilecekleri tahmin edilmektedir.

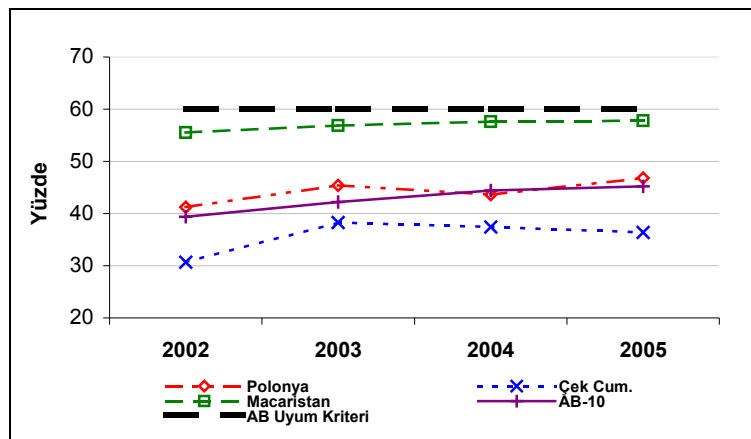


Şekil 3.2: Yeni Üyeler Kamu Kesimi Dengesi

Kaynak: Avrupa Komisyonu, *Bahar 2005 Ekonomik Tahminleri*

*tahmin

Yeni üyelerde halihazırdaki tek problem kamu açıklarıdır. On ülke ortalaması Maastricht sınırı olan yüzde 3'ün üzerindedir (bkz. Şekil 3.2.). Bunun yanında, yeni üyelerin çoğunda çifte açık (hem bütçe açığı, hem cari işlemler açığı) bulunmaktadır. Kamu açıklarının indirilmesi yönünde çabalar bulunmakta, ancak genel tablo, yeni üyelerde açıkların kapatılması ile ilgili olarak uzun-dönem sorunları çözmeye yönelik siyasi isteğin fazla olmadığını göstermektedir. Bu, AB'ye girişin daha büyük bütçe açıklarını finanse etmeyi kolaylaştırdığı iyimserliğinin hakim olmasından da kaynaklanmaktadır (BIS, 2004: s.4). Bu durum, "AB üyeliğinin bütçede yarattığı ahlaki tehlike" olarak da adlandırılabilir⁵³. Ancak yatırımcılar bütçe açıkları konusunda daha hassastırlar. 2003 kriziyle Macaristan⁵⁴, yatırımcı hassasiyetine iyi bir örnek teşkil etmektedir (BIS, 2004: s.4). Ülke bütçeleri üzerine AB üyeliğinin getirdiği yükün, orta vadede yıllık ortalama olarak GSYİH'nın yüzde 1.5-2'si arasında olacağı tahmin edilmektedir.⁵⁵ Diğer taraftan bir de emeklilik reformu, sağlık reformu, KİT reformu, gibi uzun-dönemli reformların kısa-dönem maliyetleri bulunmaktadır. Bu reformların bütçeye maliyeti yüksek olabileceğinden dolayı, ERM II'den önce tamamlanmasında fayda vardır. ERM II üyeliğinin, reformların meyve vermeye başladığı bir döneme getirilmesiyle, makro ekonomik ortamın, para politikasını destekleyici olması sağlanabilecektir.



Şekil 3.3: Yeni Üyeler Toplam Kamu Borç Stoku

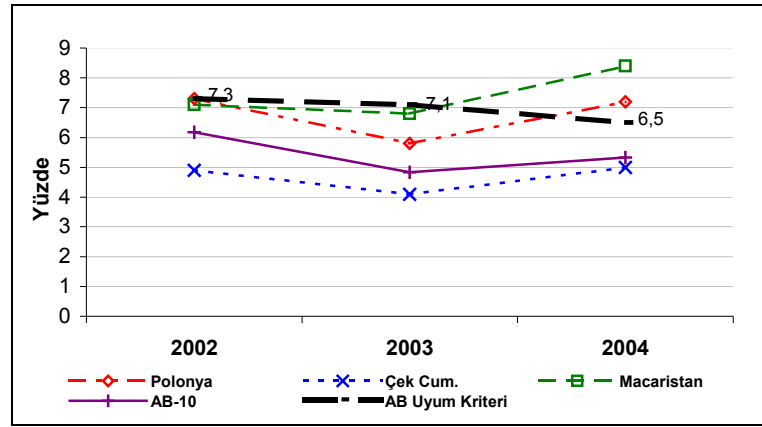
Kaynak: Avrupa Komisyonu, *Bahar 2005 Ekonomik Tahminleri*

⁵³ Komisyonun bütçe açıklarını yakın bir şekilde takip etmesi ve uyarı mekanizmalarının bulunması AB üyeliğinin mali disiplin getiren bir diğer yönüdür.

⁵⁴ bkz. EK 2: Macaristan Krizi.

⁵⁵ Yeni AB üyelerinin her sene sadece AB bütçesine GSMH'larının yüzde 1.24'ü kadar bir katkı yapmaları söz konusudur. Bunun dışında çevre, sanayi gibi AB müktesebatının uygulanmasından kaynaklanan masraflar/harcamalar bulunmaktadır.

Toplam kamu borç stokuna bakıldığında, kamu açıklarına oranla durum iyileşmektedir. Malta ve Güney Kıbrıs hariç, yeni üyelerin kamu borç stoklarının, eski üyelerden bile daha iyi durumda olduğu görülmektedir (Backé ve diğ., 2004: s.28). On yeni üyenin 2004 yılı itibarıyla toplam kamu borç stoku ortalaması yüzde 45'tir ve Maastricht Kriteri olan yüzde 60'ın oldukça altındadır (bkz. Şekil 3.3.). Böylece, hem borç stoku kriteri tutmakta, hem de daha fazla bütçe açığı verebilme konusunda ülkeler yeterli bir marja sahip olmaktadır.



Şekil 3.4: Yeni Üyeler Uzun Dönem Faiz Oranları

Kaynak: ECB

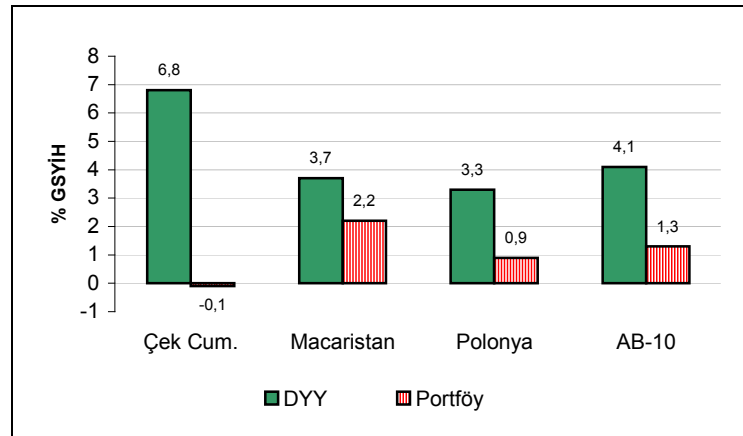
Uzun dönemli faiz oranları ele alındığında, enflasyonda olduğu gibi yeni üyeler, Yunanistan, İtalya, Portekiz ve İspanya'nın ERM üyesi oldukları vakit sahip olmuş oldukları uzun dönem faiz oranlarından daha düşük faizlere sahiptirler. Yeni üyelerin bazılarında yaşanan küçük çaplı krizler ve makro ekonomik belirsizlik nedeniyle 2004 yılında uzun dönem faizlerde bir artış meydana gelmiş olsa da genel eğilim azalma yönündedir. 2002'den bu yana uzun dönem faiz kriterinin tutturulduğu ve bu konuda da nominal yakınsamanın sağlandığı dikkati çekmektedir (bkz. Şekil 3.4.). 2004 yılı itibarıyla sadece Macaristan ve Polonya uzun dönemli faiz kriterini tutturamamıştır.

3.1.2. Nominal Yakınsama Dışındaki Etmenler

Yeni üyelerin birçoğunda, faiz oranlarındaki gerileme eğilimine rağmen, ortalama faizler halen AB ortalamasına kıyasla yüksek ve sıcak

para girişini teşvik eden önemli bir sebeptir. Yeni üyelere uzun bir zamandır kısa dönemli sermaye girişleri kaydedilmekte ve bunun ERM II üyeliği ile artması beklenmemektedir. Tam tersine ERM II'ye girişin, bu noktada yeni üyelere sıcak para cinsinden sermaye hareketlerini azaltabilecek etki de yapabilmesi beklenebilir. Bugüne kadar yatırımcılar bu ülkelere yatırım yaparak hem faiz farkından hem de bu ülkelerin paralarının diğer paralar karşısında nominal değerlenmesinden çifte kazanç elde etmişlerdir. ERM II'nin nominal kur değerlenmesini sınırlayacak olması iki kazanç mekanizmasının bir ayağının gitmesine sebep olarak portföy yatırımlarını daha az cazip hale getirebilir.

Nitekim, ülke örneklerine bakıldığında, yeni üyelere doğrudan yabancı yatırımların (DYY), portföy girişlerinin üzerinde olduğu görülmektedir. Yeni üyelere DYY şeklinde sermaye girişine yol açan bir diğer sebep, faiz farklarından çok yatırımların diğer AB ve Euroalanı ülkelerine göre daha karlı olmasıdır. Ancak son zamanlarda özelleştirme olanaklarının sona yaklaşması nedeniyle DYY'de bir azalma söz konusudur. Dolayısıyla, ilerleyen dönemde yabancı sermayenin, sıcak paraya veya kısa vadeli farklı enstrümanlara yönelebileme potansiyeli bulunmaktadır.



Şekil 3.5: 1995-2003 Yılları Arasında Net Sermaye Girişleri

Kaynak: BIS

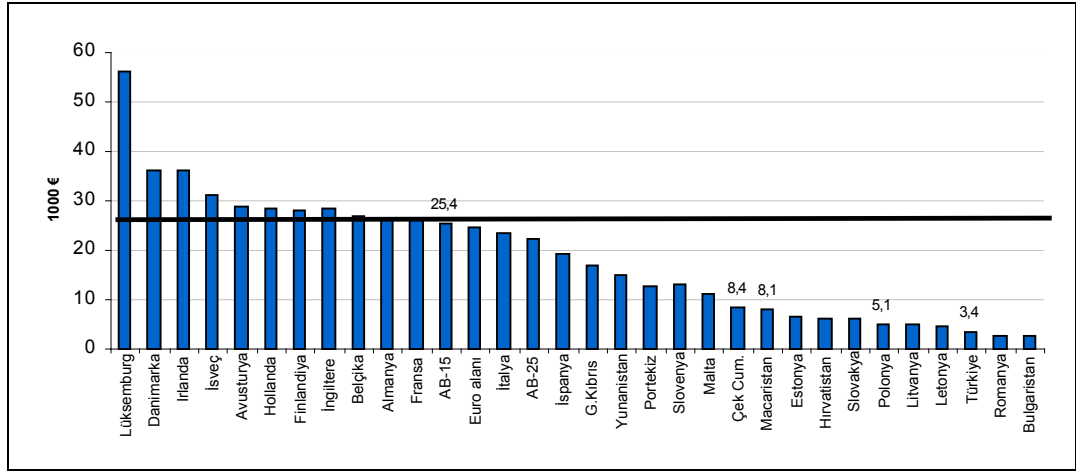
Yeni üyelere 1995-2003 yılları arasında ortalama olarak yıllık GSYİH'larının yüzde 4.1'i kadar net sermaye girişi kaydedilmiştir (bkz. Şekil 3.5.). Dağılımlar ülkeden ülkeye değişim gösterse de girişlerin ortalama

yüzde 75'i DYY şeklinde gerçekleşmiştir (IMF, 2004: s.51).⁵⁶ Yeni üyelere yıllardır giren sermaye (DYY ve portföy), bazı AB ülkelerinin Euro'ya geçmeden önceki durumları ile karşılaştırıldığında, GSYİH'e oran olarak daha yüksek ve oynaktır. Ancak, yeni üyeler (özellikle bazı yeni üyelerin döviz kuru esnekliklerinin ya çok az olmasına, ya da hiç bulunmamasına karşın) bununla bugüne kadar başarılı bir şekilde baş edebilmişlerdir (Kontolemis, 2003: s.32). DYY'nin toplam içindeki payının yüksekliği bir yana, faiz farkından ötürü yeni üyelere giren portföy yatırımlarının büyük bir bölümü, bölgeye uzun perspektifli bakan ve orta vadeli yerel para cinsinden kamu kağıtlarına yatırım yapan Batı Avrupa'daki kurumsal yatırımcılardan oluşmaktadır (IMF, 2004: s.60). Bu ülkelere giren sermayenin bu özelliği, kur oynaklığına karşı bir çeşit güvencedir ve yeni üyelerin ERM II'ye dahil olmalarından sonra yoğun sermaye girişi yaşayacakları ve bu sebeple döviz kuru istikrarı sağlayamayacaklarını savunanlara karşı önemli bir argümandır.

3.1.3. Reel Yakınsama

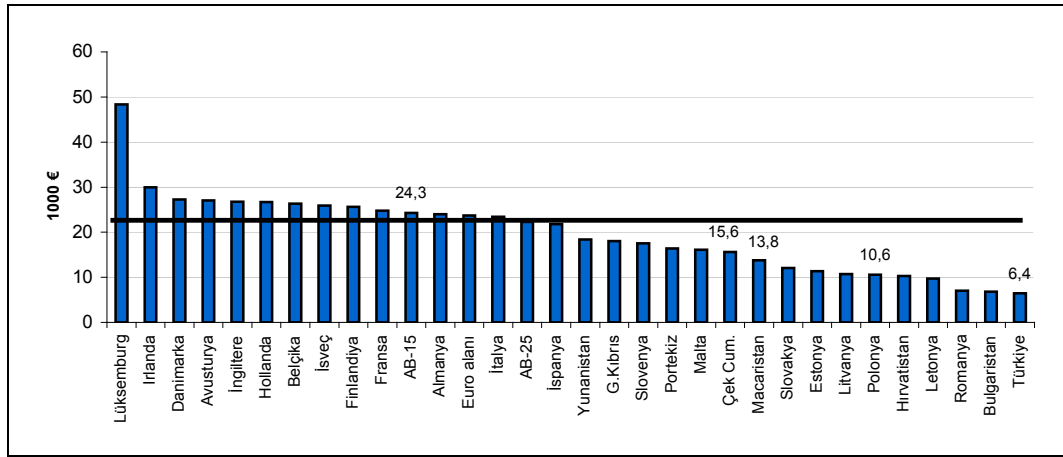
Reel yakınsama denince ilk akla gelen, kişi başına düşen gelir ve AB-15 ile yeni 10 üye ve aday ülkeler arasındaki ekonomik gelişmişlik farkıdır. Reel yakınsama tartışmaları ERM II (ve EMU) için niye önemlidir sorusuna yanıt arandığında, gelişmekte olan ülkelerin daha yüksek büyüme hızı ve üretkenlik artışları sonucu genelde daha yüksek enflasyon ile daha hızlı kur değerlenmesine sahip olduklarını (bkz. Bölüm 3.4. Yeni üyeler ve B-S etkisi), mali sistemin gelişmişliği ve ülkelerin reel yakınsama seviyeleri arttıkça ERM II (ve EMU) içinde başarılarını etkileyecek asimetric şoklara yakalanmaları riskinin o kadar azaldığını ve sistemi daha istikrarlı kıldığını söyleyebilmek mümkündür. AB'nin yeni üyelerine ve aday ülkelere bakıldığında, reel yakınsamanın en önemli göstergesi olan kişi başına düşen gelir, son 10 yılda hızlı artışlar kaydetmesine rağmen, hem nominal hem de satın alma gücü standardı açısından, halen AB ortalamasının altındadır (bkz. Şekiller 3.6. ve 3.7.).

⁵⁶ Sadece Slovenya'da bu oran yüzde 40'tır.



Şekil 3.6: AB ve Aday Ülkeler Kişi Başına Düşen Gelir (2004)

Kaynak: AMECO

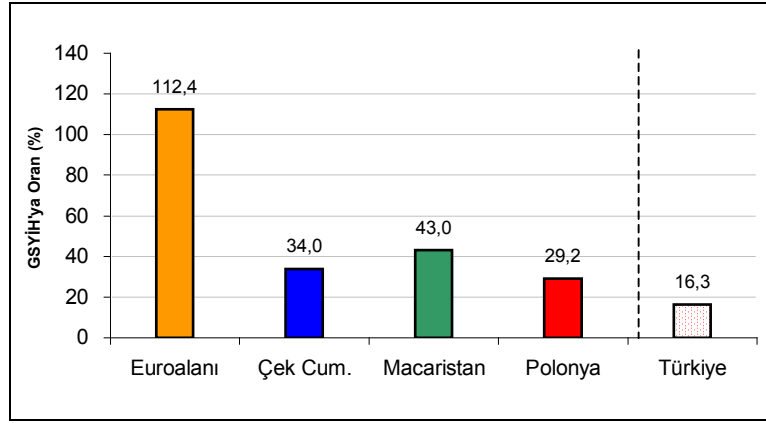


Şekil 3.7: AB ve Aday Ülkeler Satın Alma Gücü Standardına Göre Kişi Başına Düşen Gelir (2004)

Kaynak: AMECO

Reel yakınsama çerçevesinde önemli rol oynayan mali sektöre bakıldığında, yeni üyelere bankacılık sektörünün hala çok küçük, mali derinleşmenin de sınırlı olduğu görülmektedir. Özel sektöre verilen banka kredilerinin GSYİH'ya oranı hala çok düşüktür (bkz. Şekil 3.8.). Reel yakınsamanın sınırlı olması, ileride söz konusu oranın hızlı artış gösterip, aşırı ısınmaya ve varlık fiyatlarının şişerek köpük⁵⁷ oluşturmasına yol açabilir (IMF, 2004: s.54).

⁵⁷ asset price bubble



Şekil 3.8: Özel Sektöre Verilen Kredilerin GSYİH İçindeki Payı (2004)

Kaynak: IMF, *International Financial Statistics*

3.2. Üyelik Öncesi Kur Rejimlerinin Değerlendirilmesi

ERM II, bazı döviz kuru rejimleri çerçevesiyle uyumludur ve şu anda bazı yeni üyeler tarafından kullanılmakta olan döviz kuru rejimlerini barındırabilmektedir. ECB tarafından tanımlanan ve ERM II ile uyumsuz rejimler, tam dalgalı bir döviz kuru, yarı dalgalı kur (ortaklaşa bir merkezi kura sahip olmayan), euro dışında başka bir para birimine yapılan çıpalar, sürünen çıpa veya bant ve tek taraflı euroizasyondur.

TABLO 3.1. AB-10 DÖVİZ KURU REJİMLERİ

	Serbest Dalgalı	Müdahaleli Dalgalı	Kur Çıpası	Kur Sepeti	Para Kurulu	ERM II
Çek Cum.		X				
Estonya					O	X
G. Kıbrıs			O			X
Letonya			O			X
Litvanya					O	X
Macaristan			X			
Malta				O		X
Polonya	X					
Slovakya		X				
Slovenya			O			X

Kaynak: Avrupa Komisyonu

O : ERM II'den önce

Para kuruluna veya sert çıpa adı verilen ve esnek olmayan döviz kuru rejimine sahip ülkeler, ERM II içinde sahip oldukları döviz kuru rejimini (merkezi kurun onaylanması durumunda) muhafaza edebileceklerdir. Nitekim para kuruluna sahip Estonya ve Litvanya, euro'ya bağlı sabit döviz kuru

rejimine sahip Slovenya ve Letonya ile ERM II gölgelemesi yapan G.Kıbrıs ERM II'ye dahil olurken rejim değişikliğine gitmemişlerdir.

Bu ülkelerin ERM II'ye geçmeleriyle, yeni üyeler arasında para kuruluna sahip ülke kalmamıştır. Diğer ülkelerden ERM II gölgelemesi yapan Macaristan⁵⁸ dışında kalan üyeler, ERM II'ye girerken döviz kuru rejiminde değişiklik yapmak zorundadırlar (bkz. Tablo 3.1.). Bu noktada hangi rejimin ERM II öncesinde ülkelerin ERM II'ye daha iyi hazırlanmalarını sağlayan ve ERM II içinde de başarılarını artırabilen rejim olduğu hala tartışmalı bir konudur.

3.2.1. ERM II'ye Geçiş İçin Hangi Rejim Daha İyidir?

Döviz kuru rejimi ne olursa olsun, döviz kurları aşağı veya yukarı bir hayli oynak şekilde hareket ederler (Wyplosz, 2003: s.4). Aşırı değerlenme, oynaklık (reel denge kurundan sapma) ve krizler tüm rejimlerde mümkündür. Burada önemli olan, hangi rejimin ülkenin ekonomik yapısına daha uygun olduğunun belirlenmesidir.

Bazı çevreler, para kurulu uygulayan ülkeleri başarılı görmekte ve ERM II öncesi para kurulunu savunmaktadır. Dayanak noktaları, 2000-2002 yılları arasında Baltık ülkelerinin yaklaşık yüzde 6'lık büyüme oranlarını yakalamış olmalarıdır. Bu, Ghosh, Gulde ve Wolfe'un (1999) para kurulu uygulayan ülkelerin daha hızlı büyüdükleri sonucunu pekiştirmektedir. Ancak unutmamak gerekir ki, bu çeşit güçlü bir büyüme performansı "toparlanma etkisini" de yansıtabilmektedir (örneğin, birçok ülke para kurulu rejimine ağır krizlerden sonra geçmiş ve krizlerden sonra ekonomiler genelde hızlı büyüme rakamlarına ulaşmışlardır). Bir diğer neden de kendi kendini hedef seçmedir⁵⁹. Nitekim para kurulu gibi disiplinli bir rejimi tercih eden hükümetler genelde reformisttirler (Gulde ve diğ., 2000). Sert çıpa rejimlerin sağladığı ve mali dengesizlikleri gidermede anahtar rol oynayan disiplinin de bunda payı bulunmaktadır.

⁵⁸ Forint yüzde ± 15 'lik dalgalanma bantları ile euroya sabitlenmiş durumdadır.

⁵⁹ self-selection

Sabit döviz kuru rejimine sahip ülkelerin yakalamış oldukları iyi performans, dalgalı ve/veya esnek döviz kuru rejimlerinin başarısız oldukları, düşük enflasyon ve büyümeye engel teşkil ettikleri anlamına gelmemektedir. Hangi ülkeler için dalgalı, hangileri için sabit kur sorusuna belki şu şekilde yanıt verilebilir; daha çok dışsal etkiye maruz kalan ülke (yabancıların varlık satın alma stratejilerinde oynamalar) para birimini dalgalanmaya bırakmaya meyilli olacaktır. Bu şekilde dışsal etkenlerden bir derece kendisini koruyabilecektir. Diğer taraftan daha çok içsel rahatsızlığa maruz kalan ülkeler paralarını sabitlemeyi tercih edeceklerdir (Frankel, 2003: s.12).

Sert çıpa döviz kuru rejimine sahip ülkeler için tek bir “çıkış” söz konusudur, o da euro’ya geçmektir. O yüzden Estonya ve Litvanya için ERM II’ye hızlı giriş yerinde bir karar olmuştur. Belli oranda ekonomik ve siyasi istikrar ortamı sağlamış olmaları, bu ülkelerin avantajlarıdır. Bu yüzden döviz kuru rejimlerinde bir değişikliğe gidip, sağlanan istikrar ortamını tehlikeye atmak mantıklı gözükmemiştir (IMF, 2004: s.113). Ayrıca yıllardır bu ülkelerdeki rejimler güvenilir rejimler olarak varlıklarını sürdürmüşler, hatta bu ülkelerdeki para politikasının kredibilitesi, ‘araç’ olarak makro ekonomik istikrar sağlamada önemli rol oynamıştır (IMF, 2004: s.113). Bunu, ülkelerin ulusal para cinsinden olan varlıklarına uygulanan uzun-dönemli faiz oranlarının düşüş eğiliminde olmasından, ayrıca döviz kurunu savunmak için faiz politikasının kullanım sıklığına ve kura müdahalelere bakarak anlamak mümkündür (Backé ve diğ., 2004: s.19). Ancak, para kurulu gibi bir rejimde belki de en büyük sıkıntı, değişen koşullar karşısında, para politikasının eli kolu bağlı olduğundan, gerekli olan tüm ayarlamayı reel sektörün yapmak zorunda olmasıdır. Bu süreç kimi zaman zorlu da olabilmektedir. Örneğin, Estonya bunun dezavantajlarını yaşamaktadır.⁶⁰

Polonya, Macaristan ve Çek Cumhuriyeti gibi daha büyük ekonomiler için sert çıpa rejimler fazla optimal değildir. Bu uyumsuzluğu fiilen yaşayan Polonya ve Çek Cumhuriyeti dalgalı kur rejimine geçmek zorunda kalmışlardır. ERM II’ye geçmeden önce döviz kuru rejiminde bir değişikliğe gitmek anlamlı olmayacağından ve dünyada yaşanan bunca döviz kuru rejimi

⁶⁰ Joint Vienna Institute ile Avusturya Merkez Bankası tarafından ortaklaşa düzenlenen “AB ve EMU Yolunda Zorluklar” semineri, Estonya Merkez Bankası Başkan Yardımcısı Andres SUTT, Viyana, 21-24 Şubat 2005.

krizinden sonra ülkelerin, kendi koşulları için en uygun rejimin hangisi olduğunu artık bildikleri varsayımı altında, sahip oldukları rejimi koruyup ERM II'ye girmeleri en mantıklısıdır. Para kuruluna sahip ülkelerin para kurulunu koruması (ve gerekli olması durumunda merkezi kurda küçük bir değişiklik yaparak ERM II'ye girmesi), diğer ülkelerin de mevcut rejimlerini korumaları ve sadece ERM II'ye girerken rejim değiştirmeleri ECB tarafından da önerilmektedir.

Kısacası, döviz kuru gibi önemli bir aracın elden gitmesinin ardından, bir ülke gerekli ayarlamayı diğer kanallar (ücret ve fiyat esnekliği gibi) aracılığıyla gerçekleştirebiliyorsa, ERM II ve de asıl önemlisi Ekonomik ve Parasal Birlik için daha iyi bir aday olmaktadır (Calmfors ve Johansson, 2002).

3.3. Yeni Üyeler ERM II'ye Nasıl Hazırlanmalıdırlar?

ERM II'ye geçiş aşamasında döviz kuru rejimleri dışında, hazırlık süreci de önemli rol oynayacağından, gerekli hazırlıkları (ör: reformları) yapmış olan ülkeler, yapmamış olanlara kıyasla dışsal etkenler ve gelişmeler karşısında daha az etkilenecektir.

ERM II'ye hazırlık kapsamında, öncelikle destekleyici politikalar ve bunlarla ilgili planlar – parasal, mali ve yapısal – piyasaya düzgün bir şekilde iletilmeli ve politikalar, Euroalanına yumuşak bir geçiş üzerine yoğunlaşmalıdır. İkinci olarak, para politikası çerçevesinin, sermaye piyasalarında oynaklık yaratan dışsal şokları bastıracak bir şekilde oluşturulması gerekmektedir. Böylece yeni üyeler, Maastricht Antlaşmasının getirdiği kısıtlamalarla baş edebilecek tarzda, yeni bir para politikası çerçevesi oluşturmak durumunda kalacaklardır. Üçüncü olarak, ERM II üyeliğinin doğru zamanlaması ve titizlikle yürütülmesi ön plana çıkmaktadır. ERM II'nin 1990'lı yıllarda çıkan krizler nedeniyle, artık önerilmeyen “ara rejimlere”⁶¹ benzerlikler göstermesi, başarılı bir şekilde tasarlanmış politikalar ile ERM II'ye girilmesini önemli kılmaktadır. Bu aynı zamanda, merkezi kurun oynadığı potansiyel destekleyici rolünü güçlendirecektir.

⁶¹ intermediate regime

Üyelik hazırlığını en belirgin bir şekilde yapan ülkelerden Macaristan, bir süredir “ERM II gölgelemesinde” bulunmaktadır. Macar forinti tıpkı ERM II’de olduğu gibi yüzde ± 15 ’lik bantlar içinde ve merkezi kur etrafında dalgalanmaktadır. Macaristan’ın bu uygulama ile başarı derecesi sorgulansa da ERM II’ye hızlı bir giriş yapmak isteyen ülkeler için sonuçları önem taşımaktadır ve çıkarılabilecek dersler açısından değerlendirildiğinde olumlu olmuştur denebilir.⁶²

Bir bütün olarak ele alındığında, yeni üyelerin ERM II’de başarı şanslarını artıran, ayrıca dışsal faktörler ve/veya olumsuz gelişmeler karşısında daha sağlam kılacak bir takım içsel etkenler bulunmaktadır. Backé ve diğerlerine (2004: s.34) göre bu etkenler;

- Orta ve uzun dönem işsizlik,
- İşgücüne katılım oranı,
- İşgücü piyasasının esnekliği ve sendikaların etkinliği (ör: ücret pazarlıkları ve bunların merkezîyetçiliği)⁶³,
- Ücret esnekliği ve işsizlik yardımlarının miktarı (cömertliği),
- Yürürlükte olan istihdam kanunlarının sıklığı/gevşekliği,
- Asgari ücretin düzeyi, ve
- İşgücü değişiminin (labour turnover) derecesi/miktarı,

olarak tanımlanabilir.

3.3.1. Rüzgarın Yönü, Dalganın Boyu

Ülkeler ne kadar iyi hazırlanırlarsa hazırlansınlar, ERM II’ye girdikten sonraki başarı, içsel etkenlerin haricinde dışsal faktörlere de bağlı olacaktır.

Örneğin, yeni üyelerin ticaret ortaklarının (özellikle AB-15) ithalatında her 1 puanlık artışın yeni üyelerin yıllık ekonomik büyümelerine 0.2-0.3 puan arasında katkı yaptığı hesap edilmiştir (IMF, 2004: s.90). Bunun yanı sıra, yeni üyelerin ERM II’deki performansları ülkelerin büyüme hızlarına bağlı olacak, büyüme hızlarında bir düşüş yaşanması durumunda üyelik daha sıkıntılı olabilecektir. Yüksek büyüme hızları üyelerin mekanizma

⁶² Ayrıntılı bilgi için bkz. EK 3: Macaristan Krizi

⁶³ Centralization of wage bargaining.

içindeki iki yılı da sorunsuz geçirmelerini destekleyecektir. Düşük büyüme hızının yanında işsizlik de makro ekonomik dengeleri bozabilecektir. Ayrıca hızlı yakınsama sağlamak düşük bir büyüme hızı ile daha zordur (De Macedo ve Reisen, 2003). Bu nedenle yeni üyeler ERM II'ye girdikleri vakit AB genelinde (veya küresel) bir durgunluğun olmamasının kendilerine büyük faydası olacaktır.

Yeni üyeler ERM II'ye girdiklerinde, paralarını bir dalgalanma bandı çerçevesinde, euroya karşı sabitleyecekleri için euronun ABD dolarına ve Japon yenine karşı hareketlerinden ister istemez daha fazla etkileneceklerdir. Büyük ülkelerin döviz kurları arasındaki değişimler gelişmekte olan ülkelere bazı durumlarda olumlu, bazı durumlarda da, Arjantin örneğinde olduğu gibi olumsuz yansıyabilmektedir.⁶⁴

ERM II'ye giren ülkeler, ERM II'ye girmeyen ve dalgalı kura sahip ülkelerin döviz kuru politikalarından etkilenebileceklerinden, bir ülkenin ERM II'de göstereceği performans biraz da diğer ülkelerin politikalarına bağlı olmaktadır. Zira, para kuruluna sahip Arjantin'in krize girmesindeki sebeplerden birisi de, ticaret yapmış olduğu Mercosur⁶⁵ ülkeleriyle arasındaki ticaret açığının, pezdaki reel değerlenme sonucu, sürekli artması olarak gösterilmektedir.⁶⁶ Bu noktada, AB ülkeleri arasında rekabetçi devalüasyonlara izin verilmiyor olması, ERM II'ye geçenler açısından önem taşımaktadır.⁶⁷ Ancak geçerli sebebe sahip olan bir üye, döviz kurunda değişikliğe gidebilme hakkına sahiptir.

Bu aşamada ülkelerin tek tek girmek yerine topluca ERM'ye girmeleri daha mı iyidir sorusu akla gelmektedir. Bir ülkede oluşabilecek bir döviz kuru krizinin bir diğerine bulaşma⁶⁸ riski yüksek ise tek başına giriş mi daha iyi, potansiyel spekülörlerin tek bir ülkeye yüklenmelerini

⁶⁴ Son dönemde ABD dolarının euroya karşı değer kaybetmesi, Türkiye gibi daha fazla dolar bazında ithal edip euro bazında ihracat eden ülkelerin işine yaramıştır. İthalatın, Türk Lirasının değerlendirilmesi nedeniyle hızlı artmasının yanında, ihracatın da hızlı bir şekilde artmasına katkıda bulunarak, cari işlemler açığının kontrolden çıkmasını bir nebze de olsa önlemiştir.

⁶⁵ Arjantin, Brezilya, Uruguay arasındaki serbest ticaret bölgesi/gümrük birliği.

⁶⁶ Arjantin özellikle Brezilya'ya karşı ticaret açığı vermiştir. Buradaki önemli etken, Brezilya'nın dalgalı kur uygulaması sonucunda para birimi realin Arjantin pesosuna karşısında sürekli değer kaybetmesidir.

⁶⁷ Rekabetçi devalüasyonların da ne kadar faydalı olduğu tartışmalı bir konudur – birçok çalışma rekabeti artırma amacıyla yapılan devalüasyonların sağladığı faydanın geçici olduğunu ve zamanla daha yüksek fiyatların oluşumuna zemin hazırladığını/sebeplendiğini ortaya çıkarmıştır. "EMU Survey". *The Economist*. 11 Nisan, 1998.

⁶⁸ contagion

önleyebileceği için toplu giriş mi daha iyidir? ERM'de dışsal faktörleri, yani problem yaşayan bir ülkenin diğer ülkeye sorun ve kriz sıçratması ihtimalini her zaman için göz önünde bulundurmak gerekmektedir (Buiter, 2004). Ancak, ülkelerin kendilerini diğer ülkelerin ERM II'ye giriş planlarına göre ayarlamaları mümkün olmadığından ERM II'de rüzgarın yönü ve dalganın boyu, kısacası dışsal gelişmeler başarıyı doğrudan etkileyecektir.

3.4. Yeni Üyeler ve Balassa-Samuelson (B-S) Etkisi

3.4.1. B-S Etkisi Nedir?

Son yıllarda popüler bir konu haline gelen B-S etkisi, Bèla Balassa (1964) ve Paul Samuelson (1964) tarafından ortaya atılmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerin hedefi, zengin ülkelerin refah düzeyini yakalamak ve onların gelişmişlik seviyesine çıkmak olarak açıklanabilir. Genel olarak değerlendirildiğinde, düşük ücretler ve üretim maliyetleri geliştirmekte olan ülkelerin rekabet üstünlüğünü oluşturmaktadır. Bu avantajlarını kullanarak bu ülkelerin zenginler ile aynı gelişmişlik seviyesine çıkabilme şansları bulunmaktadır. Reel yakınsamanın bir sonucu olarak, zaman içinde geliştirmekte olan ülkelerde yaşam standartları artacak ve fark kapanmaya başlayacaktır. Kapanmakta olan fark, geliştirmekte olan ülkelerin ücretler ve fiyatlar genel seviyesine artışlar şeklinde yansımaya olacaktır. Buna Balassa-Samuelson etkisi adı verilmektedir. Ücret ve fiyatların yakınsaması birçok şekilde gerçekleşebilmektedir. Enflasyonun sabit tutulması halinde, euroya karşı nominal döviz kuru değer kazanacak, sabit bir nominal döviz kuruna sahip olunması halinde ise, ya enflasyon daha yüksek olacak, ya da reel kur değerlenmesi ile daha yüksek enflasyon kombinasyonu gerçekleşecektir.

Diğer bir ifadeyle, yeni üyelerin AB ortalamasını yakalamaları için uzun yıllar büyüme hızlarını korumaları gerekecektir ve ihtiyaçları olan büyüme gereksinimi, hızlı üretkenlik artışlarının bir yansıması olarak bu ülkelerde enflasyonun daha yüksek olmasına yol açacaktır. B-S etkisine göre, geliştirmekte olan ülkelerde, dünya fiyatları ile rekabette dolaylı ticarete

konu olan mallardaki fiyat artışları, ticarete konu olmayan mallardaki fiyat artışlarından daha az olmaktadır. Ancak, sektörler arasındaki ücret ve fiyat ayarlamaları (eşitlemeleri) nedeniyle ticarete konu olmayan mallardaki artışlar, fiyatlar genel seviyesini artırmaktadır. Hızlı yakınsama sürecinden kaynaklanan üretkenlik artışlarının gelişmekte olan ülkede fiyatlar genel seviyesini artırması nedeniyle de ülke döviz kurunda belli oranda reel değerlenme meydana gelmektedir.⁶⁹

Reel döviz kurunun klasik anlamda tanımı, ticarete konu olmayan ürün fiyatlarının ticarete konu olan ürün fiyatlarına oranıdır. Reel değerlenme, doğrudan ticarete konu olmayan ürünler sektöründeki daha yüksek enflasyondan kaynaklanmaktadır. Reel döviz kuru, nominal döviz kurunun göreceli fiyatlar seviyesine ayarlanmış şekli olarak da tanımlanmaktadır. Bu tanım, ticarete konu olan ürün fiyatlarının dünya piyasalarında eşitlendiği, gelişmekte olan ülkenin bu piyasalarda fiyatları etkileyecek kadar büyük bir oyuncu olmadığı ve reel değerlenmenin gelişmekte olan ülkenin ticarete konu olmayan ürün fiyatlarındaki enflasyondan kaynaklandığını varsaymaktadır.⁷⁰ De Broeck ve Sløk (2001), 1993-1998 yılları arası kurmuş oldukları döviz kuru denkleminde yeni üyelere kaydedilen reel değerlenmenin büyük bir kısmının üretkenlik artışlarından kaynaklandığı sonucuna ulaşmışlardır.

Yeni AB üyelerinde B-S etkisi hakkında birçok araştırma yapılmış ve şu sonuç çıkmıştır; 2000/2001'den itibaren, ticaret ortaklarına oranla, yeni üyelere elde edilen üretkenlik artışları, reel kur değerlenmelerinin ve ücret artışlarının altında kalmıştır; üretkenliğin hızlı bir şekilde artmasına paralel olarak kur değerlenmiş, hatta kurdaki değerlenme üretkenlik artışlarından daha fazla olmuştur (De Macedo ve Reisen, 2003: s.18).

1980'li yılların başından beri geçiş ekonomilerinin⁷¹ kurlarında genel olarak reel değerlenme görülmektedir. Geçiş dönemi, ekonominin çeşitli

⁶⁹ B-S etkisinin yansıması bir de ters B-S etkisi vardır. Ters B-S etkisi, ticarete konu olmayan mallar sektörüne aşırı talep gelmesi ve bunun da ticarete konu olmayan mallar sektöründeki ücretleri artırması ve işgücü hareketliliği sayesinde de ticarete konu olan mallar sektöründeki üretkenliği artırmaya zorlaması olarak tanımlanmıştır. Kısacası, ters B-S etkisi, normal B-S etkisinin ters yönden işleyenidir.

⁷⁰ EU Accession and the Euro: Close Together or Far Apart? *International Economics Policy Briefs*, Ekim 2003

⁷¹ Malta ve G. Kıbrıs hariç şimdiki yeni üyeler

sektörlerinde göreceli fiyatlarda zaten önemli ölçüde değişime neden olduğu için Kovács'a (2003: s.13) göre üretkenlik hipotezi, önemli bir sebep olmakla beraber, reel değerlenmeye sebep olan etkenlerden sadece bir tanesidir. Kovács, yeni üyeler arasında en fazla reel değerlenmenin Çek Cumhuriyeti'nde görülmesine karşın, ülkenin üretkenlik artışı açısından en alt sıralarda aldığını, Macaristan'ın ise en yüksek üretkenlik artışına sahip iken, üzerinde durulmayacak kadar küçük reel değerlenmeye sahip olduğunu belirtmektedir.

Halpern ve Wyplosz'a (1997, 1999) göre mali derinleşme, ürün ve işgücü piyasalarında serbestleşme gibi birçok geçiş faktörü nedeniyle de reel değerlenme görülmektedir. Ayrıca yeni üyelerin 1990'ların başında serbest piyasa ekonomisine geçmeye başladıkları dönemde kurları aşırı oranda değer kaybetmiştir. Son yıllarda yeni üyelerin kurlarında yaşanan reel değerlenmenin bir kısmı, geçiş süreci boyunca denge seviyelerinin altında seyretmiş olan kurların toparlanmasından kaynaklandığı da öne sürülmektedir.⁷²

B-S etkisi bir taraftan fiyatlarda artışa neden olup (enflasyon yaratıp) ülke parasının nominal anlamda değerini düşürürken, diğer taraftan ülke parasında reel değerlenmeye sebep olup enflasyon artışını sınırlandırıcı etki yaratmaktadır. Burada bahisler, B-S etkisinin kur üzerine mi, yoksa enflasyon üzerine mi yoğunlaşacağı, ve ne yönde olacağıdır.

B-S etkisi enflasyona yansiyabileceğinden, enflasyon çarpanından da bahsetmekte fayda bulunmaktadır. Yüksek enflasyon (B-S kaynaklı olduğunu varsayalım) beraberinde bunu sindirebilecek reel faiz oranlarını ve daha yüksek enflasyonu getirecektir. Düzeltici mekanizma daha geç çalışmaya başlayacaktır - reel döviz kurundaki değerlenme ülke mallarına olan dış talebi kısıp toplam aktivitenin azalmasına neden olacaktır. Ticarete konu olan mallar sektörü dışlanabilecek (crowd-out), bu da uzun dönem büyümeye olumsuz yansiyabilecektir. Bunları engellemek için, ERM II üyelikleri sırasında, B-S etkisi nedeniyle yüksek enflasyona sahip yeni üyelerin, iç talebi tutmak için ya sıkı maliye politikaları izlemeleri (bkz. Bölüm

⁷² bkz. Halpern ve Wyplosz (1997, 1999), Krajnyak ve Zettlemeier (1998)

3.4.5. Mali Daralma: B-S Etkisini Geçici Olarak Azaltmanın Yolu), ya da yurt içi fiyatlarına aşağı yönlü baskıyı artırmak için güçlü ekonomik reform yürütmeleri gerekecektir (OECD, 2003: s.4).

3.4.2. AB Üyeliği ve B-S Etkisi

AB'ye üyelik ülkeler için birçok alanda farklı bir tecrübedir. AB üyeliği bir taraftan üretkenliği artırmakta, diğer taraftan beraberinde getirmiş olduğu rekabet ile yapısal reformlar sayesinde işgücü maliyetleri ve fiyatlara aşağı yönlü baskı oluşturabilmektedir. Buna karşın, B-S etkisinin baskın gelecek fiyatlara yukarı yönlü baskı yapma durumu vardır.

B-S etkisine rağmen yeni üyelerde enflasyonun genel bir düşüş eğilimi içinde olması ve eski AB ülkeleri ile aynı seviyelere gelmesi, yeni üyelerde döviz kurunun B-S etkisini emdiğini göstermektedir (IMF, 2004: s.54). Kurdaki nominal değerlenmenin kayda değer olmaması ise B-S etkisinin reel kur değerlenmesi ile emildiğini göstermektedir.

B-S etkisi ve miktarı hakkında çok farklı görüşler de bulunmaktadır. BIS (2004: s.4) çalışmasında, B-S etkisinin yeni üyelerin enflasyon kriterini tutturamayacağı kadar büyük olmadığı⁷³ savunulsa da, genel görüş B-S etkisinin özellikle enflasyon kriterinin tutturulmasında ciddi bir engel olduğu yönündedir (Natalucci ve Ravenna, 2002: s.4).

ERM II'de B-S etkisini, ya enflasyon, ya döviz kuru, ya da her ikisi paylaşmak suretiyle birlikte emecektir. Enflasyon yüksek ise zaten düşmesi gerektiğinden emecek marjı bulunmayacak, bu durumda kur, görevi üzerine alacaktır. Kur, değer kazanarak hem enflasyonu azaltıcı etki yapmak, hem de B-S etkisini emmek (enflasyona yansıtmasını sağlamak) zorunda kalacak ve kurun üzerine düşen yükümlülük bir kat daha artmış olacaktır.

3.4.3. B-S Etkisi ve Miktarı

B-S etkisinin büyüklüğü hakkında birçok çalışma yapılmıştır. De Broeck ve Sløk (2001) yapmış oldukları panel regresyonda, yeni üyelerde

⁷³ BIS çalışmasına göre yüzde 1.25 ile en yüksek B-S etkisi Slovenya'da hesaplanmıştır.

sanayi alanında görelî üretkenlik seviyesinin EMU alanına oranla 1 puan arttığı vakit, reel döviz kurunu ortalama yüzde 0.4 arttırdığını hesaplamışlardır. Bu tahmine dayanarak yazarlar, yeni üyelerde üretkenlik konusundaki yakınsamanın ortalama olarak yıllık yüzde 1.5 reel değerlenmeye sebep olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Üretkenlik artışının ülkeler arasında farklılık göstermesinden dolayı bazı ülkelerde bu rakam daha fazladır. Jakob ve Kovács (1999) Macaristan için söz konusu rakamı yıllık yüzde 1.9, Rother (2000) ise Slovenya için yıllık yüzde 2.5 olarak hesaplamıştır. Bir diğer çalışmada Kovács (2003), Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Slovakya ve Slovenya'yı ülke grubu olarak ele almış ve B-S etkisinin yaklaşık yüzde 2 civarında olduğunu hesaplamıştır. Elde ettiği sonuçlar, İspanya ve benzer gelişmişlik düzeyine sahip diğer AB ülkelerinin EMU'ya girmeden önceki durumları için hesaplanan rakamlara oldukça yakındır. Ancak, veri setlerinin kısıtlılığı, çok geriye gitmemesi ve döngüsel etkenlerin tam ayıklanamaması, tüm çalışmaların ortak sorunu olup hesaplanan rakamların yüzde yüz güvenilir olmamasına yol açmaktadır.

TABLO 3.2. AB-10'DA B-S ETKİSİ ÇALIŞMALARI VE SONUÇLARI

Çalışmayı Yapan	Tahmini B-S Etkisi (yıllık puan)	Çalışmayı Yapan	Tahmini B-S Etkisi (yıllık puan)
Arratibel ve diğ. (2002) AB-10, 1990-2001	Önemsiz	Halpern ve Wyplosz (2001) 8 yeni üye ve Rusya, 1991-1998	3
Cipriani (2001) AB-10, 1995-99	0.5 - 0.7	Kovács ve Simon (1998) Macaristan, 1991-96	2.9
Coricelli ve Jazbec (2001) 19 geçiş ekonomisi, 1990-98	0.9 - 1.2	Rother (2000) Slovenya, 1993-98	1 - 4
De Broeck ve Sløk (2001) 25 geçiş ekonomisi, 1993-98	0.2 - 0.6	Mihaljek ve Klau (2003) Çek Cum., 1994:2-2002:1	0.98
Égert (2000) 12 geçiş ekonomisi, 1993-2001	0.9	Macaristan, 1996:1-2002:1	0.56
Fischer (2002) AB-10, 1993-98	0.7 - 2.2	Polonya, 1995:1-2001:3	0.12

Kovács'a (2003: s. 9-10) göre, B-S etkisinin hesaplanmasında bir takım başka zorluklar daha bulunmaktadır. Örneğin, bir piyasa ekonomisinde

kamu yönetimli fiyatların uzun dönemde piyasa seviyesinden ciddi ölçüde sapmasa bile devlet düzenlemesinin kamu fiyatları üzerinde kalıcı etkileri olabilmektedir. Kamu idareli fiyatların enflasyon sepetindeki ağırlığının kayda değer olması, B-S etkisi analizinin sonuçlarını saptırabilir niteliktedir.

B-S etkisinin ölçümündeki zorluklara rağmen, sonuçlara bakıldığında, yeni üyeler için B-S etkisinin yıllık yüzde 0.5 ile 4 arasında geniş bir aralıkta yer aldığı söylenebilir. Çıkan sonuçlar, *ceteris paribus*, sadece B-S etkisi nedeniyle bu ülkelerde yıllık enflasyonun (sabit döviz kuru altında) EMU ortalamasından yüzde 1.5 ila 2.5 üzerinde olacağına işaret etmektedir (Buitter, 2004). Yeni üyelerin çoğunda kamu açığının bulunması ve bu açıkları ERM II üyelikleri süresince düşürmeye çalışmaları halinde, B-S etkisinin ERM II üyeliğince daha düşük çıkabilmesi söz konusu olabilecektir.

3.4.4. B-S Etkisi Azalmakta mı, Artmakta mı?

3.4.4.1. Azalmaktadır...

Genel görüş, yeni üyelerin gelişmişlik seviyeleri (yakınsama) arttıkça B-S etkisinin azaldığı yönündedir (Kovács, 2003: s.28). Örnek verecek olursak, yeni üyeler arasında daha gelişmiş bir ekonomiye sahip olan Slovenya'da reel değerlenme yüzde 0.3 iken, söz konusu rakam daha düşük bir gelir ortalamasına sahip Slovakya için yüzde 6.5'tir (De Grauwe ve Schnabl, 2003: s.16).

Bu görüşe paralel olarak, denge döviz kurunu değerlenmeye iten sebeplerden biri olan B-S etkisinin zamanla azalmasıyla, kurdaki aşırı değerlenmenin de zamanla azalması beklenebilir (IMF, 2004: s.59).

3.4.4.2. Artmaktadır...

Genel görüşün aksine, B-S etkisinin önümüzdeki dönemde azalmayıp, artma ihtimali de bulunmaktadır. AB üyeliği üretkenlikte yakınsamayı artıracığından, reel uyum sürecini hızlandırıcı etki yapıp, B-S etkisini de artıracaktır (Wyplosz, 2003: s.4).

Halpern ve Wyplosz (2001: s.16), yaptıkları araştırmada yabancı doğrudan yatırımların üretkenliği artırmada önemli rol oynadığını (ve reel ücretlerde artışa neden olduğunu) tespit etmişlerdir. Bu tespitin ışığında, bu ülkelere DYY girişlerinin sürmesi ile beraber, üretkenlik artışlarının da diğer faktörlerden ayrı olarak devam etmesi beklenebilir. Bu da B-S etkisinin daha uzun seneler reel değerlenmeye sebep olacağını göstermektedir. Begg ve diğerleri (2003) ve Cipriani (2001), B-S etkisinin geçen 5-10 yıllık dönem içinde yeni üyeler için ortalama yüzde 3 olduğunu, ancak son zamanlarda bunun iki katına çıktığını hesaplamışlardır.

Bu savı destekleyen bir diğer sebep de B-S etkisinin büyüklüğünün, ticarete konu olmayan malların tüketim sepeti içindeki ağırlığı ile doğru orantılı olmasıdır. Yeni üyelere bu rakamın yüzde 30-35 arasında olduğu tahmin edilmektedir (Cipriani, 2001). Söz konusu rakam Euroalanında yüzde 57 civarındadır (Aitken, 1999). Yakınsama devam ettikçe, ticarete konu olmayan malların oranının artması ile aradaki fark kapanacak ve yeni üyelere B-S etkisi artacaktır (IMF, 2004: s.99). B-S etkisi, üretkenlik seviyeleri arasındaki fark kapandıkça azalacaktır, ancak bu argümana göre B-S etkisi eğrisi (uzun dönemde negatif eğimli olsa bile) kısa vadede yukarı doğru eğimlidir.

3.4.5. Mali Daralma: B-S Etkisini Geçici Olarak Azaltmanın Yolu

B-S etkisinin, özellikle ERM II üyeliği sırasında ve EMU öncesinde enflasyon kriterinin tutturulmasında ciddi bir engel olduğu yolundaki görüş alternatif çözüm önerilerini de beraberinde getirmiştir. Daraltıcı para ve maliye politikasının hem B-S etkisinin yarattığı sapmalarla, hem de sermaye girişlerinin yarattığı ısınma ile kısmen başa çıkabilme şansı bulunduğu bilinmektedir. Mali daralma veya sıkı maliye politikası hem ticarete konu olan, hem de olmayan malların daha az tüketilmesine yol açarak, göreceli fiyatların değişmeden kalmalarını sağlayabilmektedir (De Macedo ve Reisen, 2003: s.16-17).

Enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde Maastricht Kriterlerinin tutturulabilmesi için (toplam talebin azalması karşılığında) mali daralma

gerekli olabilecektir. Begg ve diğerlerine (2003) göre, Akdeniz ülkelerinde EMU'ya giriş hazırlıkları yapılırken, sıkı maliye politikaları, spekülâtif sermaye girişlerini ve aşırı ısınmayı kontrol altında tutmakta yardımcı olmuştur. Sermaye girişleri ile birlikte genişleyici etki yaratabilecek her şey daha sıkı bir maliye politikası ile karşılanmıştır. Bu paralelde, uyum kriterini tutturmadan halen uzak olmalarından dolayı, bütçe açıkları yüksek olan Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya ve Slovakya'nın Maastricht'in mali kriterlerini tutturmak için mali daralmaya ihtiyaçları olabilecektir.

Genel itibarıyla, maliye politikası yeni üyeleri ERM II'de başarılı kılacak ve yumuşak ve düzgün bir şekilde EMU'ya girmelerini sağlayacak potansiyele sahiptir (Begg ve diğ., 2003). Ayrıca, ülkeye giren dövizin kamu dış borç stokunun ödenmesi için kullanılması durumunda (özelleştirme gelirlerinden elde edilen para ile) reel kur değerlenmesinin kontrol altında tutulabilmesi ihtimali de bulunmaktadır (De Macedo ve Reisen, 2003: s.13).⁷⁴

Ancak, B-S etkisini azaltmak için maliye politikalarının kullanımının yan etkilerinin de olması beklenmelidir. En önemlisi, mali daralma ile toplam talebin azalması vergi gelirlerinin de azalmasına yol açacaktır. Bunun sonucunda iki sebepten ötürü denge bozulabilir. Birincisi, maliye politikası önlemlerinin zamanlaması ve kapsamı başarısız olabilir. İkincisi, Szapáry'nin (2000) de belirttiği gibi, dur-kalk (stop and go) tarzı maliye politikaları döngüsel dalgalanmaları beraberinde getirebilir.

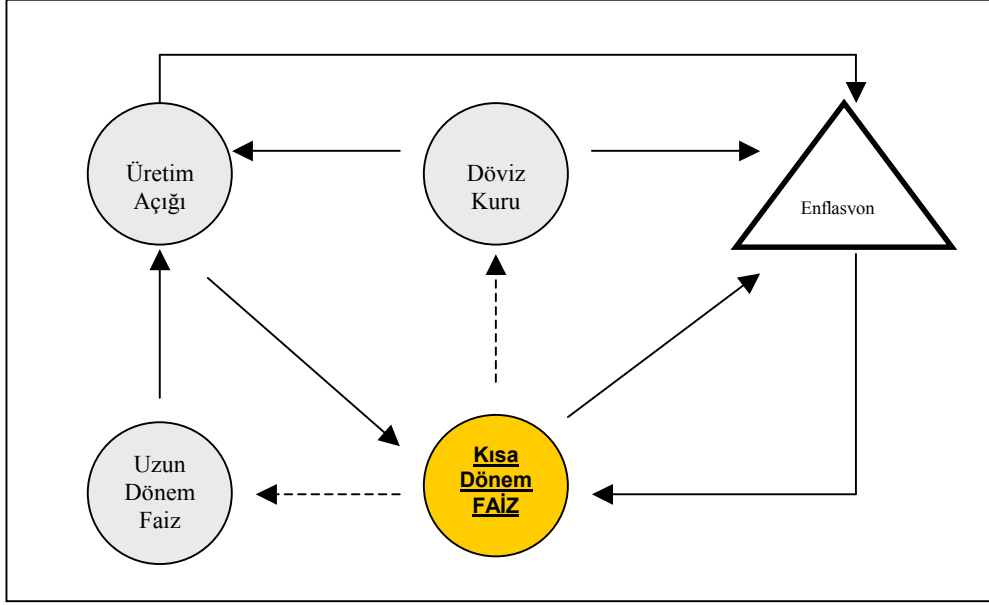
3.5. Enflasyon Hedeflemesi ve ERM II: Çatışma?

ERM II'nin en dikenli taraflarından birisi de para politikasının çoklu hedef gütmek zorunda kalacak olmasıdır. Para politikası aynı zamanda bir tarafta enflasyonu kontrol altında tutmaya çalışırken, diğer taraftan döviz kuru istikrarını sağlayacak, eş zamanlı olarak da döviz kurunun rekabet edebilir olması için uğraşacaktır.

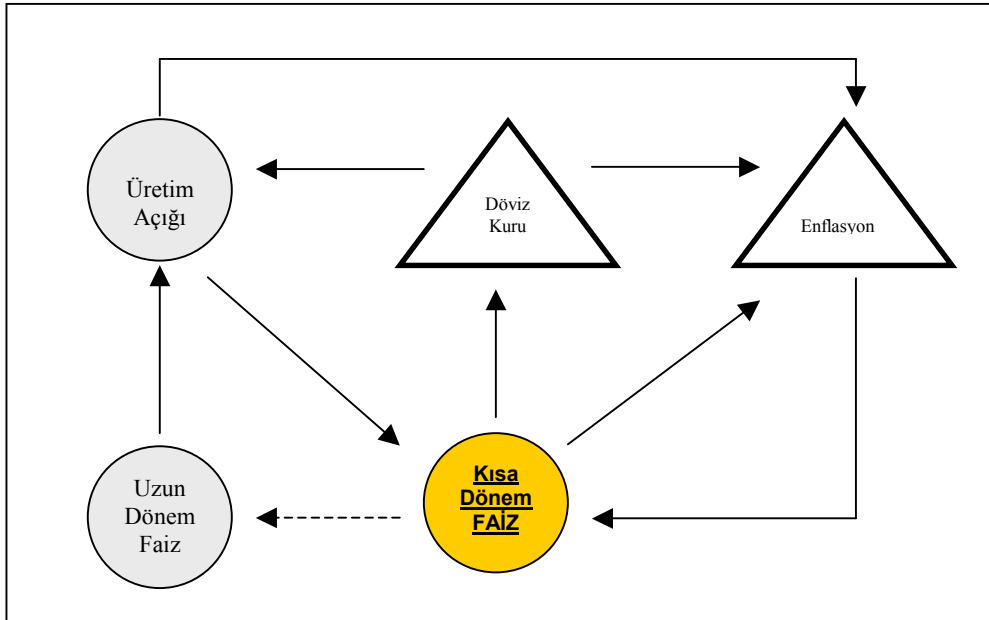
Klasik bir enflasyon hedeflemesi sadece bir hedefe yoğunlaşmaktadır, o da enflasyondur (bkz. Şekil 3.9.). Tinbergen kuralına

⁷⁴ Macaristan için bkz. Oblath (1998).

göre de, merkez bankaları tek bir araç (kısa-dönemli faizler) ile iki değişkeni kontrol edemezler. Ancak, ERM II'ye girildiğinde aktarım mekanizmaları, ek bir hedefin daha dahil edilmiş olmasıyla, enflasyon yanında döviz kuruna da odaklanmış bir şekilde çalışmak durumunda kalacaklardır (bkz. Şekil 3.10.).



Şekil 3.9: Enflasyon Hedeflemesi altında Aktarım Mekanizması

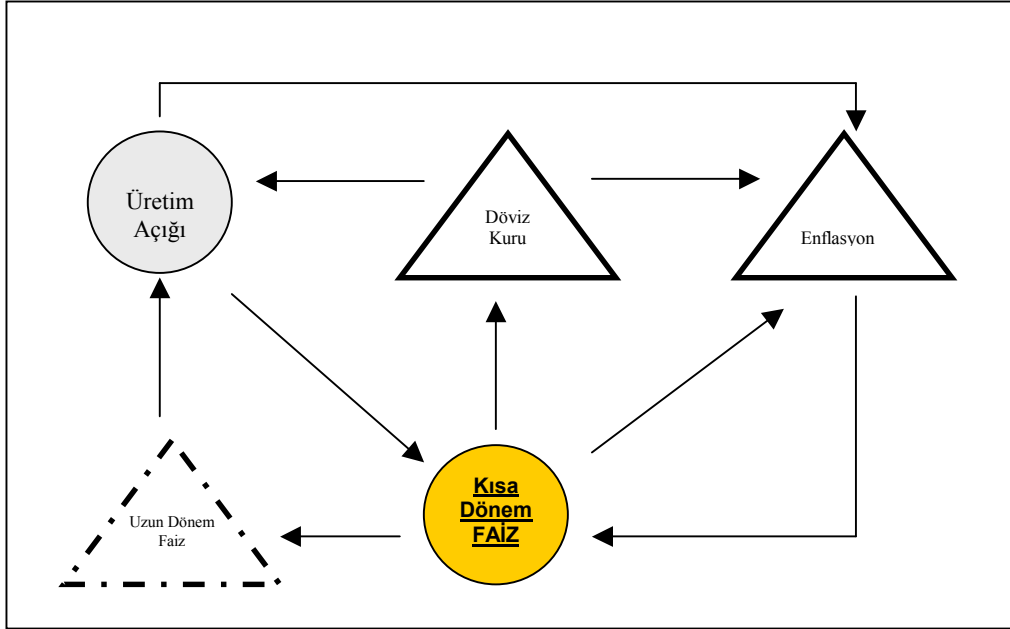


Şekil 3.10: Enflasyon Hedeflemesi altında Aktarım Mekanizması ERM II süreci: Çifte hedefleme

Kaynak: ÇNB'den esinlenilmiştir.

ERM II'de ikinci senenin sonuna yaklaşıldığında (ör: EMU test yılına) uzun dönemli faizler de kontrol değişkeni olmakta ve bu şekilde kısa dönemli faizlerin üzerine döviz kuru yanında ikinci bir yan hedef daha yüklenmektedir (bkz. Şekil 3.11.). Bu, Maastricht Kriterlerinin kısa-dönem enflasyon, uzun-dönem faiz oranları ve nominal döviz kuru hedefi gibi, aynı anda üç nominal hedefin sağlanmasını içermesinden kaynaklanmaktadır. Bunların içinde iki hedef fazladır ve para otoritesini ciddi şekilde zorlamaktadır (Buitter, 2004).

ERM II'de uzun dönemli faiz oranları, gerçek anlamda para politikasının kalp atışlarının aktarıcısı olacağından, döviz kurunun bir uyum aracı olarak elden gitmesinin yanı sıra, ERM II'de, faiz politikasının da daha az etkili olması beklenebilir (Borowski ve diğ., 2002: s.24).



Şekil 3.11: Enflasyon Hedeflemesi altında Aktarım Mekanizması EMU'ya giriş öncesi

Kaynak: ÇNB'den esinlenilmiştir.

Bu işin yanında bir de bütçe açıkları, borç stoku gibi dikkat edilmesi gereken ve para politikasını dolaylı da olsa ilgilendiren mali kısım bulunmaktadır ve ülkenin mali pozisyonunun kötü olması durumunda ek olarak bu hedeflerin de tutturulması gerekmektedir.

Böyle bir durumda ne yapılmalıdır? ERM II'de enflasyon hedeflemesinin, enflasyon hedeflemesi ile döviz kuru hedeflemesi yapan

“karma veya melez” bir sistemden oluşması tavsiye edilmektedir (Borowski ve diğ., 2000: s.25). Seçilen bant içinde para politikası, enflasyonu hedeflemeli, piyasadaki kurun bandın alt veya üst limitlerine doğru yaklaşması halinde ise para politikası döviz kurunu da hedef almalıdır. Ülkeler, bantlarını gerektiği vakit döviz kuruna doğrudan müdahale ile, gerektiğinde de faiz değişikliğine gitmek suretiyle koruyabilmelidirler. Borowski ve diğerlerine (2002: s.25) göre karma para politikasının bir avantajı daha bulunmaktadır. Onlara göre enflasyonu düşürüp hedef tutturmak için faiz artırımını politikasının yanında kur değerlendirilmesi de sağlanmalıdır. İki politikanın eşzamanlı yapılması ile para politikasının daha ılımlı olacağı tahmin edilmektedir. Yazarlar, bunun bir avantajını da uyum maliyetinin⁷⁵ hem iç, hem de dış sektör tarafından paylaşılacağına dayandırmaktadır.

Geniş bantlarla enflasyon hedeflemesi ne kadar rahat olursa olsun gene de piyasaların olası politika tepkileri üzerine tahminde bulunmaları ihtimali vardır. Örneğin, kurun değer kazanması durumunda ve faiz indirimine gidilmesinin enflasyon hedefi ile çatışması nedeniyle olanaklı olmadığı bir durumda piyasa, kurun merkez bankası tarafından yeniden gözden geçirilip geçirilmeyeceği konusunda hassaslaşacaktır. Diğer taraftan, kurun değer kaybedip bandın üst tarafına yanaşması durumunda ve enflasyon ile döviz kuru hedefleri arasında çelişki bulunmaması halinde bile piyasalar kuru desteklemek için uygulanacak yüksek faizlerin ne kadar tolere edilebileceğini sorgulayabileceklerdir (IMF, 2004: s.107).

Enflasyon hedeflemesi stratejisi altında, ERM II üyeliğinin agresif tutumla bağdaşmadığı göz önünde bulundurulmalıdır. Bir merkez bankası enflasyonu indirmekte ne kadar saldırgan ve inatçı olursa, nominal döviz kurunun da bant sınırlarına dayanması o kadar hızlı olabilecektir (Natalucci ve Ravenna, 2002: s.17).

ERM II üyeliği sırasında enflasyon hedeflemesi yapan ülkeler döviz kuru istikrarını tehlikeye atmadıkları sürece, var olan parasal politika stratejileri ile devam edebileceklerdir. İspanya ve Finlandiya, ERM’deyken

⁷⁵ adjustment cost

enflasyon hedeflemesi yapmışlar, üstelik daha kısıtlayıcı olan yüzde ± 2.25 'lik dar bantları kullanmış olmalarına rağmen, genel anlamda başarılı olmuşlardır. Ancak burada diğer politikaların da destekleyici olması şarttır (Natalucci ve Ravenna, 2002: s.17).

Yeni üyelerden Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya son yıllarda doğrudan enflasyon hedeflemesine geçmişlerdir. İzlenen stratejinin başarı düzeyi ise ülkelere göre farklılık göstermektedir; Çek Cumhuriyeti ve Polonya enflasyonlarını düşük seviyelere indirmeyi başarırken, döviz kuru bandı ve enflasyon hedeflemesi uygulayan Macaristan ise daha az başarılı olmuştur.⁷⁶ Aynı zamanda bu ülkelerde 2000-2003 yılları arasında mali ve yapısal politikalar ile ücret politikalarının kısmen destekleyici olmaları ile, döviz kurları büyük ölçüde yüzde ± 15 'lik bant içinde merkezi bir parite olmadan (Macaristan hariç) dalgalanmıştır. Bu tecrübeler, küçük değişiklikler ile ERM II üyeliği sırasında enflasyon hedeflemesinin bir versiyonunun kullanılabilirliğini göstermektedir (IMF, 2004).

Ancak ERM II'de enflasyon hedeflemesinin daha masraflı olabilme ihtimali vardır. Örneğin, ERM I'de yapılan müdahalelerin yüzde 85'i bant içi müdahalelerden oluşmuştur. ECB'nin müdahalesi daha çok olağanüstü durumlarda (bant sınırlarında) söz konusu olabildiği için genellikle ülkeler tek başlarına döviz kurunun seviyesine yönelik müdahalede bulunmak durumundadırlar.⁷⁷ Bir değerlenmeyi savuşturmak için yapılacak müdahalenin enflasyon hedefi ile çelişmemesi için sterilize edilmesi gerekmektedir ve sterilizasyon operasyonları da masraflı olabilmektedir (IMF, 2004: s.108).

ERM II altında enflasyon hedeflemesi ile ilgili olarak aktarım mekanizmalarının işleyişine ve döviz kuru geçiş etkisine değinmekte fayda vardır. Borowski ve diğerleri (2002: s.15), Polonya için yaptıkları üç boyutlu

⁷⁶ Macaristan'ın geniş bir bant (yüzde ± 15) ile enflasyon hedeflemesi tecrübesi, tutarsız bir politika ile hedeflerin sapıp ciddi gerginliklere sebep olabileceğini göstermiştir (BIS, 2004: s.7). Barta, temel hatayı forint'in çok erken bir tarihte euroya sabitlenmesi olarak görmektedir. Barta'ya göre enflasyon hedeflemesi yapan bir ülke ERM II'ye girmemeli, girecek olursa da bütçeyi kontrol altında tutması gerekmektedir. Bütçeyi kontrol altında tutamayan bir ülke de bunun sonuçlarına katlanabilmelidir. Bütçe kontrol altında tutulabildiğinde ekonominin aşırı ısınması riski de zaten fazla bir sorun yaratmayacaktır (Ezoneplus. Eurozone Enlargement – Exchange Rate Choices and Adjusting Markets: s.1).

⁷⁷ ECB'nin müdahale tavanları, ERM II'ye katılacak ülke ile ikili antlaşma çerçevesinde ortaklaşa belirlenmektedir ve oranlar da biraz semboliktir (Danimarka için 520 milyon euro, Yunanistan için 300 milyon euro, İsveç için 990 milyon euro, İngiltere için de 3.48 milyar euro).

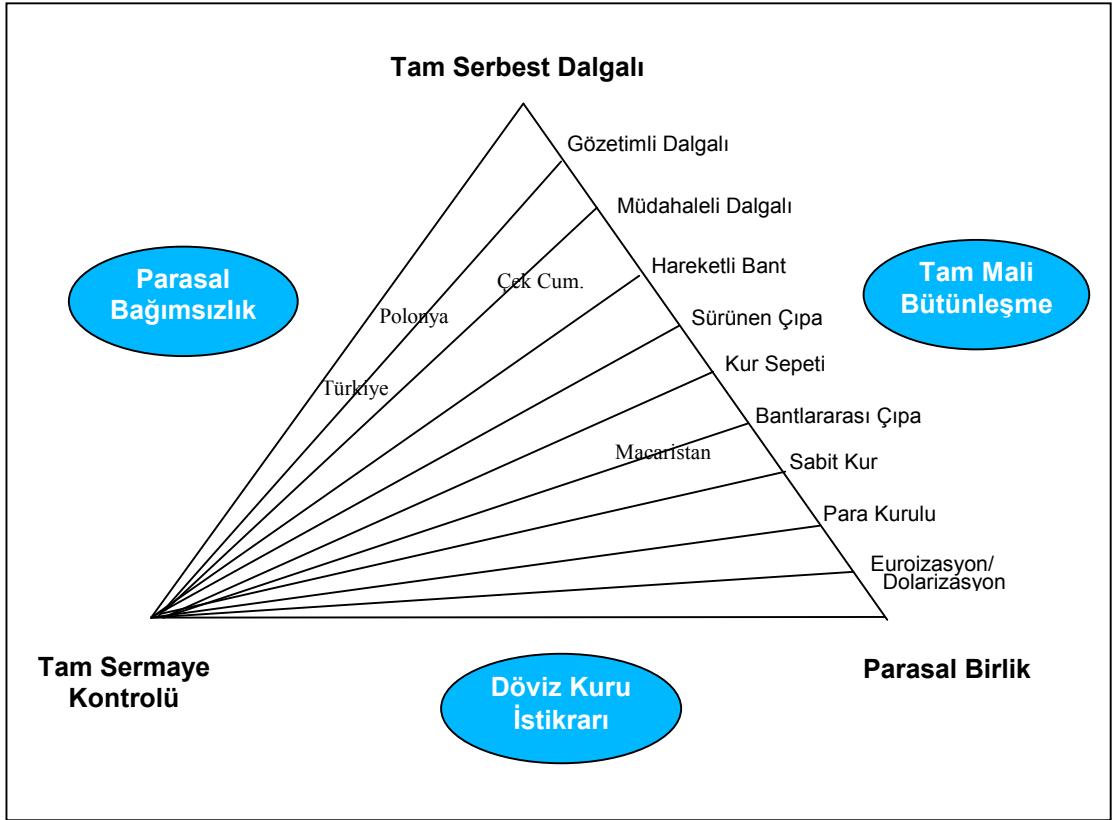
VAR analizi sonucunda enflasyonun reel faiz oranları ve döviz kuruna nasıl tepki verdiği sorusuna, birincisinde enflasyonun döviz kuru şokuna tepki vermesinin faiz oranı şokuna tepki vermesinden daha hızlı olduğunu (ilkinde 8 ay, diğerinde 16 ay sürdüğünü), ikinci olarak da, enflasyonda 0.5 puan indirmeye gitmek için faiz oranlarının 1 puan artması veya kurun yüzde 2.5 değer kazanması gerektiği sonucuna ulaşmışlardır.

Bu sonuçlar ışığında, enflasyonu düşürmek için tepki süresinin daha kısa olması (ve tepki sürelerinin ERM II'de çok önemli olmasından), ayrıca merkez bankası ne yaparsa yapsın, orta ve uzun dönemli faiz oranlarının üyeliğe yaklaştıkça piyasa tarafından yönlendiriliyor olmasından dolayı merkez bankalarına kur değerlenmesi daha çekici gelmektedir.⁷⁸ Uzun dönem faiz oranlarının para politikası iletenleri olarak görülmesinden ötürü ERM II'de faiz politikasının daha az etkili olması ihtimali bulunmaktadır (Borowski ve diğ., 2002: s.16).

3.5.1. Enflasyon Hedeflemesi ve İmkansız Üçlü

Faiz politikasının daha az etkili olmasının yanı sıra, ERM II altında enflasyon hedeflemesi de imkansız üçlü kurallarına göre hareket etmek durumundadır. İmkansız üçlü kuralına göre üç hedefin (döviz kuru istikrarı, para politikası bağımsızlığı, mali piyasa entegrasyonu) birinden vazgeçilmesi gerekmektedir. ERM II, bir döviz kuru istikrarı mekanizması olduğundan ve AB üyeliği ile mali piyasalar da serbest ve entegre hale geldiğinden geriye vazgeçilebilecek tek bir seçenek kalmaktadır, o da para politikası bağımsızlığıdır (Garganas, 2003: s.1,2).

⁷⁸ Enflasyon hedeflemesi yapan Polonya örnek verilecek olursa, NBP'nin enflasyonu indirmek için yukarıda sayılan sebeplerden dolayı daha çok kur değerlenmesini kullanacağı söylenebilir. Dezenflasyonu sağlayabilmek için, ya yakınsama potansiyeli (B-S etkisi) kullanılarak oluşacak doğal değerlenme desteklenecek veya kısa dönem faiz oranları yükseltilecektir. Dolayısıyla enflasyonu 1-1.5 puan düşürmek için kurun ERM II üyeliğinin ilk yılında nominal olarak yüzde 5-7.5 aralığında değerlenmesi gerekecektir. Polonya için B-S etkisi yüzde 1.2-1.7, ortalama olarak yüzde 1.5 olarak hesaplanmıştır. Bu nedenle enflasyonu sıfır sabit tutmak için kurun nominal olarak yüzde 1.5 değer kazanması gereklidir. Ancak, enflasyonu hem düşürmek hem de B-S etkisini absorbe etmek için kurun en az yüzde 6.5-8 arasında nominal değer kazanması gerektiği sonucuna ulaşılmaktadır (Borowski, 2002: s.16). Böyle bir durumdan en çok ihracata yönelmiş şirketler etkilenecektir.



Şekil 3.12: İmkansız Üçlü – Impossible Trinity

Kaynak: Dean'den (2003) esinlenilmiştir.

3.6. Sistem İçinde Yeni Üyeleri Neler Bekliyor?

3.6.1. Riskler

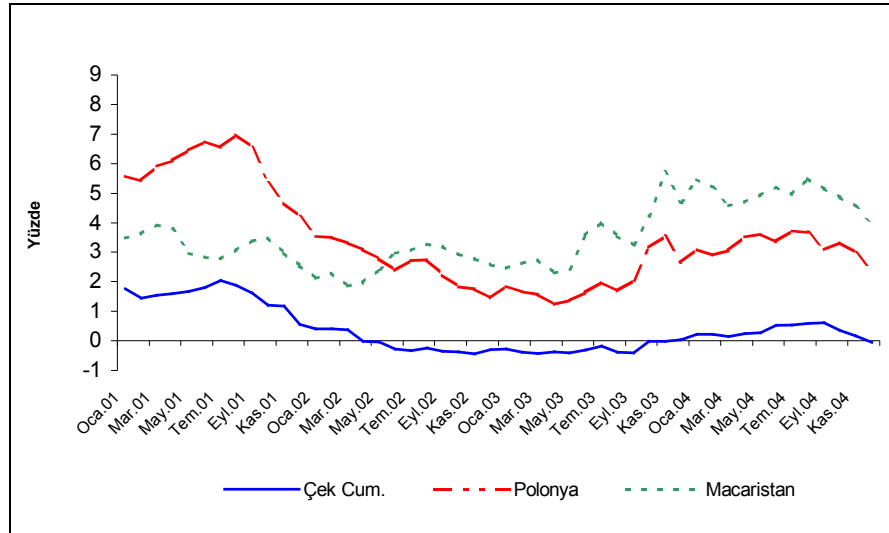
İkinci bölümde yer alan genel riskler, bu kısımda yeni üyelerin durumlarına ilişkin oluşma potansiyelleri ile birlikte değerlendirilmiştir.

Yeni üyelerde, AB üyeliğinin bir koşulu olarak, sermaye hareketleri serbestleştirilmiş bulunmaktadır. Bu kapsamda, ileri dönemlerde portföy yatırımlarının artması söz konusu olabilecektir. Çok çabuk kuruyabilir veya yön değiştirebilir bir özelliğe de sahip olduklarından (Kenen ve Meade, 2003: s.12), yoğun sermaye (portföy) akışlarının gelişmekte olan piyasalara yaşattığı bayramlar genellikle hüznün ile noktalanmış ve 1990'lı yıllarda dünya, üç bölgesel krizle⁷⁹ karşı karşıya kalmıştır. Sermaye hareketlerinin

⁷⁹ 1992 ve 1993'te Avrupa'da, 1994 ve 1995'te Latin Amerika, 1997 ve 1998 yıllarında Asya ve bunun arkasından Rusya, Brezilya, Türkiye ve en son olarak da Arjantin.

hızlı ve yoğun oluşu, mali krizlerin diğer ülkelere sıçrama hızını da o kadar artırmaktadır (De Macedo ve Reisen, 2003: s.2). Bu nedenle ERM II'de bir ülke için risk analizi yaparken sermaye hareketlerinin oynaklığının yanı sıra, o ülkedeki portföy yatırımlarının stok seviyesi de önemli bir etken olarak ortaya çıkmaktadır.⁸⁰

Yeni üyelerdeki (ör: Polonya ve Macaristan) faiz farklılıkları (bkz. Şekil 3.13.), AB ile yakınsama arttıkça kademeli olarak düşüş eğilimini sürdürecektir, ERM II'ye girdiklerinde büyük ihtimalle yok denecek kadar azalmış olacaktır. Bu durumda, sıcak paranın veya kısa vadeli portföy yatırımlarının daha yüksek faiz veren piyasalara doğru kaymaya başlamasıyla, ERM II'deki ülkenin para birimi değer kaybetme yönünde bir baskı ile karşı karşıya kalabilir (Kontolemis, 2003: s.32-33).



Şekil 3.13: Tahvil Spreadleri*

*Ulusal para biriminden çıkartılan tahvillerin 10 yıllık Alman tahvilleri ile arasındaki faiz farkı

Kaynak: Bloomberg; IMF *International Financial Statistics*

Çok yakın bir zamana kadar, uç rejim sayılabilecek bir döviz kuru politikasına sahip ve bankacılık sisteminde yabancı bankaların hakim olduğu bir ülkenin “son borç verme merciine” ihtiyacı bulunmadığını, zorluk yaşanması durumunda yerel bankaların yabancı sahiplerinin yardıma koşacakları ve bu şekilde sistemin varlığını sürdürebileceğini savunanlar

⁸⁰ Örneğin, Macaristan'da 1995-2003 dönemi ortalama yıllık portföy girişleri, toplam sermaye girişlerinin yüzde 37'sini oluşturmuşken, bu oran Polonya'da yüzde 21 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde, Çek Cumhuriyeti'nde portföy yatırımlarında net çıkış (yıllık GSYİH'nın yüzde 0,1'i kadar) gözlenmiştir (bkz. Bölüm 3.1.2. *Nominal yakınsama dışındaki etmenler*).

bulunmaktaydı. Ancak, Arjantin örneği bu savı çürütmüştür (Frankel, 2003: s.11). Dolayısıyla, bankacılık sektörünün büyük çoğunluğu yabancı bankalara ait olan yeni üyelerin, ERM II'ye girdikten sonra kendi başlarının çaresine bakmaları ve bir kriz anında yabancı bankalardan medet ummamaları gerekecektir. Bir ülke için bankacılık sektörünün ve mali sistemin sağlığı hayati önem taşımaktadır. Kaminsky ve Reinhart (1999), bankacılık krizlerinin çoğunlukla döviz kuru krizine yol açtığı, fakat bankaların yüksek döviz cinsinden borcu bulunması durumunda çoğu döviz kuru krizinin de bankacılık krizine sebep olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

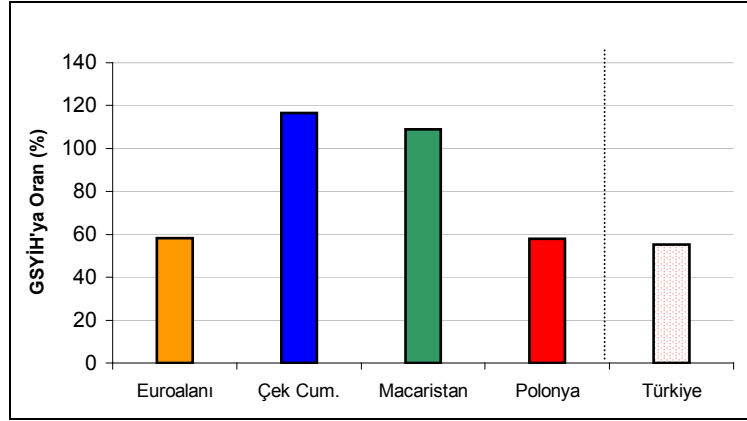
Döviz kuru krizi dışında, kredi patlamalarının da bankacılık krizine neden olduğu bilinmektedir. Yeni üyelerde son zamanlarda hızlı bir şekilde artış gösteren özel sektör kredileri ve hane halkının kullandığı krediler biraz temkinli olunmasını gerektirmektedir (BIS, 2004: s.1). Yapılan araştırmalar kredi patlamasından sonra bankacılık krizi yaşayan gelişmekte olan ülkelerin, krizden önce uzun süre yıllık olarak GSYİH'nın yüzde 5-10'u arasında kredi artışı yaşadıklarını göstermiştir. Yeni üyelerde bu rakam yılda yüzde 5'in üzerine nadiren çıkmış olsa da kontrol altında tutulması faydalı bir hale gelmiştir (BIS, 2004: s.2). Bu paralelde de kredi büyümesi, 2003 yılının ikinci yarısından itibaren, merkez bankalarının kredi artışını sınırlamaya başlamasıyla yavaşlamıştır.⁸¹ Ne var ki, merkez bankalarının kredi artışlarını kontrol edebilme kabiliyetleri, özellikle sermaye hareketlerinin serbest, ERM II gibi para politikasının bağımsızlığının sınırlandırıldığı ve mali aracılığın yabancı bankalar tarafından domine edildiği ortamlarda fazla abartılmamalıdır (BIS, 2004: s.2).

ERM II'ye girecek ülkelerin döviz kurlarını merkezi bir parite ile Euro'ya karşı sabitleyecek olmaları birçok nedenden ötürü risk yaratmaktadır. İlk olarak, dünyanın başka bir yerinde meydana gelen döviz kuru krizleri gelişmekte olan ülkelere sıçrayabilmektedir. Bunun yanında, gelişmiş ülkeler arasındaki (örneğin, AB ile ABD arasında) döviz kuru hareketleri/oyunlukları gelişmekte olan ülkeleri çeşitli yollarla etkilemekte, cari işlemler dengesizliğini ve dış borç servisinin zorluk derecesini

⁸¹ Macar ve Çek hükümetleri ev kredisi için verdikleri desteği kesmişlerdir.

artırabilmektedir. Bütün bunlar döviz kuru dinamiklerinin bozulmasına neden olup ülkelere ciddi boyutlarda maliyet yükleyebilmektedir. Paralarını diğer ülkelerin paralarına sabitlemeye çalışan ülkeler için maliyetler genelde daha fazla olmaktadır (Kontolemis, 2003: s.17).

10 yeni üye arasında ticaret hacminin önemli miktarda olması da, olası bulaşıcı etkileri kuvvetlendirmektedir. Çoğu ülkenin göreceli olarak küçük ve açık (dış ticaretin hacminin GSYİH'ya oranının yüksek) olması (bkz. Şekil 3.14.) ticaretin ekonomik büyümeye kayda değer etkisinin bulunmasına neden olmaktadır. Bir ülkede yapılabilecek olası bir devalüasyonun diğer ülkelerin ticaret dengelerini kısa vadede olumsuz etkileme ihtimali bulunmaktadır (Kontolemis, 2003: s.22).



Şekil 3.14: Ekonomik Açıklık Derecesi* (2003)

* İthalat ve ihracat toplamının ülke GSYİH'ya oranı (%)

Kaynak: IMF, *International Financial Statistics*

Döviz kuru ve reel faiz oranları arasındaki farklılık pozitif korelasyonludur (ör: daha yüksek reel faiz oranları döviz kurunun değerlenmesini sağlamaktadır). Yunanistan'ın ERM II üyeliği sırasında bu yaşanmış, yüksek reel faiz oranları drahminin daha da değerlenmesine neden olmuştur. ERM II'ye girecek yeni ülkelerin de bu tür sorunlarla karşılaşma ihtimalleri bulunmaktadır.

Merkez bankaları, gerekli ve uygun gördükleri zaman, döviz kuruna müdahalede bulunabilmektedirler. Peki bu tepkinin ne gibi etkileri olmaktadır? Edinilen tecrübe, merkez bankası müdahalelerinin spekülasyon atakları önlemek yerine aslında onları daha fazla davet ettiği yönündedir

(Wyplosz, 2003: s.4). ERM II gibi bir hedef bölgesi dahilinde resmi müdahaleler, balonların dinamiğinde kısa-devre yapıp, beklentileri aşağı çekerek aşırı döviz kuru oynaklığını giderebilmesine rağmen, diğer varlık balonlarından kaynaklanan yansımalar/dışsallıklar (sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir dünyada), döviz kuru dengesizliklerini (misalignment) beraberinde getirebilmektedir. Döviz kuru, denge seviyesini geçebilmekte ve bu türden bir dengesizlik (disequilibria) uzun bir süre devam edebilmektedir (Kontolemis, 2003: s.15). Dornbusch (1976), çalışmasında kısa-dönem nominal döviz kurlarının, uzun-dönem seviyelerini geçebildiğini göstermiştir. Bu, merkezi kurun belirlenmesi sırasında dikkat edilmesi gereken hususlardan biridir ve yanlış belirlenecek bir merkezi kurun bir ülkeye maliyetinin oldukça yüksek olması ihtimali vardır.

Gros ve Hobza (2003), yaptıkları çalışmada Doğu Avrupalı 8 yeni üyede reel döviz kurunun nominal döviz kurundan daha değişken olduğu sonucuna varmış, bunun da yaşanan krizleri hafifletmekten ziyade, olası krizlerin kaynağı olduğunu öne sürmüşlerdir. Sebep olarak, nominal döviz kurunun enflasyon farklılıklarını dengeleyecek kadar hareket etmemesini göstermektedirler.

Geçmiş dönemler incelendiğinde, ERM II'nin bantlarının yüzde ± 15 olduğu ve sistem içinde geçirilmesi gereken 2 yıl boyunca reel değerlendirme olduğu sürece, eski üyelerden hiçbirinin (en yüksek değerlenmeye sahip ülke dahil olmak üzere) yüzde -15 limitini aşmadığı görülmektedir. Dolayısıyla bir sıkıntı söz konusu olmamıştır. Ancak, Ekonomik ve Mali Komitenin (EFC) Mayıs 2003'te Atina'daki üst-düzey toplantısında belirttiği üzere, yüzde ± 2.25 'lik "örtülü (gizli)" bantlara göre istikrar değerlendirmesi yapması durumunda, risk artmaktadır. Yüzde ± 2.25 'lik dar bantlar, para kuruluna sahip ülkeler için belki bir sorun teşkil etmeyecektir. Ancak, dar bantların uygulanması durumunda ERM II, bantlar arası dalgalı bir rejim olmaktan çıkıp, daha çok sabit veya sabite yakın, orta yol bir rejim haline dönüşmektedir.

Dar bant yeni üyeler için sermaye giriş-çıkışları sonucu oluşabilecek oynaklıkları ve B-S etkisini fazla göz önünde bulundurmamaktadır (De

Grauwe ve Schnabl, 2003: s.22). B-S etkisini ve kısa dönemli sermaye hareketlerinden (daha çok sıcak para girişinden) kaynaklanan nominal değerlenmeyi sadece merkezi kurda yapılacak bir ayarlama kontrol edebilir ki, bu daha az sıklıkta ve esneklikle olabilecektir. De Grauwe ve Schnabl'ın (2003: s.23,38) 1999-2002 dönemi için ortaya koyduğu enflasyon kaynaklı reel değerlenme ortalamalarına göre, Malta ve G.Kıbrıs dışındaki 8 yeni üyeden 4'ü ERM II üyeliklerinin birinci yılında, 8 üyeden 6'sı da iki yıl içinde dar bandın alt limitine ulaşmaktadır.

Yeni üyeler için sorun olabilecek ve önemle değinilmesi gereken bir başka nokta, mali aracılığın fazla gelişmemiş olmasından dolayı faiz oranlarının ve kredi kanallarının oynadığı rolün sınırlı olmasıdır. Bu nedenle döviz kuru önemli bir uyum aracıdır ve ERM II'ye girildiğinde, döviz kurunun uyum aracı işlevini sürdürememesi, veya kısmen görebilmesi, sıkıntı yaratabilecektir (Backé ve diğ., 2004: s.46).⁸²

3.6.2. Risk İçinde Getiri ve Umut

İtalya, Yunanistan, Portekiz ve İspanya'nın Euroalanı üyeliğine hazırlandıkları sırada, kamu borcuna ödedikleri faizde büyük düşüşler kaydedilmiş ve büyük getirisi olmuştur (BIS, 2004: s.3). Yeni üyelerin (Macaristan hariç) kamu borçlarına ilişkin faiz harcamaları genel hükümet gelirlerinin yüzde 10'undan azını oluşturmaktadır. Yeni üyelerde (Macaristan ve Polonya hariç) reel faizler zaten oldukça düşük olduğundan söz konusu getirinin bu kadar yüksek olması beklenmese de, olumlu yansımalarının olacağı düşünülmektedir (Türkiye'de faiz harcamaları, 1995-2004 döneminde bütçe harcamalarının yüzde 40⁸³ ile yarısına yakın bir kısmını oluşturduğundan Akdeniz ülkelerinde olduğu gibi faizlerin düşmesinin Türkiye'ye getireceği faydanın boyutu daha büyük olacaktır).

ERM II'nin daha başka olumlu dışsallıklarının bulunduğu da bilinmektedir. Yunanistan, İrlanda, İspanya ve Portekiz'in 1993-1998 döneminde artan krediler ile yaşadıkları tecrübeler yeni üye ülkelere yakındır.

⁸² Bu durum Türkiye için de geçerlidir.

⁸³ T.C. Maliye Bakanlığı (2003). *Konsolide Bütçe*, 2003.

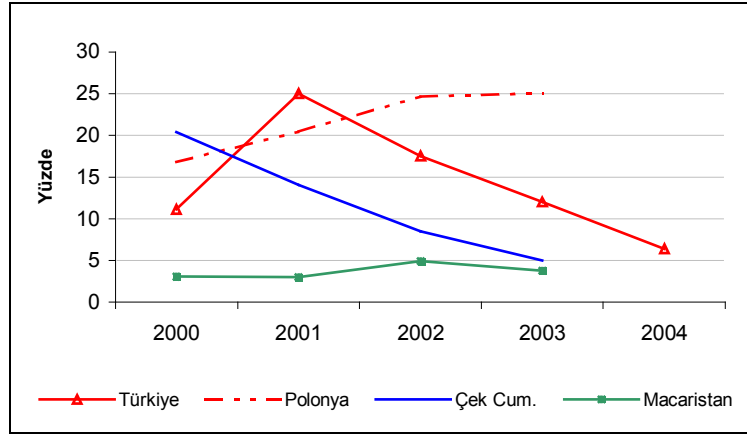
Akdeniz ülkeleri düşen faizler sayesinde kullandıkları kredileri getirisi yüksek yatırımlara yöneltmişler ve ekonomik büyümelerine ivme kazandırabilmişlerdir. Bu örnek, parasal birliğe doğru yaklaştıkça bu tür kredi patlamalarından başarılı bir şekilde yararlanmanın da mümkün olduğunu göstermektedir (BIS, 2004: s.3).

Bu bağlamda, yeni üyeler ve ERM II üyelikleri tartışmasında can alıcı konulardan birisi de faiz oranları konusudur. Düşük faiz oranları mı, daha yüksek faiz oranları mı bu ülkeler için iyidir sorusuna yanıt bulmak oldukça zordur. Faiz oranlarının yüksek olması, bu farktan kar etmek isteyen yatırımcıların yol açacağı sermaye girişlerinin enflasyona sebep olmaması için sterilize edilmesi ihtiyacı doğurduğundan olumsuz olacaktır. Diğer taraftan, faiz oranları ile ilgili olarak Maastricht Kriterinin tutturulması gerekecek, faizlerin hızlı bir şekilde düşmesi ve düşük seyretmesi, yeni üyelerin ekonomilerinin aşırı ısınmasına, enflasyonist baskının artmasına ve aşırı yatırım ve tüketime kaymasına yol açabileceğinden çok optimal olmayabilecektir. Ayrıca çok düşük faizler, ülke içi tasarruf seviyesini de etkilediğinden bu ülkeler için sağlıklı değildir.

ERM II'ye girdikten sonra bu ülkelere kısa dönemli yoğun sermaye girişlerinin olacağı yönündeki beklentiler, yeni üyelere faiz farklarının oldukça azalmış olması ile ERM II üyeliklerinden sonra aşırı sıcak para çekecekleri olasılığını azaltmaktadır. Bunu destekler bir biçimde, Natalucci ve Ravenna (2002: s.19) da kaynak girişlerinin bu ülkelerin AB üyeliği ile bağlantılı olarak risk priminin düşmesi gibi etkenlerden ziyade, AB üyeliği ile bağlantılı olan üretkenlik artışlarından kaynaklandığını savunmaktadır. Aynı şekilde, risk priminin düşmesinden kaynaklanan sermaye girişleri belli bir süre sonra azalmakta ancak B-S etkisinden kaynaklanan girişler ise tam tersi oranda büyümeye devam etmektedir. Dolayısıyla orta dönemde, yeni AB üyelerine ve diğer aday ülkelere üretkenlik artışından kaynaklanarak girecek sermayenin payının daha büyük olması beklenebilir. Üretkenlik artışından kaynaklanan sermaye girişleri daha az oynak ve sağlıklıdır. Yeni üyelere bugüne kadar yüklü miktarda DYY girmiş olması ve çok daha oynak olan

portföy yatırımlarının DYY girişlerinin altında kalmış⁸⁴ olması bunu doğrular niteliktedir.

Olumsuzluklar ve riskleri yeni üyelere dengeleyecek birçok olumlu özellik bulunmaktadır. Geri dönmeyen kredilerin toplam krediler içindeki payı düşmekte (bkz. Şekil 3.14.), ayrıca krediler çok düşük bir noktadan hareket ettiği için ciddi sorun yaratabilecek oranlara henüz ulaşmış değildir. Ayrıca bankalar eskisine kıyasla çok daha başarılı risk yönetimine sahiptirler (BIS, 2004: s.2).



Şekil 3.15: Geri Dönmeyen Krediler/Toplam Krediler

Kaynak: EBRD, *Transition Report*

3.7. Üyelik Tarihinin Belirlenmesi

2003 yılında Çek Cumhuriyeti, Polonya ve Litvanya, birçok AB üyesinden daha düşük bir enflasyona sahip olmuşlardır. Ancak, 2004 Mayıs ayı sonrasında AB üyeliğinden kaynaklanan vergi artışları ve dış talep yönlü baskı ile bu ülkelerin enflasyonlarında sıçramalar gerçekleşebildiğinden, bir ülkenin, kendisini daha önceden hazırlamadıysa eğer, AB üyesi olur olmaz ERM II üyesi olmamasında fayda vardır. Bunun ülkelerin sahip oldukları vergi oranıyla da yakından ilgisi bulunmaktadır. Eğer bir aday ülkede vergi oranları genel seviyesinin AB üyeliği ile yükselmesi söz konusuysa, bu ülkede AB üyeliğinden sonra enflasyonun artması olasılığının ERM II üyeliği zamanlaması için göz önünde bulundurulması gerekecektir. Ancak, bunun

⁸⁴ Yeni üyelere diğer AB üyelerine kıyasla faiz farklarının şimdiden asgariye inmesi bu ülkelerin portföy yatırımları için cazibelerini azaltmıştır.

tam tersi bir durum geçerliyse ve vergi oranları AB üyeliği ile düşecekse, ERM II üyeliği için beklenmesi gerekmeyebilir.⁸⁵

Yeni üyelerin ERM II zamanlamalarıyla ilgili bir diğer argüman, bu ülkelerin daha hızlı büyümeleri gerektiğinden, GSYİH'nin yüzde 3'ünden daha fazla bütçe açığı verebilmelerine imkan tanınmasıdır. Bu görüşü savunanlar yeni üyelerin bütçe açığı kriterini daha geç bir vakitte tutturmalarının büyüme hızları açısından daha faydalı olduğuna inananlardır. Bu görüş, daha fazla bütçe açığının daha hızlı büyüme rakamlarını beraberinde getirdiğini savunmaktadır. Günümüz ekonomilerinde büyük bütçe açıkları, beraberinde daha büyük risk primi, daha yüksek faiz oranları, daha yüksek borç maliyeti, değer yitiren bir kur ve krizlere karşı artan bir kırılganlıktan başka bir şey getirmemektedir.

Ülkelerin ERM II mekanizması içinde iki seneden fazla kalmayacaklarına emin oldukları zaman girmelerinde fayda vardır. Zira, ERM II'de gereğinden fazla kalınması (ör: 2 yıldan fazla) bir takım riskleri beraberinde getirebilir. Bu nedenle açık ve net bir hedefin belirlenmiş olması gereklidir. Belirlenen hedeflerin erişilebilir olması ve piyasaya düzgün bir şekilde iletilmesi de önemlidir. Hedeften şaşıldığında çıkacak olumsuz sinyaller, EMU'ya geçilmesi konusunda piyasaları tedirgin edip spekülasyon baskılarının artmasına yol açabilecektir.

Buiter (2004) Baltık ülkelerinin cari açıkları çok fazla olduğundan bu ülkelerin mümkün olan en erken tarihte EMU'ya girmelerinde fayda olduğunun altını çizmiştir. Açıkların yapılarına bakıldığında daha çok özel şirketlerin mali açıkları olduğu görülmektedir. Özel sektör kaynaklı bir krizin döviz kuruna da sıçrayıp, bankacılık hatta kamu borç krizine bile sebep olabilme ihtimali bulunmaktadır. Bu nedenle biran önce ERM II'ye girmeleri tavsiye edilmiştir (Buiter, 2004: s.34). Böyle bir riskin farkında olan Estonya ve Litvanya ERM II'ye AB'ye üye olur olmaz (yaklaşık 2 ay sonra) katılmışlar, Letonya da Mayıs 2005'te bu ülkeleri takip etmiştir.

⁸⁵ Joint Vienna Institute ile Avusturya Merkez Bankası tarafından ortaklaşa düzenlenen "AB ve EMU Yolunda Zorluklar" semineri, Estonya Merkez Bankası Başkan Yardımcısı Andres SUTT, Viyana, 21-24 Şubat 2005.

3.8. Yeni AB Üyeleri İçin Öneriler

ERM II'nin faydaları ve riskleri dahilinde mekanizmaya dahil olacak üyelere bir takım önerilerde bulunmak mümkündür.

Olmazsa olmaz: Kredibilite!

ERM gibi bir sistemde hedef bölgelerin davranışları incelenirken kredibilite temel bir konu haline gelmektedir. Çünkü, hükümetlerin her zaman için merkezi kuru (pariteyi) değiştirebilme olasılıkları ekonomik aktörler tarafından önceden tahmin edilebilmekte, bu da döviz kuru hakkındaki ileri dönem beklentileri etkileyerek sistemin istikrarını bozucu etki yaratabilmektedir. Bu kapsamda kredibilite, döviz kurunun merkezi paritenin yakınında tutulması konusundaki güvencenin ekonomik aktörler tarafından algılanması anlamına gelmektedir. Issing'e (2003) göre, hem ülke içinde hem de dışında sağlam bir para biriminin varlığı için gerekli ön şartın hükümet tarafından güvenilir ve istikrarlı politikaların uygulanması olduğu göz önünde bulundurulursa, ERM II'de de birçok faktörden önce güven unsuru ön plana çıkmaktadır.

Aktarım mekanizmaları ve enflasyon

Faizden enflasyona geçiş etkisi uzun sürdüğünden, bu yönde bir girişimde bulunulacaksa ERM II'ye girmeden önce gerekli faiz indirimi veya artırımını yapılmalıdır. ERM II'de geçirilecek iki yıl içinde faiz politikasından fazla sonuç alınamayabilir (Borowski ve diğ., 2002: s.19).

Deniz büyük ama Nuh'un gemisi küçük

IMF'nin çalışmasında (2004: s.45) çıkan sonuçlar döviz kurunun şok emici rolünün en etkin bir biçimde yeni üyelerin en büyük, en kapalı ve belki de en derin mali piyasalara sahip olanında görüldüğünü ortaya koymuştur. Bu doğrultuda küçük ülkeler için ERM II üyeliği ve bununla birlikte sabit veya sabite yakın bir kur, büyük ülkelere kıyasla daha az risklidir. Backé ve diğerlerinin (2004: s.19) ulaştığı ve ERM II üyeliğinin büyük ülkeler için daha sıkıntılı olabileceği sonucu bunu desteklemektedir. Yazarlar, büyük ülkelerin, belli oranda para politikası bağımsızlığına ve göreceli olarak daha esnek döviz kuru rejimine sahip olmalarının, ERM II'de küçük ülkelere oranla daha

fazla zorlanabileceklerini belirtmektedirler. Bu nedenle büyük ülkelerin, küçük ülkelere kıyasla biraz temkinli ve daha hazırlıklı girmelerinde fayda vardır.

Esnek ekonomik yapı ve sağlıklı politikalar

Estonya ve Letonya gibi Baltık devletleri yaklaşık 10 yıldır para kurulu rejimine sahiptirler. Bu ülkeler diğer Doğu Avrupa ülkelerinden daha ağır resesyonlar geçirmişler ancak esnek ekonomik yapıları ve sağlıklı makro ekonomik politikaları sayesinde çabuk toparlanabilmişlerdir (IMF, 2004: s.112). Dolayısıyla, ERM II üyeliği süresince karşılaşılabilecek küçük veya daha büyük çaplı krizlerden sıyrılmanın yollarından biri de, esnek bir döviz kuruna sahip olmaktan ziyade, daha esnek bir ekonomik yapıdan ve sağlıklı makro ekonomik politikalardan geçmektedir.

Sermaye hesabının oynaklığından etkilenme, reel değerlenme, hızlı kredi ve talep artışı gibi riskler, ERM II'ye pürüzsüz bir geçiş için gerekli politikaların titizlikle uygulanmasını gerektirmektedir. ERM II'ye geçiş son derece iyi yapılandırılmış, merkezi pariteler gerçekçi bir şekilde belirlenmiş ve ERM II üyeliği süresince para politikası, piyasalardaki oynaklıklara karşı tampon görevi görebilecek şekilde tasarlanmış olmalıdır (IMF, 2004: s.22).

ECB döviz kuru istikrarını sağlamaya yönelik ERM II üyelikleri boyunca ülkelere yardımcı olabilecek, ancak üyelerin sürdürülemez bir cari açık vermesi durumunda yapabileceği çok da fazla bir şey olmayacaktır (Buiters, 2004: s.12). Ülkenin cari işlemler açığını kontrol altında tutması gerekmektedir.

Makro ekonomik istikrarın ve sağlıklı bir mali sistemin yanında piyasanın serbestleştirilmesi, ERM II'ye girmek isteyen ülkeler için bir ön şarttır. Bu koşulların varlığı, döviz kurunun uzun-dönemli temeller ile tutarlı olmasını sağlayıp, döviz kurunun uzun-dönemli denge yönünü kendi başına belirleyebilmesine imkan verecektir (Kontolemis, 2003: s.18).

Sağlıklı maliye (ve para) politikası

Yeni üyelerin ERM II'de kullanabilecekleri para politikası çerçevesi hem şeffaflık getirmeli, hem de politikaların yeterince disiplinli olmasını

sağlamalı, bunları temin ederken de döviz kuru ile enflasyon arasında bir çelişki içine düşmemelidir.

Sıkı döviz kuru rejimlerinde özellikle maliye ile gelirler politikasına önemli görev düşmektedir. Özellikle maliye politikaları, para politikasının enflasyonu düşürmedeki etkinliğini artırmakta ve ERM II üyeliğinin başarısını doğrudan etkilemektedir (Borowski ve diğ., 2002: s.20).

De Grauwe'ye (2003: s. 16) göre ERM II'de para politikası döviz kuru istikrarını sağlamaktan sorumlu olacağı için maliye politikası, enflasyonu kontrol altında tutmak için önemli bir makro ekonomik araç olacaktır. Dolayısıyla, maliye politikasının etkin bir şekilde çalışabilmesi için manevra alanının olması gerekmektedir. Bu da disiplinli bir maliye politikası ve dengeye yakın bir bütçe ile mümkün olabilecek bir şeydir. Bu nedenle, yüksek bir bütçe açığının bulunduğu durumlarda ERM II'ye girilmemelidir.

AB'ye yeni üye olan ülkelerin, ERM II üyeliği için acele etmelerine karşın, kamu maliyelerini disiplin altına alma sürecinin uzun sürecek olması, yüksek olasılıkla üyelik ile mali konsolidasyonun aynı zamana denk gelmesine neden olacaktır. Bu çakışmanın büyüme hızı üzerine olumlu veya olumsuz etkilerinin olması muhtemeldir. Olumsuz etkilerinin olması durumunda, büyümeyi kısıtlayan bu etkilerin minimize edilmesi için mali ayarlamaların⁸⁶ sadece geçici önlemler ve gelir artışları üzerine dayanan bir stratejiden ziyade, kredibl harcama kısıtlamaları ile birlikte yapılması gerekmektedir. Ayrıca, vergi artışları ile geliri artırmak, tutturulması gereken bir enflasyon kriteri olması ve bununla çatışabilmesi nedeniyle kolay olmayacaktır (IMF, 2004: s.90).

Güçlü finansal sistem ve gözetim mekanizmaları

Ülkelerin adaylıkları sırasında başlayan hızlı kredi genişlemesinin AB üyeliği ile birlikte sürdüğü bilinmektedir. Ekonominin ısınmasına, cari işlemler dengesinin açılmasına ve bu paralelde kur üzerinde olumsuz baskı yapabilecek bir etken olan kredi genişlemeleri kontrol altına alınmadan ERM

⁸⁶ fiscal adjustment

II'ye girilmemesi tavsiye edilebilir.⁸⁷ Bunun yanı sıra ERM II altında başarıyı artırmak için Padoa-Schioppa (2003) ve Stark (2003) yeni üyelerin finansal sistemlerini ve mali sektör gözetim mekanizmalarını⁸⁸ güçlendirmeleri gerektiğinde hem fikirdirler (Kenen ve Meade, 2003: s.7).

Doğru belirlenecek merkezi kur

ERM II için yapılacak en iyi çalışma, bir ülkenin döviz kurunda ERM II üyeliği süresince ne kadar reel ve nominal değerlenme oluşabileceğini tespit etmektir. Bu sayede ülkelerin ERM II'deki başarı şanslarını mekanizmaya girmeden değerlendirmek mümkün olabilecektir (Borowski ve diğ., 2002: s.24).

Denge kurun sağlıklı biçimde tespit edilmek istenmesinin özündeki amaç, aslında bir döviz kurunda piyasa şoklarını sindirebilecek kadar bir esnekliğe izin vermektir ve bütün olay nominal ile reel, geçici ile kalıcı, içsel ile dışsal, uluslararası boyutta şok ile daha küçük (belirli etkenler tarafından yaratılan) şoklar arasındaki farkı belirleyebilmektir (Dean, 2003: s.10).

ERM II'de merkezi kurun belirlenmesi sırasında, büyüme, enflasyon, yatırımlar ve ihraç piyasaları ile ilgili stratejiler başta olmak üzere, bir takım etkenler de göz önünde bulundurulmalıdır. Bunu yanında, yeni üyeler paralarını dolara bağlamış olan Asya ülkeleri ile rekabet halinde olduklarından, bu üyelerin kurlarının euro'ya karşı dengeden sapma gösterip göstermediğini değerlendirirken euro'nun da dolar karşısındaki denge oranını göz önünde bulundurmakta fayda vardır (BIS, 2004: s.6).

Yeni üyelerin çoğunun cari işlemler açığının bulunması sağlıklı bir merkezi kurun tespit edilmesini zorlaştırdığından, cari işlemler açığının kur üzerindeki etkisinin iyi analiz edilmesini de faydalı kılmaktadır.

Bu ve diğer nedenlerden dolayı, ülkeler kur ile ilgili çalışmalara zamanında (mümkünse hemen) başlamalı ve piyasa kuru ile potansiyel merkezi kur arasında farkın bulunması durumunda piyasa kurunun öngörülen (fakat resmi olarak belirlenmemiş) merkezi kura yaklaşması için gerekli çaba

⁸⁷ Birçok yeni üyede artan krediler genellikle dayanıklı tüketim mallarına gitmiş ve cari işlemler dengesinin açılmasına neden olmuştur (BIS, 2004: s.3). Kredi genişlemeleri Türkiye'de de benzer etkiler sergilemektedir.

⁸⁸ prudential supervision

ve gayret gösterilmelidir. Diğer bir önemli konu da, kuru sabitlerken o anki piyasa değerinin iyi bir kılavuz rolü görebileceği, ancak piyasa değerinde de geçici sapmalar ve kısa-dönemli politika yansımalarının olabileceğidir.

Düşük Enflasyon

Dezenflasyonu dalgalı bir döviz kuru ile sağlamak sabit bir döviz kuru ile sağlamaktan daha kolay olabildiğinden, döviz kuru ERM II'de sabitlenince enflasyon daha önemli bir hale gelmektedir. Bu nedenle belli ölçüde enflasyon yakınsaması sağladıktan sonra ERM II'ye girilmesinde fayda vardır (IMF, 2004: s.100).

Peki, ERM II'ye girmek isteyen fakat enflasyonu kriterin üzerinde seyreden bir ülke ne yapmalıdır? Enflasyonu indirmek için birçok yonteme başvurulabilir. Örneğın, Yunan hükümeti dezenflasyona katkıda bulunmak için dolaylı vergilerde indirimde gitmiştir. Bu sayede ücret artışları için gelen talepler azaltılmıştır (IMF, 2004: s.101). Vergi artışları enflasyona yansıdığı ve enflasyon üzerinde 'kriter tutturma' baskısı olacağından dolaylı vergileri artırmak zor olabilecektir. Bütçe açıklarını kapatmaya çalışan ülkeler için vergi artışına başvurulamaması sorun yaratabilir ve gelirleri artırmak için başka yöntemlere başvurmaları gerekebilir. Bir üye ülkede dolaylı vergilerin seviyesi düşükse ve artırma yönünde manevra alanı varsa, aynı zamanda bu üye ülkede bütçe açıklarını düşürmek için uğraş veriyor ise, ERM II üyeliğinin başında dolaylı vergileri artırmak gibi bir girişimde bulunmak daha anlamlı olabilir. Bunun sonucunda oluşacak enflasyon artışı Maastricht enflasyon kriterinin tutturulamaması gibi bir endişe yaratmayacak ve mekanizmadaki ülkenin performansını olumsuz etkilemeyecektir.

Fiyat liberalizasyonu

Backé ve diğerlerine (2004: s.9) göre, ERM II üyeliğinin başarılı olabilmesi ve ülkelerin üyeliklerinin sorunsuz geçmesi için, ERM II öncesinde ülkeler tarafından belli başlı politika ayarlamalarının yapılmış ve bu kapsamda ülke içinde fiyatların serbestleştirilmesinin tamamlanmış olması gerekmektedir.

B-S etkisi

Para kurulu uygulayan ülkelerin döviz kuru rejimleri B-S etkisini ve sermaye girişlerinden kaynaklanan değerlenmeyi sindiremeyeceği için mali daralma yöntemine başvurmaları gerekebilecek ve ekonomik faaliyette ciddi oranda kayıplara katlanmak zorunda kalabileceklerdir (De Grauwe ve Schnabl, 2003: s.25). Bu aşamada, sorulması gereken soru, üretkenlik artışından kaynaklanan değerlenme ile meydana gelecek fiyat artışlarını önlemeye çalışmanın ülke için ne kadar sağlıklı olduğudur. İki tür politika seçeneği bulunmaktadır; ya ERM II süresi boyunca fiyat artışları bastırılacak, ya da alternatif olarak yeni üyelerin ekonomilerinin ciddi bir üretim kaybı⁸⁹ ile karşılaşmayacakları bir konuma gelene kadar ERM II üyeliği ertelenecektir.

İyi bir iletişim politikası

Asimetrik bilginin çokluğu spekülâtif atakların artmasına ve ERM II üyeliğinin başarısızlığına yol açabilecek bir sebeptir. ERM II üyeliği sırasında yeni üyelerin şoklara karşı dayanıklılıkları, şokların cinsine, verilen politika tepkisinin tutarlılığına ve para politikası kararlarının nasıl verileceğine dair piyasa ile iletişimin netliğine bağlı olacaktır (IMF, 2004: s.62). Temelde bütün şokların tedavisi açıklanan bir parasal çerçeve ile yetkililerin vereceği tepkinin kredibilitesi ile yakından ilişkilidir ve bu nedenle merkez bankalarının iletişim politikalarına önemli görevler düşmektedir. O yüzden enflasyon hedeflemesinde olduğu gibi, ERM II'de de ülke merkez bankalarının etkili bir iletişim kanalına sahip olmaları gereklidir (De Macedo ve Reisen, 2003: s.8).

Ulaşılabılır hedefler

IMF (2004: s.19) yeni üyelerin, ERM II'ye giriş aşamasında belirleyecekleri makro ekonomik hedeflerin muhafazakar olmasını, yeni üyelerin fazla hırslı hedeflerden kaçınmalarını tavsiye etmektedir.

Uygun (tutarlı) bir giriş tarihi

AB üyeliğinden kaynaklanan çeşitli uyum maliyetleri⁹⁰ yeni giren ülkelerin ekonomileri üzerine er veya geç baskı yapacaktır ve ekonomiler bir

⁸⁹ output loss

⁹⁰ adjustment costs

baskıdan kurtulmadan diğerinin altına girmemelidirler. ERM II için acele edilmemesi yönündeki tavsiyelerden birisi de buna dayanmaktadır.

Her ne kadar, parasal birliğin getirdiği faydalardan biran önce yararlanabilmek için, zorunlu bir aşama olan ERM II'ye erken giriş cazip gözükse de, ülkeler uyum kriterlerini tutturana veya tutturacaklarına emin olana kadar ERM II'ye girmemelidirler. Yeni üyelerin halihazırdaki koşulları (yakınsama dereceleri) göz önünde bulundurulduğunda, daha ileri bir vakitte giriş daha güvenli gözükmektedir.

Makro ekonomik istikrar, sağlıklı bir mali sistem (mali konsolidasyon) ve piyasanın serbestleştirilmesi ERM II'ye girmek isteyen ülkeler için birer ön şarttır. En sağlıklısı yukarıdaki koşulların çoğu yerine geldikten sonra ERM II'ye girilmesidir. Hızlı üyelik kısa vadede iyi bir seçim gibi gözükse de uzun vadede faydadan çok zarar getirebilir. Hızlı üyeliğin haricinde ülkeler, ERM II'de uzun süreli kalışa yol açabilecek politikalarından da kaçınmalıdırlar. Aksi takdirde para politikası çerçevesi zorlanabilecektir (IMF, 2004: s.83).

Diğer yandan, ERM II'ye girişi ertelemenin kamu maliyesini düzeltmek yönünde alınacak önlemlerin daha geç alınmasına yol açacağı yönünde görüşler de bulunmaktadır. Buna mali uyum yorgunluğu⁹¹ adı verilmektedir. Bu görüşü savunanlar, politikacıların kamu maliyesi disiplininin uzaklaşmaması için, ERM II'ye girişin fazla da ertelenmemesini önermektedirler (BIS, 2004: s.6).

⁹¹ fiscal adjustment fatigue

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ERM II, EMU ve Türkiye

4.1. Türkiye'nin AB'ye Giriş Sürecine Kısa Bir Bakış

Türkiye ilk olarak, Temmuz 1959'da AET'ye tam üyelik başvurusunda bulunmuştur. Ancak Türkiye'nin kalkınma düzeyinin AET'ye tam üyeliğin gereklerini yerine getirmeye yeterli olmaması nedeniyle Türk ekonomisinin kademeli olarak Topluluğa tam üye haline getirilmesi planlanmış ve bu kapsamda 12 Eylül 1963 tarihinde Ankara'da bir ortaklık anlaşması (Ankara Anlaşması) imzalanmıştır. Ankara Anlaşması ile iki taraf arasında 30 yıllık bir süre içinde bir Gümrük Birliği kurulması kararlaştırılmıştır. Ne var ki, dönem içerisinde yükümlülükler tam anlamıyla yerine getirilememiş ve Türkiye, Gümrük Birliği ile dışa açık bir politika yerine, ithal ikameye dayalı dışa kapalı bir ekonomik büyü(yeme)me modelini benimsemiştir.

Daha sonra, 1974 yılındaki Kıbrıs sorunu ile durgunlaşan ikili ilişkiler 1970'lerin sonlarında Türk tarafının ilişkileri askıya aldığı açıklamasıyla soğumuş, Eylül 1980'deki askeri darbeye de donmuştur. 80'li yılların ortasında ilişkilerin yumuşamaya başlamasıyla, 14 Nisan 1987 tarihinde Türkiye AT'ye tam üyelik başvurusunda bulunmuştur. Komisyonun Türkiye'nin başvurusunu incelediği 1987-89 yıllarında AB'nin hem içinde (Ortak Pazara geçiş) hem de yanı başında önemli gelişmeler cereyan etmekte, demir perdenin yıkılmaya başlamasıyla Merkezi ve Doğu Avrupa ülkeleri birer birer Sovyetler Birliği şemsiyesi altından çıkmaktaydılar. Hepsi de hızla ekonomik sistemlerini değiştirip AT'ye üye olmayı hedeflemekteydiler. Topluluğun yakın komşusu olan bu ülkelerle ilgilenmek AT'nin de önceliği olmuştur. Maalesef, Komisyon 1989 yılında Türkiye'nin başvurusuna verdiği yanıtta, Türkiye'nin Topluluğa tam üyelik konusundaki

ehliyetini kabul etmiş olmakla beraber, Türkiye'nin üyelik talebini daha ileri bir tarihte değerlendirebileceğini belirtmiş ve geçecek zaman içinde Türkiye ile gümrük birliği sürecinin tamamlanmasını önermiştir. İkili görüşmeler sonunda Türkiye ile AB arasındaki Gümrük Birliği 1 Ocak 1996 tarihinde yürürlüğe girmiştir.

Uzun uğraşlar sonunda Türkiye, 10-11 Aralık 1999 tarihlerinde Helsinki'de yapılan AB Devlet ve Hükümet Başkanları Zirvesi'nde oybirliği ile Avrupa Birliği'ne aday ülke ilan edilmiş ve üyelik süreci geri dönülemez bir yola girmiştir. Avrupa Komisyonu tarafından yayımlanan 2004 yılı Türkiye İlerleme Raporunun olumlu olması ve Türkiye'nin Kopenhag siyasi kriterlerini tutturduğunun teyit edilmesi sonucunda 16-17 Aralık 2004 tarihli Konsey Zirvesinde, 3 Ekim 2005 tarihi itibarıyla tam üyelik müzakerelerinin başlaması kararlaştırılmıştır. Türkiye'nin en erken 2014-2016 döneminde AB üyesi olması beklenmektedir.⁹² Müzakere sürecinin yaklaşık 7-8 yıl sürmesi beklenmektedir. Bu süre zarfında 30'u aşkın konu başlığı ve 120 bin sayfayı aşkın AB müktesebatına uyum sağlanması gerekmektedir. Müzakere döneminin zorlu geçmesi, özellikle de tarım, bölgesel politikalar, KOBİ'ler, adalet, çevre ve içişleri gibi alanlarda uyumun uzun zaman alması beklenmektedir.

4.2. EMU Yolunda Türkiye'nin Konumu

4.2.1. Türkiye ve Nominal Yakınsama

Türkiye'nin AB ile ilişkisi 1960'lara kadar uzanmasına ve 1996'da Gümrük Birliği ile iki taraf arasındaki ekonomik entegrasyonda önemli bir adım atılmasına rağmen, Türkiye, AB'nin içindeki ekonomik gelişmelere, değişimlere ve uygulanan politikaların sonuçlarına epey uzak kalmıştır.

1990'lı yıllarda AB cephesinde Maastricht Kriterlerinin tutturulabilmesi konusunda özellikle kriterlerden uzak ülkeler (özellikle İtalya, İspanya, Portekiz, Yunanistan gibi Akdenizliler) nominal yakınsama yolunda

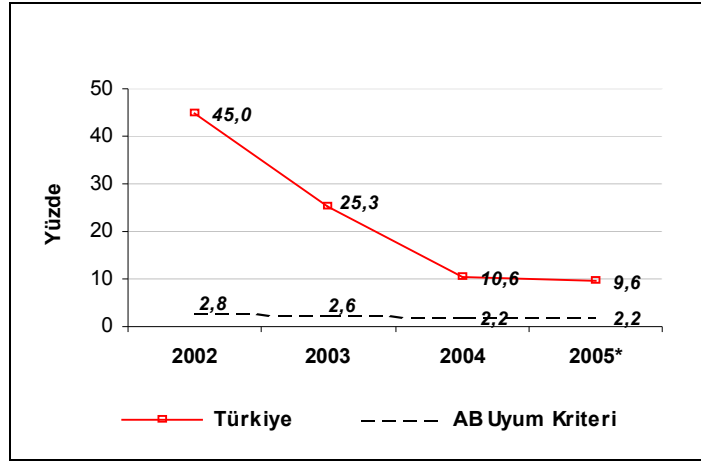
⁹² Zirve Kararında AB'ye ciddi ekonomik yük getirecek ülkelerin üyelikleri ancak bir sonraki bütçe döneminde (2014-2021) mümkün olabilir şartı konmuştur. Birliğe yük getirmesi beklenen Türkiye'nin bu kapsamda üye olabilmesi için 2007-2013 bütçe döneminin bitmesi gerekecektir.

ilerleme kaydedip, ekonomik kazanımlar elde etmiştir. Bu dönem içerisinde yüksek olan kamu açıkları ve borç stokları azalırken enflasyonları düşmüş, ekonomik büyümeleri ivme kazanmıştır. 1998-99 yıllarına gelindiğinde ve EMU'ya giriş esnasında bu ülkelerin ekonomileri neredeyse baştan aşağı yenilenmiştir.

1991-2001 arası Türkiye için ise tartışmasız kayıp bir on yıldır. AB ülkeleri nominal yakınsama sürecinde bütçe açıkları (ve borç stoku) ile büyüme arasında ters bir ilişki olduğunu kanıtlarken, Türkiye'de büyümenin oldukça oynak olduğu bu dönemde, bütçe açıkları ve borç stoku sürekli artış göstermiş ve ülke 1994, 2000-2001 yıllarında olmak üzere farklı çapta üç kriz geçirmiştir. 2001 yılındaki kriz Türkiye tarihinin en büyük ekonomik krizi olarak kayıtlara geçmiştir.

Aralık 1999'da Türkiye'nin aday ülke ilan edilmesinden sonra AB'ye uyum yolunda Türk ekonomisini sağlıklı bir yapıya taşıyacak adımlar atılmış, fakat Türkiye'nin o sırada IMF ile yapmış olduğu ve yapısal reformlardaki gecikmenin de etkisiyle, 2001 yılında krizle sonuçlanan bir programa sahip olması nedeniyle, AB yolunda ilk reformlar 2001 yılı Nisan'ından sonra uygulamaya konulmuştur. Aynı yıl içinde IMF ile yeni bir istikrar programı imzalanmış, bu arada Merkez Bankası bağımsızlığını da içeren, AB'ye üyelik yönünde hazırlık niteliği taşıyan reformlar yapılmış ve uygulamaya konulabilmiştir.

2001 yılından itibaren AB, aday ülkelere her sene Komisyona sunulmak üzere bir Katılım Öncesi Ekonomik Program (KEP) hazırlamalarını talep etmiştir. AB'ye aday bir ülke olarak Türkiye, 2001 yılından bu yana, her yıl KEP kapsamında 3'er yıllık yakınsama programları hazırlayıp, Komisyona sunmaktadır. Yakınsama için KEP'ler büyük önem taşımaktadır ve programlar her sene güncellenmektedir. Bu programlar, aday ülkenin yakınsama sürecinden kopmasını engellemesi açısından önem taşımaktadır. Türkiye, 2001 yılından bu yana, başarıyla uygulanmakta olan istikrar programları sonucunda nominal yakınsama konusunda önemli kazanımlar elde etmiştir. Bu kazanımlar neticesinde Türkiye ekonomisi AB'nin nominal yakınsama ölçütleri açısından da kayda değer ilerlemeler sağlamıştır.



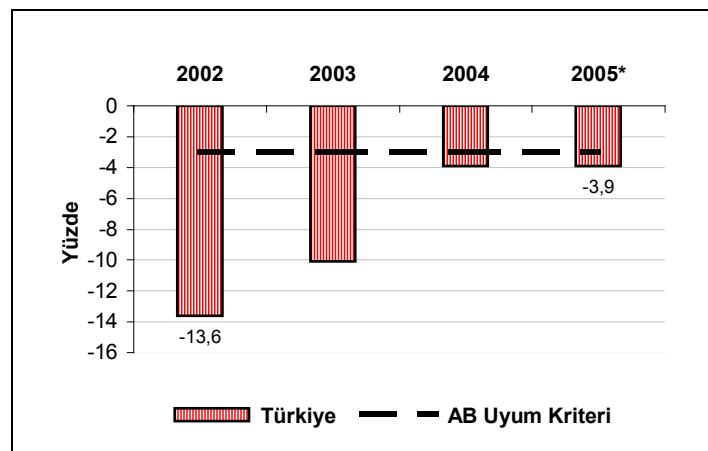
Şekil 4.1: Yıllık Ortalama Enflasyon

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

* tahmin

Ortalama enflasyon, AB uyum kriterine doğru hızlı bir şekilde yaklaşmaktadır. Ortalama enflasyon, 2002 yılındaki yüzde 45 seviyesinden 2004 yılında yüzde 10.6'ya düşmüş (yıl sonu rakamı itibarıyla yüzde 9.3'e) ve 2005 yılı hedefi yüzde 9 ile tek haneli rakamdır (bkz. Şekil 4.1.). 2004 yıl sonu enflasyonu, aynı zamanda son otuz yıldan bu yana elde edilen en düşük enflasyon oranıdır. Yıllık enflasyonda stratejik hedef yüzde 5'in altına düşmektir.

Son üç yıldır düşük enflasyon beklentileri ekonomik aktörlerin fiyatlama alışkanlıklarına yansımaya başlamıştır. Ancak, otuz yıldan uzun bir süre yüksek enflasyonla yaşamış bir ülkede ataletin tamamen ortadan kaybolması zor gözükmemektedir.



Şekil 4.2: Kamu Kesimi Dengesi/GSYİH

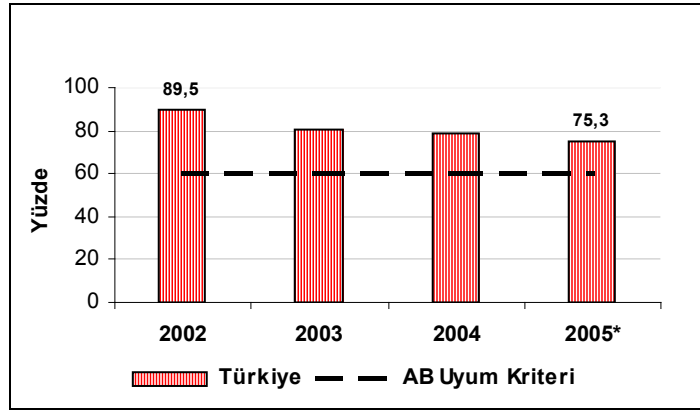
Kaynak: KEP 2004 ve DPT

* tahmin

Avrupa Komisyonu Bahar 2005 Ekonomik Tahminleri

Son üç yıldır enflasyonu düşürme politikalarını başarılı bir şekilde uygulamakta (buna yardımcı olan istikrar ortamı ve maliye politikaları ile birlikte) olan Merkez Bankası, aktarım mekanizmalarının işleyişinin zaman içinde daha iyi bir şekilde anlaşılması ve mali baskının azalması ile, 2006 yılından itibaren örtülü enflasyon hedeflemesinden resmi enflasyon hedeflemesine geçecektir. ERM II'ye girişin gerçekleşebileceği 2015 yılına kadar Merkez Bankasının elinde enflasyon yakınsamasını sağlamak üzere yeterli bir hazırlık süresi bulunmaktadır.

En önemli yakınsama kriterlerinden biri olan toplam kamu kesimi dengesi ele alındığında, krizden bu yana, Türkiye'nin ciddi ölçüde aşama kaydettiği görülmektedir (bkz. Şekil 4.2.). 2001 yılında GSYİH'nın yüzde 15,9'u gibi yüksek seviyelere tırmanmış olan kamu açığı⁹³, 2002 yılında çift haneli rakamlardan, 2004 itibarıyla tek haneli rakamlara inmiştir. 2005 yılı hedefi yüzde 4,4'tür ve Maastricht Kriterlerinin izin verdiği azami yüzde 3 seviyesine yakınsama hızlı bir şekilde devam etmektedir.



Şekil 4.3: Toplam Kamu Borcu/GSYİH

Kaynak: KEP 2004 ve DPT

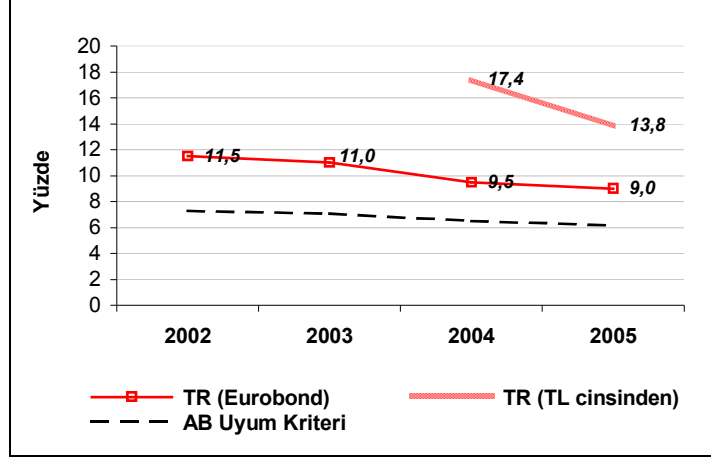
* tahmin

Avrupa Komisyonu *Bahar 2005 Ekonomik Tahminleri*

Risk priminin düşmesi, borçlanma maliyetlerinin azalması, TL'nin reel ve nominal olarak değerlendirilmesi, ekonominin hızlı bir şekilde büyümesi ve yüksek faiz dışı fazla, toplam kamu borcunun da GSYİH'ya olan payının giderek azalmasına yol açmıştır. 2002 yılında yüzde 100'ün üzerinde olan brüt stok, 2004 yılında yüzde 79,8 seviyelerine gerilemiştir (bkz. Şekil 4.3.). Toplam kamu borcunun GSYİH'e oranının yüzde 60'ın üzerinde olması

⁹³ ESA95'e göre hesaplanmış

durumunda, azalış eğiliminde olması (yüzde 60'a doğru), Maastricht borç stoku kriterinin tutturulması bakımından yeterlidir.⁹⁴ Faiz dışı fazla hedefi (GSMH'nin yüzde 6-6.5) korunduğu takdirde normal büyüme hızı ve faiz oranları senaryosuna göre Türkiye'nin kamu borç stokunun GSYİH'e oranının 2007'de yüzde 70'in altına inmesi beklenmektedir⁹⁵.



Şekil 4.4: Uzun Dönemli Faizler

Kaynak: Bloomberg, Eurostat

17.4% = 31.12.2004 tarihi itibarıyla 3 yıl vadeli devlet tahvili faizi
12.8% = 07.03.2005 tarihi itibarıyla 5 yıl vadeli devlet tahvili faizi

Uzun dönem faiz oranları da, ekonomide sağlanan istikrar ortamı ile düşüş eğilimi içerisindedir (bkz. Şekil 4.4.). Bunda risk priminin düşmesi önemli rol oynamaktadır. Uzun yıllar sonra, Türkiye ilk defa kendi para birimi cinsinden uzun vadeli (3 ve 5 yıllık) devlet tahvili ihraç etmiştir. Türkiye'nin 10 yıllık Eurobond faizlerinde de önemli ölçüde gerileme gerçekleşmiştir. Ancak, sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda, ERM II mekanizmasında Türkiye'nin başarı sağlayabilmesi ve ülkeye giriş yapacak portföy yatırımları ile mücadele edebilmesi için faiz farklarının sürdürülebilir seviyelere gelmesi şarttır. İstikrar politikalarına kesintisiz olarak devam edilmesi ile Türkiye'nin ancak 2010 yıllarında bu noktaya gelmesi mümkün gözükmemektedir.

⁹⁴ Borç stoku konusunda Türkiye'nin en büyük sorunu borç vadelerinin diğer ülkelere göre kısa olmasıdır. Yakınsama hesaplamasında vadelerin kullanılmamasına rağmen borç vadelerinin kısalığı Türkiye'nin mali kırılganlığını yansıtmaktadır.

⁹⁵ KEP 2004

4.2.1.1. Türkiye ve Reel Yakınsama

Nominal yakınsama açısından Türkiye olumlu bir tablo çizerken, reel yakınsama konusunda aynı şeyleri söylemek mümkün değildir. Reel yakınsamanın en önemli göstergesi olan kişi başına düşen milli gelire bakıldığında, AB ile Türkiye arasında büyük bir farkın olduğu göze çarpmaktadır. Kişi başına düşen nominal gelire bakıldığında, 10 yıllık bir süre içinde az da olsa gelişme kaydedilmiş iken, satınalma gücü paritesine göre gerileme meydana gelmiştir. Kıyaslanacak olursa, AB'ye yeni giren ülkelerin hem nominal hem de satınalma gücü standardına (PPS) göre kişi başına düşen milli geliri eşit oranda artırdıkları dikkati çekmektedir (bkz. Tablo 4.1.). Türkiye'nin AB ülkeleri ile arayı ivedilikle kapatabilmesi için 2002-2004 döneminde sahip olmuş olduğu ekonomik performansı önümüzdeki dönemde sürdürmesi gereklidir. Nitekim OECD (2004: s.25) çalışmasında, Türkiye'nin yıllık yüzde 7.4'lük bir GSYİH büyüme hızına sahip olması durumunda satınalma gücü paritesine göre kişi başına düşen gelir bakımından bugünkü yüzde 27'li seviyelerden, 2015 yılında AB ortalamasının yüzde 40'ına ulaşabileceği (hatta bu seviyeyi geçebileceği) öngörülmektedir.

TABLO 4.1. AB-10, TÜRKİYE KARŞILAŞTIRMALI GELİR TABLOSU

	Kişi Başı GSYİH (% AB-15)		Kişi Başı GSYİH (PPS-% AB-15)	
	AB-10	Türkiye	AB-10	Türkiye
2004	25,2	13,2	49,7	26,5
2003	24,4	12,3	48,2	25,4
2002	24,9	11,5	47,2	24,3
2001	24,1	10,1	46,3	23,8
2000	22	14,2	45,6	27,6
1999	20,5	12,2	45,2	26,1
1998	20,6	13,4	45	28,6
1997	19,9	13,4	44,5	29
1996	18,8	12,3	43,5	28,1
1995	17,4	11,9	42,1	27,1

Kaynak: AMECO

4.2.1.2. B-S Etkisinin İncelenmesi

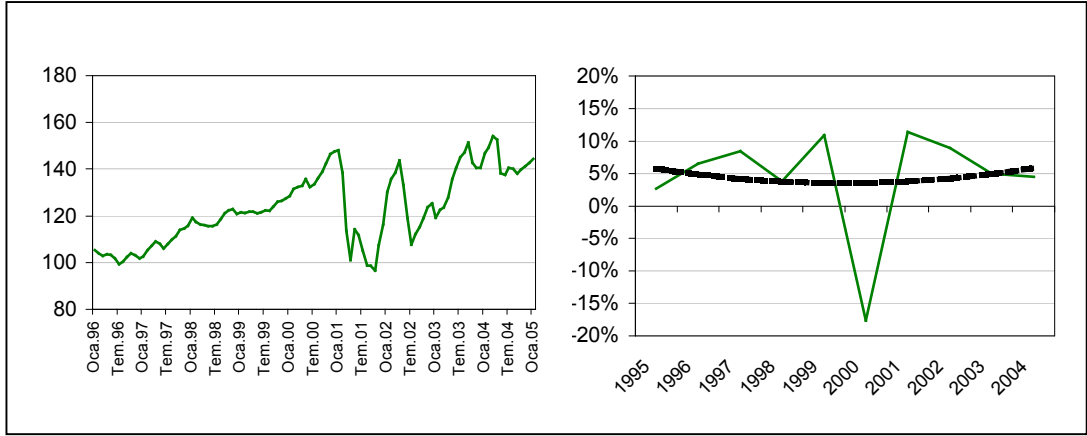
AB ile müzakerelerin başlaması önümüzdeki yıllarda Türkiye'ye daha fazla DYY girmesini yol açarak, üretkenlik artışlarının daha fazla

olmasını sağlayabileceğinden, önümüzdeki dönemde Türkiye için de B-S etkisinin artması beklenebilir.

B-S etkisini Türkiye için hesaplarken, dikkat edilmesi gereken bir takım noktalar bulunmaktadır. Birincisi, Türkiye'deki kamu tarafından yönetilen fiyatların enflasyon sepetindeki ağırlığı giderek düşse de 2003 ve 2004 yılları itibarıyla hala yüzde 17'dir ve küçümsenemeyecek bir miktardadır (EPC, 2004). İkincisi, Türkiye bugüne kadar son derece az yabancı doğrudan yatırım çekebildiği için B-S etkisini hesaplarken geriye dönük datalar çok fazla güven vermeyebilir.

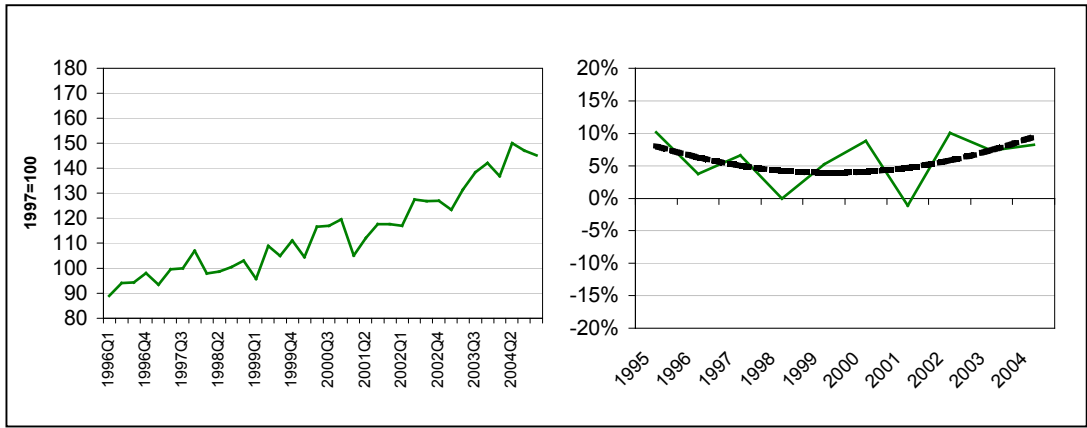
Coricelli ve Jazbek (2001) ticarete konu olan mallar ile konu olmayan mallar arasındaki görelî fiyat farklılıklarını yeni üyelerde iki farklı dönem altında incelemektedir; bunlar, ürün ve işgücü piyasalarının serbestleştirilmesi gibi geçiş dönemine has faktörlerin ağırlıkta olduğu birinci dönem ve üretkenlik kanalının önem kazanmaya başladığı ikinci dönemdir. Türkiye şu anda ikinci dönemin başında yer almaktadır. Bu B-S etkisinin hesaplamasını zorlaştırmaktadır.

Yeni üyeler için B-S etkisinin genel olarak yıllık yüzde 0,5-4 arasında olduğu göz önünde bulundurularak, Türkiye için de B-S etkisinin bu aralıkta olması muhtemeldir. Türkiye için de B-S etkisinin zamanla üst seviyelerden alt seviyelere doğru inmesi olasıdır. Reel kur endeksi yüzde değişim grafiğine bakıldığında, lirada 1995-2004 döneminde ortalama yıllık yüzde 4,4'lük bir reel değerlenme meydana geldiği görülmektedir. İmalat sanayi kısmi verimlilik endeksine ve endeksin yüzde değişimine bakıldığında, reel değerlenmenin üzerinde bir trend çizdiği görülmektedir. 1995-2004 dönemi yıllık ortalama verimlilik artışı yüzde 5,9 olarak gerçekleşmiştir (bkz. Şekiller 4.5. ve 4.6.). 1986 yılında üye olan ve Türkiye ile bundan 20 yıl önce benzer ekonomik yapıya sahip İspanya için B-S etkisinin yüzde 2 olarak hesaplandığı dikkate alındığında, Türkiye için ERM II üyeliğinin mümkün olabileceği 10 sene sonrasında B-S etkisi hakkında kaba bir fikir verebilir.



Şekil 4.5: Reel Kur Endeksi (1995=100) ve Yüzde Değişim

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, EVDS



Şekil 4.6: Verimlilik Endeksi, İmalat Sanayi (1997=100) ve Yüzde Değişim

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, EVDS

4.2.2. Dalgalı Kur Rejimi ve Türkiye

2001 yılı Şubat ayında TL'nin zorunlu olarak dalgalanmaya bırakılmasıyla Türkiye'nin uygulamış olduğu döviz kuru rejimlerine bir yenisi daha eklenmiş ve Türkiye gözetimli dalgalı kur rejimiyle tanışmıştır. Geçen dört yıl içerisinde Merkez Bankası zaman zaman kura müdahalede bulunmuştur. Kurun seyrine bakıldığında, yüzde ± 15 genişliğinde bir alt ile üst bant arasında dalgalandığı dikkati çekmekte ve Merkez Bankasının aslında farkında olmadan geniş bantlar içerisinde gayri resmi bir ERM II gölgelemesi içinde bulunduğu izlenimini vermektedir.

4.2.2.1. ERM II Gölgelemesi Altında TL

Maastricht Kriterinin son ayağı olan ERM II üyeliği göz önünde bulundurularak Türkiye için çeşitli ERM II gölgelemesi simülasyonları yapıldığında, aşağıdaki görünüm ortaya çıkmaktadır (bkz. Şekil 4.7.).



Şekil 4.7: TL/EUR 01.2002-01.2005

İlk olarak, Ocak 2002 – Ocak 2005 dönemindeki döviz kuru ortalaması merkezi kur olarak kabul edildiğinde, belli dönemlerde (2002 yılı başında ve 2004 yılı sonunda) TL'nin yüzde ± 15 'lik bandı aştığı görülmektedir.⁹⁶ Şekillerden görüldüğü üzere, TL'deki oynaklığın hem aşağı hem de yukarı yönde değişim gösterdiği ve bant sınırlarını zorladığı dikkati çekmektedir. TL'deki oynamaların oldukça büyük çapta olmasına karşın, Türkiye'nin inceleme dönemi boyunca dalgalı kur rejimi uyguladığı ve 2002 yılı içerisinde kriz sonrası değerlendirme eğiliminin etkili olduğu unutulmamalıdır.

2001 krizinden uzakta ve daha farklı bir dönem (ör: 01.2003 – 01.2005) ele alındığında (bkz. Şekil 4.8.), 2001 krizinin etkilerinin azalmaya

⁹⁶ Kıyaslanacak olursa, 1999-2003 arasında yeni AB üyelerinden sadece Litvanya ve Polonya'nın paraları (biri aşağı diğeri yukarı olmak üzere) yüzde ± 15 bandını aşmıştır (BIS, 2004: s.8).

başladığının bir göstergesi olarak, TL'nin marj içinde hareket ettiği ve oynaklık miktarının biraz azaldığı görülmektedir. Ancak, TL'deki oynamalar/hareketler azalış göstermesine rağmen halen büyük çaptadır⁹⁷.

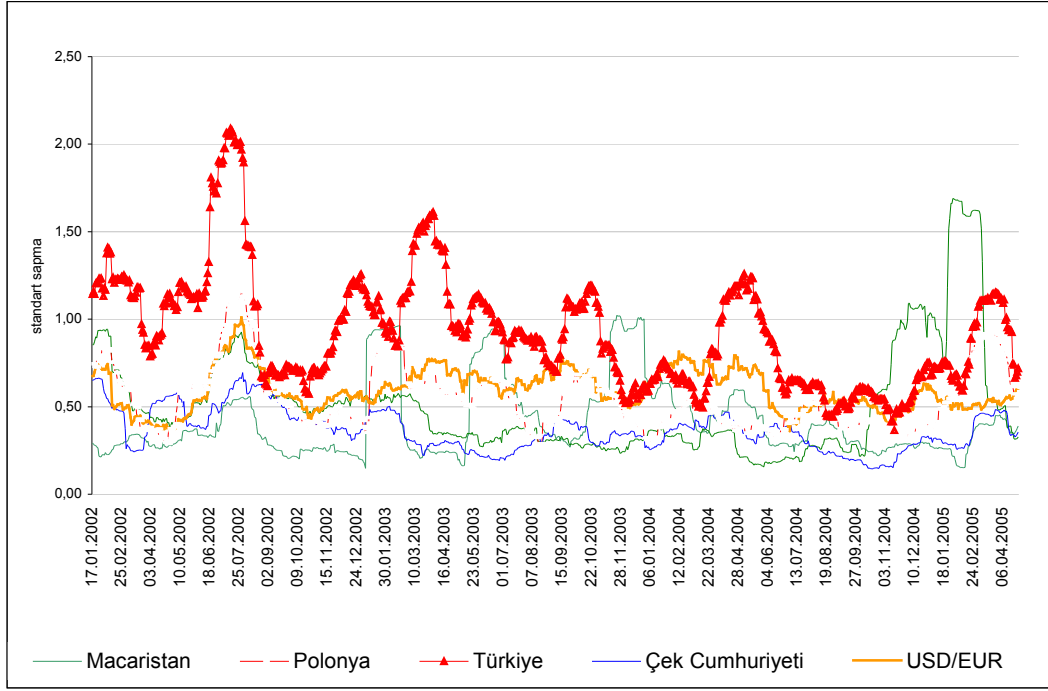


Şekil 4.8: TL/EUR 01.2003-01.2005

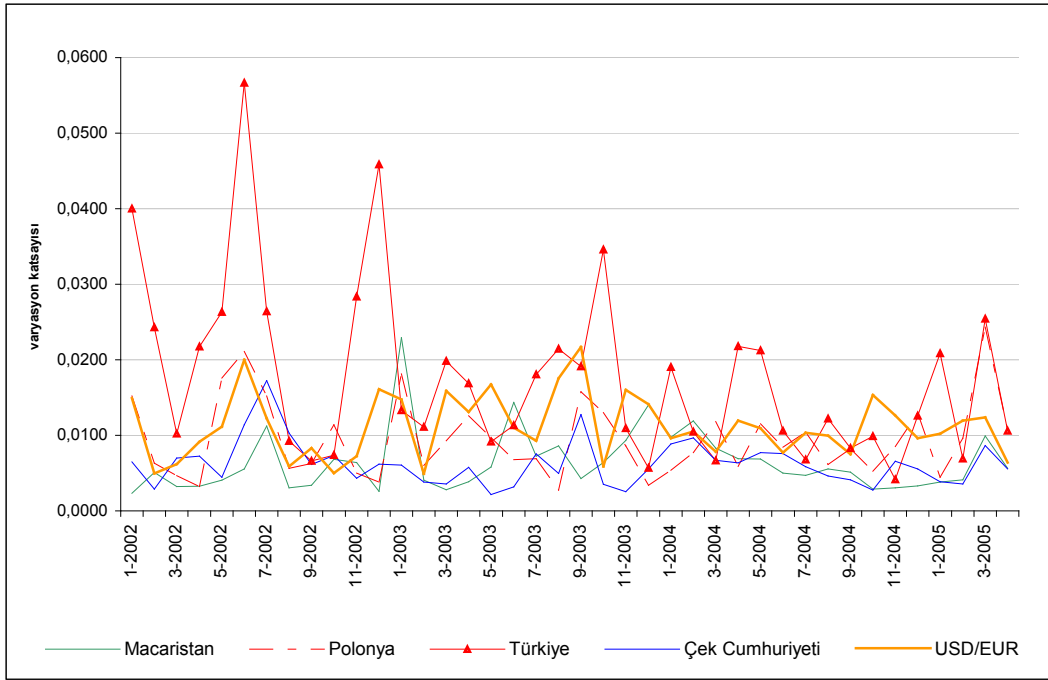
4.2.2.2. TL'de Kur Oynaklığı

Oynaklığın azalıp azalmadığını tespit edebilmek için daha farklı yöntemlerden elde edilen sonuçlara da bakmakta fayda vardır. Varyasyon (oynaklık) katsayısı ve döviz kuru oynaklığı grafikleri son dönemde TL'nin daha istikrarlı bir yapıya kavuştuğunu ve oynaklığın azalmaya başladığını göstermektedir. Hatta, günümüze yakın dönem içinde (ör: daha ileri vakitli veriler alındığında) TL'deki oynaklığın diğer AB üyesi ülkeler (ör: Polonya, Macaristan) ile yakın bir seviyeye geldiği görülmektedir (bkz. Şekiller 4.9 ve 4.10.). Ancak, oynaklığın azalması kur istikrarını tanımlayan önemli bir gösterge olmasına rağmen tek başına bir ülkenin ERM II üyeliğine hazır olduğunu göstermemektedir.

⁹⁷ Bir örnek olarak, 12 Nisan 2004'te 1.6031 olan TL/EUR kuru 12 Mayıs 2004'te 1.8180'e gerileyerek bir ay içinde yüzde 13.4 oranında değer kaybetmiştir.



Şekil 4.9: Döviz Kuru Oynaklığı⁹⁸ (01.2002-04.2005)



Şekil 4.10: Varyasyon Katsayısı⁹⁹ (01.2002 - 04.2005)

⁹⁸ Döviz kuru oynaklığı, döviz kurundaki günlük yüzde değişimlerin aylık standart sapmasının alınması ile hesaplanmaktadır.

⁹⁹ Varyasyon katsayısı (coefficient of variation), günlük kurların aylık standart sapmasının aylık ortalamalarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

4.3. Türkiye'nin Olası ERM II Üyeliği

4.3.1. Zamanlama

AB'ye üyelik olarak Türkiye'nin önünde uzun ve dolambaçlı bir yol olsa da, Türkiye'nin AB üyeliği ile birlikte, teorik olarak 2014-2015 yıllarında, ERM II'ye dahil olabilmesi için, hazırlıklarına şimdiden başlaması, 4-5 yıl öncesinden de (2010-2011 yılları gibi) geçiş ile ilgili politikalarını uygulamaya koyması gerekecektir. Hali hazırda Türkiye'nin bir dalgalı kur rejimine sahip olması bu bağlamda bir avantajdır.¹⁰⁰ Ancak, AB üyeliği ile eş zamanlı olarak mı, yoksa daha ileri bir dönemde mi, mekanizmaya girilmesi daha optimal olacaktır? Bir ülke için önemli olan, faydanın ve getirinin en yüksek, riskin ve yan etkilerinin en az olduğu anda ERM II'ye dahil olmaktır.

AB'ye üyelik yolunda, müzakerelerin başarıyla tamamlandığı bir dönemde, kısacası bundan yaklaşık 10 yıl sonra, şimdikinden çok farklı bir Türkiye'nin olması söz konusudur. Üyelik müzakerelerinin, yakınsamayı artırma ve makro ekonomik temelleri sağlamlaştırma özelliği olduğu bilinmektedir.

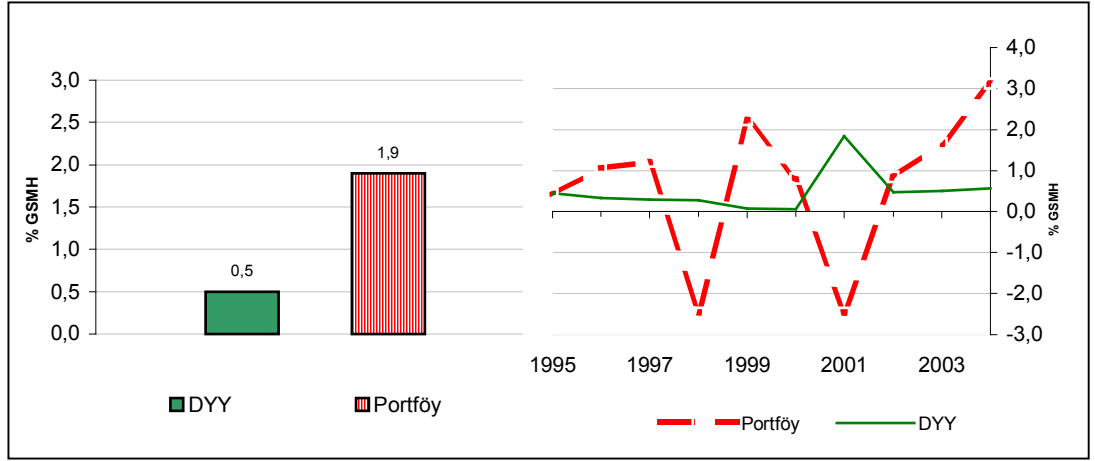
Bu paralelde Türkiye'den de beklenen, her aday ülkeden beklendiği gibi, AB üyesi olduğu vakit, parasal birliğe de hazır hale gelmiş olmasıdır. Bunun için önümüzdeki dönemde özellikle döviz kuru dalgalanmalarının azalması, bankacılık ve mali sektörün derinleştirilmesi ve daha sağlıklı bir yapıya kavuşturulması, aracılık maliyetlerinin düşürülmesi ve kredilerin daha çok reel sektöre kanalize edilebilmesi, portföy hareketlerinden çok DYY'nin ülkeye gelmesi teşvik edilmeli ve ileri dönemde bütçeye ağır yük getirecek reformların (sosyal güvenlik benzeri) ilk fırsatta yapılması akla ilk gelen örneklerdir.

Bir ülkenin ERM II üyeliğinin zamanlaması için en önemli kriterlerden bir tanesi de Euroalanı ile mekanizmaya dahil olacak ülke arasındaki faiz farklılıkları olduğundan, Türkiye'nin de ERM II'ye giriş tarihini bir bakıma bu

¹⁰⁰ Polonya, zloty'nin dalgalı bir kur rejimi altında piyasada oluşacak değerin denge seviyesine daha yakın olacağı (piyasa güçlerinin zloty'yi denge kuruna doğru iteceği) beklentisiyle 2000 yılında kuru dalgalanmaya bırakmıştır. Dalgalı kura geçişteki diğer bir neden ise ERM II'ye hazırlık süreci ile ilgilidir (Borowski ve diğer., 2002: s.2). Örnek verecek olursak, Polonya en erken 2005-2006 yılında girebileceği ERM II mekanizmasına 2000 yılından önce hazırlanmaya başlamıştır.

farklılıklar belirleyecektir. Aksi takdirde, özellikle kısa dönemli giriş çıkış yapan sermaye ile baş etmeye çalışmak, ERM II'de ülkeyi oldukça zor bir durumda dahi bırakabilecektir.

Faiz farklılıklarından dolayı, Türkiye portföy yatırımları için oldukça cazip bir ülke olmuştur ve bu tür yatırımlar DYY'nin oldukça üzerinde seyretmiştir. 1995-2004 dönemi ele alındığında portföy yatırımlarının yıllık ortalama GSMH'nin yüzde 1.9'u büyüklüğünde olduğu görülmektedir. Miktar olarak DYY girişlerinin üzerinde olmasını yanısıra, aynı dönem içerisinde oldukça da oynak bir seyir izlemiştir.



Şekil 4.11: Türkiye 1995-2004 Arası Ortalama ve Yıllık Net Sermaye Akımları

Kaynak: TCMB

Türkiye için nominal yakınsamada en uzun dönemde sağlanabilecek kriter, uzun vadeli faiz oranları kriteri olduğundan, ülkenin ERM II üyelik tarihi üzerine etkisi olacak en büyük etkenlerden birisinin de bu nedenle faiz farklarının olması beklenebilir. Bunun yanında uzun seneler kısa dönemli sermaye çekmiş ve daha da çekmesi muhtemel bir Türkiye'de, AB üyeliği ile faiz farkları sürdürülebilir bir seviyeye gelse dahi, sıcak paranın stok seviyesinin AB üyeliği zamanında önemli miktarlarda olma ihtimali ve faiz farklarının azalması ile yavaş yavaş daha karlı pazarlar arayışı içine girme olasılığı, AB üyeliği ile eş zamanlı olarak ERM II'ye girilmesini riskli kılacak bir sebep olarak görülebilir.

Faiz tartışmalarının bir diğer yönü daha bulunmaktadır, o da borcun vadesi ile ilgilidir. Türkiye’de borç stokunun hala önemli bir kısmının kısa vadeli olması, faiz maliyetlerinin faiz oranlarındaki değişimlere daha hassas olmasına yol açmaktadır ve yanlış bir politika sonucunda faizlerin artmasını beklenenden daha maliyetli kılabilmektedir. Bunun yanında kısa-dönemli borcun mali istikrarı sağlamak açısından riskli olduğu, her an çekilerek ülkenin tek taraflı olarak borcunu ödeyememesi, böylece sistemik bankacılık ve ödeme kriziyle beraber büyük çaplı şirket iflaslarını tetikleyebilme olasılığının bulunduğu bilinmektedir (Eichengreen ve Mussa, 1998). Halihazırda, Türkiye’de 2004 yılı kamu iç borçlanmasının ortalama vadesi 14.7 aydır ve faizlerin düşüş hızına paralel bir hızda vade uzamamaktadır. AB üyeliğine kadar geçecek bir zaman dilimi içerisinde vadenin kayda değer ölçüde uzaması beklense de, yeni üye ülke örneklerinde görüldüğü üzere, borç vadesinin her zaman için Türkiye’nin ERM II’ye giriş zamanlamasını belirleyecek etkenlerden biri olarak karşımıza çıkması muhtemeldir.

Diğer üyelere kıyasla zamanlama konusunda ise Türkiye’nin iki avantajı bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, Türkiye’nin AB’ye üyelik sonrası, diğer yeni üyelere de olduğu gibi, vergi artışları, dış talep artışı ve tarım ürünlerindeki fiyat ayarlamaları nedeniyle bir enflasyon artışı yaşaması olasılığı düşük gözükmektedir. Bunun sebebi, Türkiye’de özellikle dolaylı vergilerin zaten yüksek oluşu ve ülkenin AB ile 1996 yılından bu yana bir Gümrük Birliği içerisinde olmasıdır. Dolayısıyla AB üyeliği ile eş zamanlı olarak Türkiye’nin ERM II’ye üyeliği bu çerçeveden bakıldığında düşünülebilir. İkincisi, bazı ülkeler sermaye hesaplarını AB üyeliği paralelinde yeni serbestleştirmiş olmalarından ötürü, bu ülkelerin ERM II üyeliği öncesi sermaye hareketlerinin daha fazla tahmin edilebilir bir hale gelmesini beklemeleri tavsiye edilmektedir. Türkiye’nin sermaye hesabının 1989 yılından bu yana serbest olması, bu savın Türkiye için geçerliliğini azaltmaktadır.

Ancak yine de, tedbir gereği, AB üyeliğinin getirdiği kısa dönemli değişimler ortadan kalktığında ve orta vadeli dengeler yerine oturduktan sonra ERM II’ye dahil olunması, ERM II üyeliğini daha güvenilir bir hale

getirebilmektedir. Bununla birlikte, Türkiye ile AB arasındaki iş döngülerinin eş zamanlı olmaması, reel yakınsamanın oldukça sınırlı oluşu, Türkiye'nin AB ile parasal entegrasyona gitmekte acele etmemesi, önemle üzerinde durulması gereken bir sebep olarak karşımıza çıkmaktadır.

Sabit fakat ayarlanabilir bir döviz kuru rejimi olan ERM II'ye giriş ile ilgili karar bu nedenle ekonominin yapısı ile ilgili bazı faktörlerle (ekonominin açıklığı, rekabet seviyesi, daha önemlisi yüksek/düşük enflasyon, dışsal şokların varlığı, ülkenin gayri resmi euroizasyon/dolarizasyonu, faiz farklılıkları gibi) beraber çıkar gruplarının baskısı gibi ekonomi politiğin içsel karakterinin de göz önünde bulundurulmasını gerekli kılmaktadır.

4.3.2. Olası Getirilerin ve Senaryoların Değerlendirilmesi

AB'ye üye ülkeler için ERM II'ye üyelik eninde sonunda mecburi olduğundan, getirileri incelerken, konuyu ERM II'ye hızlı girişin veya daha ileri bir vakitte girişin getirileri ve senaryoları olarak incelemek daha doğru olacaktır.

Türkiye'nin ERM II'ye hızlı bir üyelik stratejisi izlemesi, parasal birliğin getirilerinden bir an önce yararlanmak temelinde faydalı bir girişim olarak değerlendirilebilir. Türkiye için ERM II'ye ilk fırsatta (ör: AB üyeliği ile birlikte) girilmesini destekleyen en büyük argüman, mali disiplini beraberinde getiren ERM II'nin, Yunanistan ve diğer Akdenizli AB ülkelerinde görüldüğü gibi, ekonomik büyümeyi hızlandırıcı etki yapmasıdır. Bu, borç stoku ve faiz primleri yüksek olan bir ülkede mali daralmanın genişleyici etki yaratmasından kaynaklanmaktadır¹⁰¹ (IMF, 2004: s.87). Bunun etkileri, son 2-3 senedir sağlanan mali disiplin ile Türkiye'de görülmeye başlanmıştır.

Kayda değer döviz kuru dalgalanmalarının, aşırı enflasyon değişkenliği ile beraber görülebildiği bilinmektedir. Daha yüksek bir enflasyon oynaklığı, daha fazla enflasyon belirsizliğini beraberinde getirdiğinden, daha yüksek enflasyona da neden olabilmektedir (Kontolemis, 2003: s.7). ERM II'de sağlanacak kredibilite ve kur istikrarı, daha öngörülebilir bir yatırım

¹⁰¹ Genişletici mali daralmalar hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Alesina ve Ardagna (1998), Perotti (1999) ve AB Komisyonu (2003)

ortamı yaratabileceğinden, hem ticareti artırıcı bir rol oynaması, hem de ekonomik büyümeye ivme kazandırması olasıdır. Bu nedenlerle bağlantılı olarak da, ERM II'ye hızlı bir giriş cazip gözükmektedir.

Ekonomik olarak Türkiye seviyesine yakın olan yeni üyelerin, hem AB'ye hem de ERM II ve EMU'ya Türkiye'den önce girecek olmaları, bir avantaj olarak değerlendirilmelidir. Bu şekilde, ülkelerin uygulamış oldukları iyi ve/veya kötü politikaların yansımalarının daha iyi ve net bir şekilde analiz edebilme şansı bulunmaktadır. Bu sayede, Türkiye için en iyi stratejiyi oluşturmak daha kolay, etkili ve daha az maliyetli olabilecektir.¹⁰²

Peki Türkiye açısından ne gibi senaryolar söz konusudur? Türkiye'nin AB ve ERM II üyeliğine en iyimser tahminlerle bile yaklaşık 10 yıl olduğu ve Türkiye'nin çok hızlı bir değişim sürecinden geçtiği göz önünde bulundurulduğunda şimdiden bir senaryo çizmek oldukça zordur.

Genel hatlarıyla ise bir değerlendirme yapılacak olursa, iki senaryodan bahsedilebilir. Birinci senaryo çerçevesinde, AB üyesi olduktan sonra ERM II'ye girmek için acele edilmez. Üyeliğin getirebileceği sonuçların ekonomiyi etkileyeceği olasılığı göz önünde bulundurularak, üye olduktan 2-3 yıl sonra ERM II üyeliği için başvurulabilir. Bu durumda üyelik daha yavaş, ancak güvenilir adımlarla ilerler. Kazanç az, fakat risk de düşüktür. İkinci senaryoya göre, zaten AB üyesi olabilmek için yeterince beklenildiğinden, EMU üyeliği için zaman kaybetmeden hızlı hareket edilebilir. Bundan hareketle, gerekli hazırlıklar (reformlar, mali konsolidasyon) yapılmıştır ve AB üyeliği ile eşzamanlı olarak ERM II üyeliği için başvuruda bulunulur ve AB üyeliğinden yaklaşık 2 yıl sonra da, Euroalanına dahil olunur. Ancak, ikinci senaryo seçilmesi durumunda, AB üyeliğinin getirdiği değişiklikler ile eş zamanlı olarak ERM II'nin getireceği koşullara adapte olmak sıkıntılı olabileceğinden, para politikası çerçevesinin de bu koşullar karşısında zorlanma ihtimali bulunmaktadır.

Birinci senaryo daha güvenli gözükse de, her iki senaryoda üyelik sırasınca karşılaşılabilecek riskler benzerlik gösterebilecektir. Örneğin B-S

¹⁰² Ancak Türkiye'den daha önce Euro'ya girmiş olan ülkeler de tek paraya geçmiş olmanın faydalarını ve getirilerinin çok önceden yaşamaya/elde etmeye başlamış olacaktırlar.

etkisi, büyük ihtimalle her iki durumda da olacaktır ve marjı bulunduğu takdirde enflasyon ile, bulunmadığı durumda da reel değerlenme veya her ikisi ile emilmek durumundadır. Edilemeyecek gibi ise, mali daralma son alternatif olarak kullanılabilir. ERM II'de kurun değer kaybetmesine olumlu bakılmayacağı için TL'nin değer kazanmasından ziyade, değer kaybına karşı daha hassas ve (mecburi olarak) daha müdahaleci olarak yaklaşımın zorunda kalınacaktır. Her iki senaryoda da olumsuzluklarla karşılaşılması olasılığı bulunmaktadır, ancak hızlı giriş senaryosunda bu tür bir riskle karşılaşılma olasılığı yüksektir. Özellikle spekülasyon ataklarının oluşması durumunda kurun savunulabilmesi için yeterli miktarda rezerv gerekli olacak, ancak ERM I'de olduğu gibi planlı ve yoğun spekülasyon atakları ile karşılaşıldığında, bir krize sebebiyet vermemek için geçici olarak kurun dalgalanmaya bırakılması ve gerektiğinde ERM II'de daha uzun bir kalışa razı olunması gerekebilecektir.

Senaryoların başarısı dış gelişmelerle de bağlantılı olacaktır. Türkiye'nin son yıllarda elde ettiği başarıların, Türkiye'nin AB üyeliği perspektifi ile doğrudan ilişkili olduğu unutulmamalıdır. Ancak, Türkiye'nin müzakere sürecini başarılı bir şekilde tamamlaması durumunda dahi, AB üyeliğinin yüzde 100 garanti olmaması bir takım riskleri de beraberinde getirmektedir.¹⁰³ Türkiye'nin AB üyeliği ile yapılacak referandumların olumsuz çıkabilmesi ihtimali, AB üyeliği ile birlikte ERM II üyeliğine hazırlanan piyasalarda panik havası doğurup, ekonomik temelleri sarsabileceği ve olumlu senaryonun olumsuzla dönüşebilme riskinin de var olduğu her zaman için göz önünde bulundurulmalıdır.

Olağanüstü gelişmeler ve değişen koşullar nedeniyle ERM II üyeliğinin ertelenmesi kabul edilebilir, ancak yeni üyelerin bu noktada yapmış oldukları yanlış, sürekli olarak ERM II mekanizmasına giriş tarihlerini değiştirmeleri ve daha ileri bir tarihe atmalarıdır. Sürekli ertelemeler, ülkelerin EMU'ya biran önce girmek istemelerinden ancak ekonomilerinin buna aslında hazır olmadığını anlamalarından kaynaklanmaktadır. Bu nedenle,

¹⁰³ Tüm AB ülkelerinde tek tek yapılacak oylama ve/veya referandumlar nedeniyle ve ülke katılımına oybirliği ile karar verildiğinden.

İkinci senaryonun planlanması, ancak daha sonra birinci senaryoya zorunlu geçiş yapılması kredibilite kaybına yol açabilecektir.

ERM II'ye giriş için belirlenecek ve değiştirilmeyecek bir giriş tarihinin önemi nedeniyle Türkiye'nin hazırlıklara şimdiden başlaması faydalı bir girişim olarak görülebilir. Normal şartlar altında, Türkiye'nin 2014-2015 yılında üye olma ihtimali doğrultusunda 2012 yılında, veya müzakerelerin bitmesi ile üyeliğin gerçekleşmesi (üye ülkelerin her birinin ulusal parlamentolarında yeni üyenin kabulüne ilişkin kararın onaylanması, vs.) arasındaki süre içinde ERM II üyeliği ile ilgili net bir açıklama yapmakta fayda vardır. Zamanında bir açıklama, beklentilerin biran önce oluşmasını sağlayarak, piyasanın tepkisinin ölçülebilmesine imkan tanıyacak ve bütün bu etkiler AB üyeliğinin getireceği değişikliklerden ayrıştırılmış olacaktır. Bu doğrultuda, 2012-2014 dönemine kadar, tüm hazırlık ve çalışmaların bitirilmesi ve daha önemlisi uygulamaya konulması önem arz etmektedir.

Burada başarı ERM II'de geçen iki yıllık sürenin bir ülke için olabildiğince az maliyetli olmasını, hatta maliyetsiz ve kazançlı olmasını ifade eder.

4.4. Türkiye için Tavsiyeler

Dünyadaki birçok gelişmekte olan ülke makro ekonomik istikrar programları sayesinde ekonomilerinin bir daha krize girmemesi için yoğun yapısal reformlar gerçekleştirmektedir. Nitekim, ERM II'ye giriş için yapılacak en iyi hazırlıklardan bir tanesi, sermaye girişinin enflasyonist etki yaratmaması ve yakınsama sürecini desteklemesi için öncelikle ülkenin potansiyel büyüme hızını artıran, dolayısıyla enflasyonist olmayan, yapısal reformlara daha fazla ağırlık verilmesidir (ör: eğitim, sağlık, devletin ve kurumlarının idari kapasitelerinin yükseltilmesi, kamu kesiminin küçültülmesi, işgücü piyasaları). Türkiye'nin de bu kapsamda uzun yıllar bütçeye yük olabilecek, sosyal güvenlik reformu gibi reformları da biran önce yapip tamamlamış olmasında fayda vardır.

Yapılan arařtırmaların¹⁰⁴ çoğu, bankacılık krizinin önce kredi patlaması¹⁰⁵ ile kendini gösterdiğini ortaya çıkarmıştır. Bu nedenle kredi patlamalarına özellikle dikkat edilmeli ve kredi genişlemesi kontrol altında tutulmalıdır. Gerek yeni üyeler, gerek Türkiye dahil aday ülkelerin hepsinde krediler hızlı bir artış eğilimi içindedir. Önümüzdeki senelerde AB yolunda ilerleme sağlanıp, faiz oranları daha fazla düşüş gösterdiğinde Türkiye'deki kredi artışının sürmesi, hatta daha da artması beklenebilir. Kredi patlamasını sınırlandırmak için gözetleyici ve denetleyici kurumların kuvvetlendirilmesi tavsiye edilmektedir (IMF, 2004: s.71).

Risklere ve ekonomilerindeki kırılganlıklara rağmen, gerek diğer aday ülkeler, gerekse Türkiye, hızlı bir şekilde nominal yakınsamayı sağlamaktadırlar. AB üyesi olan bir ülkenin, bugün veya yarın, mecburen EMU'ya katılmak zorunda olduğundan, ERM II üyeliğinin ekonomik temeller tam olarak yerine oturduktan sonra gerçekleşmesi bir zarardan çok kazanç olarak görülmelidir ve ülkelerin, ERM II'ye katılım politikalarını, mekanizmanın sadece belirli koşullar altında gelecek vadettiği gerçeğini göz önünde bulundurularak şekillendirmeleri tavsiye edilebilir.

Bu bağlamda, her geçen gün hem AB yolunda ilerleme sağlayan, hem de daha sağlıklı bir ekonomik yapıya kavuşan Türkiye için, ERM II üyeliği doğrultusunda yapılabilecek en iyi hazırlık, makro ekonomik istikrarın ve mali konsolidasyon sürecinin taviz vermeden sürdürülmesidir. Reel yakınsamanın da artırılması ülkenin temel stratejilerinden bir tanesini oluşturmalıdır. Bu şekilde, ERM II (ve de EMU) üyeliği için gerekli zeminin hazırlanması sağlanabilecektir.

¹⁰⁴ bkz. Bell ve Pain (2000) ve Davis (1999)

¹⁰⁵ Gourinchas ve diğ. kredi patlamasını, kredinin GSYİH'ya oranının uzun dönemli eğiliminden belirtilen sınırlar dışına fazlaca sapması olarak açıklamaktadır. Tornell ve Westermann (2002) reel kredi oranında iki yıldan uzun süreli olarak ortalama yüzde 10'luk bir artışın gerçekleşmesi ile tarif etmektedir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER

Çalışmanın temel sorusu, “ERM II’de gelecek var mı” yanıtlanacak olursa, ancak “koşullu bir evet” diyebilmek mümkündür. Koşul ise, mekanizma içinde başarı veya başarısızlığın, içsel etken olarak başta mali disiplin olmak üzere ülkelerin yapacakları hazırlığa, zamanlamaya ve merkezi kurun doğru seçimine ve yapısal reformlara, dışsal etken olarak da dünya (özellikle de AB) ekonomisindeki gelişmelere (ör: ekonomik canlılık dönemi veya durgunluk) bağlı olmasıdır.

ERM II’nin temel amacı ülkeleri EMU üyeliğine hazır hale getirmek olduğundan uzun ve orta dönemli strateji bu nedenle sadece ERM II üyeliğine hazır hale gelmek değil, EMU üyeliğine de hazır hale gelmek olmalıdır. EMU için hazır olan ülke ERM II için zaten hazırdır.

Çoğu ülke ERM II’yi, EMU öncesi katma değeri olmayan, hatta risk taşıyan bir tür “*bekleme odası*” olarak görmektedir. ERM II’nin, tespit edilen uzun-dönem denge kurunun sağlıklı olarak denenebildiği ve gerektiğinde bu oranın ince ayarının yapılmasını sağlayan bir test ve ayar odası, diğer bir ifadeyle bir “*fırsat penceresi*” olarak görülmesi, ülkelere zarardan çok fayda getirecektir. Euro üyeliği yolunda oluşabilecek sorunların en iyi ERM II çerçevesinde ele alınabileceği hususu, ERM II’yi faydalı kılabilmektedir.

Hangi döviz kuru rejimi uygulanırsa uygulansın, döviz kuru istikrarı için sağlam bir makro ekonomik ortam temeldir. Bu çerçevede, uygulanan doğru politikalar, döviz kurunun uzun dönemli temeller ile tutarlı olmasını sağlayarak, kurun uzun dönemli denge yönünü belirlemesine yardımcı olacaktır.

Bu bağlamda, merkezi kurun doğru seçimi ERM II'de başarının temel noktalardan birini oluşturmaktadır. Uygun bir merkezi kur kadar üyeliğin zamanlaması da önem taşımaktadır. Döviz kuru, orta dönemdeki ulusal politikaların ne kadar güvenilir olduğunun bir yansıması olduğundan, ERM II'de başarı için izlenen politikaların kredibilitesi baş rol oynayacaktır.

Unutmamak gerekir ki, döviz kuru mekanizmasına giren ülke, sadece nominal döviz kuru üzerindeki kontrolden vazgeçmiş olmaktadır. ERM II üyeliği ile, nominal döviz kuru yoluyla rekabetin sağlanmaya çalışıldığı dönem sona ermekte, ücretlerin temel belirleyici olduğu ve üretkenlik ve reel döviz kurunun daha fazla önem kazandığı bir dönem başlamaktadır.

AB'ye sınırlı ölçüde yakınsamanın bir sebebi olarak, ERM II üyeliği süresince karşılaşılabilecek asimetrik şoklarla mücadele için ülkelerin ellerinde klasik araçlardan sadece sınırlı bir döviz ve maliye politikası kaldığından, özellikle maliye politikasının düzgün ve rahat çalışabilmesi için gerekli ortam sağlanmalıdır. Disiplinli bir maliye politikası ERM II üyeliği için en önemli ve temel gereksinimdir. Bir ülkenin sağlıklı bir kamu maliyesine sahip olması sadece makro ekonomik istikrar için değil, merkez bankalarının piyasa beklentilerini daha etkili bir şekilde yönlendirebilmeleri ve bu sayede enflasyon hedefini daha kolay tutturmaları açısından da çifte önem taşımaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde krizler genelde kısa dönemli sermaye girişlerinin oynaklığından ve de döviz kurunun yeterince esnek olmamasından kaynaklandığından, belli oranda reel ve nominal yakınsama sağladıktan sonra ERM II'ye girilmesi, hem olası krizleri önlemek, hem de daha sağlıklı bir EMU üyeliğinin sağlanabilmesi açısından faydalıdır.

Optimal döviz kuru rejimi ülkelere ve ülkelerin içinde bulunduğu ortama göre değiştiğinden, ERM II üyeliğinin bazı ülkeler için faydalarının daha fazla, bazıları için daha az olması beklenmelidir. Her ülkenin ekonomik yapısı ve içinde bulunduğu koşullar farklı olduğundan ERM II'de kimi ülke daha başarılı, kimi ülke de daha az başarılı olacaktır.

Başarılı bir ERM II üyeliği için yapılacak her türlü ekonomik “ayarlar”ın kısa dönemde bunaltıcı etkileri olabilecektir (Yunanistan’da kredi patlaması ve cari işlemler açığı oluşması gibi). Makro ekonomik maliyet, çoğu zaman faydadan önce hissedilmektedir. Bu nedenle hazırlıklara zamanında başlanmalı ve izlenecek programlar orta ve uzun vadeli bir yapıya sahip olmalıdır.

ERM II reformlarına ivme kazandıran ve makro ekonomik anlamda disiplin sağlayan bir mekanizmadır ve döviz kuru istikrarını artırabilmektedir. Ayrıca, enflasyon beklentilerini sabitleyerek döviz kuru oynaklığını da azaltabilme özelliğine sahiptir. En önemlisi ERM II, bir güvenlik paketine sahip, çıkışı olan sabit, fakat esnek bir döviz kuru mekanizmasıdır. ERM II’den çıkış parasal birliğe katılımı ifade etmektedir ve bu nedenle diğer (sabit) döviz kuru rejimlerinden ayrılmaktadır.

Ancak, uyarılar dikkate alınmalı, riskler göz önünde bulundurulmalı ve ülkeler uyum kriterlerini tutturana veya tutturacaklarına emin olana kadar ERM II’ye girmemelidirler. ERM II’ye erken giriş çekici olsa da yeterince hazırlanılmadığında bir o kadar da riski bulunmaktadır. Başarılı bir ERM II üyeliği için, tamamiyle şeffaf ve piyasayla iyi bir iletişime sahip olmak, euroya geçiş konusunda belirlenmiş itibarlı bir takvim, ERM II üyeliği için para politikası çerçevesinin belirlenmesi ve orta dönemli mali plan/program ön şart niteliğine sahiptir. Yeni üyelerin şu anda içinde buldukları koşullar dikkate alındığında daha ileri bir tarihte ERM II’ye girmeleri önerilebilir.

Her ne kadar Türkiye’nin AB üyeliği ve de bununla bağlantılı olarak ERM II üyeliği en erken 2014-2015 döneminde mümkün gibi gözükse de, şimdiden Euroalanına katılım için gerekli stratejilerin oluşturulmasında fayda bulunmaktadır. Bu kapsamda, yapılabilecek en iyi hazırlık, makroekonomik istikrarı kalıcı kılmak, mali konsolidasyona önem vermek ve reel yakınsamayı artırıcı yapısal reformların olanca hızıyla sürdürülmesi olacaktır.

KAYNAKÇA

- AB ve Aday Ülkeler Kişi Başına Düşen Gelir.* (2005). Erişim: 8 Mart 2005, Avrupa Komisyonu AMECO Veri Tabanı. <http://europa.eu.int/comm>
- AB ve Aday Ülkeler Satınalma Gücü Paritesine Göre Kişi Başına Düşen Gelir.* (2005). Erişim: 14 Haziran 2005, Avrupa Komisyonu AMECO Veri Tabanı. <http://europa.eu.int/comm>
- Aitken, B. (Eylül 1999). Ireland and the Euro: Productivity Growth, Inflation and the Real Exchange Rate, *IMF Staff Country Report No 108*, 5-27.
- Aktan, O. (1983). Para Birlikleri Kuramı ve Avrupa Para Sistemi. H.Ü. İİBF Yayınları No.4. Ankara
- Alberola-Ila, E. ve Tyrväinen, T. (1998). Is There Scope for Inflation Differentials in EMU?, *Banco de España Working Paper No. 9823*
- Alesina, A. ve Ardagna, S. (1998). Tales of fiscal adjustments. *Economic Policy*, 27. 489-545.
- Alesina, A. ve Perotti, R. (1995). Fiscal Expansions and Adjustments in OECD Countries. *Economic Policy*, 21. 205-248
- Antzoulatos, A. ve Wilfling, B. (2003). Exchange and Interest Rates Prior to EMU: The Case of Greece. *Hamburg Institute of International Economics (HWWA) Discussion Paper*, 244.
- Apel, E. (1998). European Monetary Integration: 1958-2002. Londra ve New York: Routledge.
- Arratibel, O., Rodriguez-Palenzuela, D. ve Thimann, C. (2002). Inflation dynamics and dual inflation in accession countries: a 'new Keynesian' perspective, *ECB Working Paper*, No. 132.
- Artis M. ve Lee, N. (1997). The Economics of the European Union. Policy and Analysis. Oxford Üniversitesi Basımevi
- Avrupa Komisyonu (2004). 2004 Türkiye İlerleme Raporu. Brüksel.
- Avrupa Komisyonu (2004). Convergence Report 2004. Brüksel.
- Avrupa Komisyonu (2005). Bahar 2005 Ekonomik Tahminleri. Brüksel

- Avrupa Komisyonu. EMU ve tarihçesi. Erişim: 25 Şubat 2005
<http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/l25007.htm>
<http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/s01000.htm>
<http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/s01010.htm>
- Babetski, J., Boone, L. ve Maurel, M. (2003). Exchange Rate Regimes and Supply Shocks Asymmetry: the Case of the Accession Countries. *Working Paper*.
- Backé, P., Fridmuc, J., Reiningger, T. ve Schardax, F. (2002). Price Dynamics in Central and Eastern European Accession Countries. *Österreichische Nationalbank (OeNB) Working Paper* 61.
- Backé, P., Thimann, C., Arratibel, O., Calvo-Gonzalez, O., Mehl, A. ve Nerlich, C. (2004). The Acceding Countries' Strategies Towards ERM II and the Adoption of the Euro: An Analytical Review. *ECB Occasional Paper*. No 10.
- Balassa, B. (Aralık 1964). The Purchasing-Power-Parity Doctrine: A Reappraisal. *Journal of Political Economy* 72(6). 584-596.
- Bank for International Settlements (Şubat 2004). Life under ERM II. *BIS Konferansı*, BIS, Basel.
- Begg, D., Eichengreen, B., Halpern, L., von Hagen J., ve Wyplosz, C. (2003). Sustainable Regimes of Capital Movements in Accession Countries, *CEPR Policy Paper*, 10.
- Begg, D., Halpern, L. ve Wyplosz, C. (1999). Monetary and Exchange Rate Policies, EMU and Central and Eastern Europe. Forum Report on the Economic Policy Initiative 5. London: CEPR ve New York, Prague: EastWest Institute.
- Begg, I. (2003). Quick EMU Entry For the New Members - A Good or Bad Thing? *EU enlargement and the Baltic Sea Region Konferansı*.
- Bell, J. ve Pain, D. (2000). Leading indicator models of banking crises – a critical review. *Financial Stability Review*, Bank of England, No. 9/3, 113-29
- Bertola, G. ve Caballero, R. (1992). Target Zones and Realignment. *American Economic Review*, American Economic Association, Vol. 82(3), 520-36.
- Bofinger, P. ve Wollmershäuser, T. (2001). Is There a Third Way to EMU for the EU Accession Countries? *University of Würzburg Working Paper*.

- Bonello, M. (Ocak 2003). *Single Currency Issues – A Central Bank Perspective. The Euro - The Impact on Business Konferansı'nda* Malta Merkez Bankası Başkanı Michael Bonello tarafından yapılan konuşma. Malta Sanayi Federasyonu, Valetta.
- Bordo, B. ve Flandreau, M. (3-5 Mayıs 2001). Core, Periphery, Exchange Rate Regimes, and Globalization. *NBER Konferansı "Globalization in Historical Perspective"*. Santa Barbara, California.
- Borowski, J., Brzoza-Brzezina, M. ve Szpunar, P. (Ekim 2002). Exchange rate regimes and Poland's participation in ERM II. *Exchange Rate Issues In Accession Countries Çalıştayı'nda* sunulan makale. ECB, Frankfurt.
- Branson, W., De Macedo, J. ve Von Hagen, J. (1998). Macroeconomic Policy and Institutions During the Transition to European Union Membership. *NBER Working Papers* 6555
- Branson, W. (1994). German Reunification, the Breakdown of the EMS and the Path to Stage Three, European Monetary Upheavals. Manchester Üniversitesi Basımevi.
- Bronk, R. (Aralık 2002). Commitment and Credibility. EU Conditionality and Interim Gains. *London School of Economics European Institute Working Paper* 2002 - 02.
- Buiter, W., Corsetti, G. ve Roubini, N. (1993). Excessive deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht. *Economic Policy* No 16. 57-90
- Buiter, W. ve Grafe, C. (2001). Central Banking and the Choice of Currency Regime in Accession Countries. *Société Universitaire Européenne de Recherches Financières.*
- Buiter, W. ve Grafe, C. (Ocak 2002). Anchor, Float or Abandon Ship: Exchange Rate Regimes for the Accession Countries. *CEPR Discussion Paper Series* No. 3184
- Buiter, W. (2004). To Purgatory and Beyond: When and How Should The Accession Countries From Central and Eastern Europe Become Full Members of EMU? *CEPR Discussion Paper* No. 4342.
- Ca'Zorzi, M. ve De Santis, R.A. (2003). The Admission of Accession Countries to an Enlarged Monetary Union: A Tentative Assessment. *ECB Working Paper* No. 216
- Calmfors L. ve Johansson A. (Ağustos 2002). Nominal Wage Flexibility, Wage Indexation and Monetary Union. *CESifo Working Paper Series* No. 761

- Calvo, G. ve Mishkin F. (2003). The Mirage of Exchange Rate Regimes For Emerging Countries. *NBER Working Paper No. 9808*
- Calvo, G., Leiderman, L. ve Reinhart, C. (1993). Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors, *IMF Staff Papers*, 40 (1)
- Čársky, R., Klačanská, M. ve Tvarošková, A. (2003). The Exchange Rate and Its Role in the EMU Accession Process. Narodna Banka Slovenska. BIATEC Vol XI. 7
- Cipriani, M. (Eylül 2001). The Balassa-Samuelson Effect in Transition Economies. Mimeo, *IMF Working Paper*.
- Coricelli, F. ve Jazbec, B. (2001). Real Exchange Rate Dynamics in Transition Economies. *CEPR Discussion Papers Series No. 2869*.
- Corker, R., Beaumont, C., Van Elkan, R. ve Iakova, D. (2000). Exchange Rate Regimes in Selected Advanced Transition Economies—Coping with Transition, Capital Inflows, and EU Accession. *IMF Policy Discussion Paper 00/03*.
- Crespo-Cuaresma, J., Dimitz, A.N. ve Ritzberger-Grünwald, D. (2002). Growth, Convergence and EU Membership. *Österreichische Nationalbank (OeNB) Working Paper 62*.
- Csajbók, A. ve Csermely, Á. (2002). Adopting the Euro in Hungary. Expected Costs, Benefits and Timing. *National Bank of Hungary Occasional Paper 2002/24*.
- Davis, E. (1999). Financial Data Needs for Macroprudential Surveillance – What are the Key Indicators of Risks to Domestic Financial Stability? Centre for Central Banking Studies (CCBS), Bank of England, Londra. Mimeo
- De Broeck, M. ve Sløk, T. (2001). Interpreting Real Exchange Rate Movements in Transition Countries. *BOFIT Discussion Paper 2001 No. 7*.
- De Grauwe, P. (2003). Economics of Monetary Union. Oxford Universitesi Basımevi.
- De Grauwe, P. (Nisan 1994). Towards European Monetary Union without the EMS. *Economic Policy*, 149-185.
- De Grauwe, P. ve Schnabl, G. (2003). Nominal versus Real Convergence with Respect to EMU Accession. How to Cope with the Balassa-Samuelson Dilemma?

- De Jong, F. (1994). A univariate analysis of EMS exchange rates using a target zone model', *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 9. 31-45
- De Macedo, J. ve Reisen, H. (2003). Float in order to Fix? Lessons from Emerging Markets for EU Accession Countries. *OECD Development Centre Paper No. 6*
- De Macedo, J., Cohen D. ve Reisen H. (2001). Don't Fix, Don't Float. *OECD Development Centre Studies*.
- De Souza, L. ve Borbély, D. (2003). A Primer on Budgetary Questions on the New EU Members States. Kiel Institute for World Economics (IfW).
- Dean, J. (Mart 2003). Exchange Rate Regimes in Central and Eastern European Transition Economies. Tamamlanmamış Metin.
- Dornbusch, R. (1976). Expectations and Exchange Rate Dynamics. *Journal of Political Economy* 84. 1161-76.
- Dyson, K. ve Featherstone, K. (1999). The Road to Maastricht. Oxford Universitesi Basımevi.
- Economic and Financial Committee (EFC). ERM II'ye Katılım için Prosedür. EFC/ECFIN/130/03 final
- Economic Policy Committee (EPC) (26 Ağustos 2004). The Structural Challenges Facing the Candidate Countries (Bulgaria, Romania, Turkey). A Comparative Perspective. Brüksel
- Égert, B. (2002). Estimating the Balassa-Samuelson Effect on Inflation and the Real Exchange Rate During the Transition. *Economic Systems*, 26. 1–16.
- Égert, B., Drine, I., Lommatzsch, K. ve Rault, C. (2002). The Balassa-Samuelson Effect in Central and Eastern Europe: Myth or Reality? *William Davidson Institute Working Paper No. 483*
- Égert, B. ve Lahrière-Révil, A. (2003). Estimating the Fundamental Equilibrium Exchange Rate of Central and Eastern European Countries: The EMU Enlargement Perspective. CEPII.
- Eichengreen, B. (2001). The EMS Crisis in Retrospect. *CEPR Discussion Paper Series No. 2704*
- Eichengreen, B. ve Mussa, M. (1998). Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects. *IMF Occasional Paper, No.172*.
- Eijffinger, S. (2003). Accession Countries and ERM II. Avrupa Parlamentosu için "The Conduct of Monetary Policy and an Evaluation of the

Economic Situation in Europe - 3rd Quarter August 2003" konulu briefing

- Ellingsen, T. ve Söderström, U. (2004). Why are Long Rates Sensitive to Monetary Policy? CEPR Discussion Paper No. 4360. Exchange Rate Regimes in EU Candidate Countries. *International Finance Discussion Papers*
- European Bank for Reconstruction and Development (2004). Transition Report 2004. Londra.
- European Central Bank (2001). The Monetary Policy of the ECB. Frankfurt.
- European Central Bank (2002). Convergence Report 2002. Frankfurt.
- European Central Bank (2003). Policy Position of the Governing Council of the European Central Bank on Exchange Rate Issues Relating to the Acceding Countries, Aralık.
- European Central Bank (2004). Convergence Report 2004. Frankfurt
- European Monetary Institute (Ocak 1997). *The Single Monetary Policy in Stage Three: Specification of the operational framework*. Frankfurt.
- Ezoneplus (2002). Eurozone Enlargement – Exchange Rate Choices and Adjusting Markets. Berliner Wissenschaftsverlag. Erişim: 20 Nisan 2004 http://www.ezoneplus.org/archiv/ezoneplus_report.pdf
- Fahrholz, C. (2003). Strategic Exchange-Rate Policy of Accession Countries in ERM II. *Ezoneplus Working Paper No. 14*
- Feldstein, M. (1997). The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability. *Journal of Economic Perspectives, Vol. 11:4. 23-42.*
- Feldstein, M. (2002). Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management. *NBER Working Paper No. 8837*
- Fidrmuc, J. ve Korhonen, I. (2003). Similarity of Supply and Demand Shocks Between the Euroarea and the CEECs. *Elsevier Economic Systems* 27.
- Fidrmuc, J. ve Schardax, F. (2000). Euro Area Enlargement, Optimum Currency Area and Nominal Convergence. *Österreichische Nationalbank (OeNB) Working Paper*.
- Flandreau, M. ve Maurel, M. (2001). Monetary Union, Trade Integration, and Business Cycles in 19th Century Europe: Just Do It! *CEPR Discussion Papers* 3087.

- Frankel, J. (Ekim 2003). Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies. *NBER Working Paper No. 10032*. JEL No. F3.
- Frankel, J. ve Okongwu, C. (1996). Liberalized portfolio capital inflows in emerging markets: Sterilization, expectations, and the incompleteness of interest rate convergence. *International Journal of Finance and Economics*, 1, 1-24.
- Frankel, J. ve Rose, A. (Temmuz 1998). The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, *Economic Journal No. 108*. 1009–1025.
- Fратиани M. ve Artis, M. (Şubat 1997). The Lira and the Pound in the 1992 Currency Crisis: Fundamentals or Speculation?
- Fратиани, M., von Hagen, J. ve Waller, C. (1992). From EMS to EMU. *CEPR Discussion Papers* 618.
- Frenkel, M. ve Nickel, C. (2002). How Symmetric are the Shocks Adjustment Dynamics Between the Euro area and Central and Eastern European Countries? *IMF Working Paper* 02/222.
- Garganas, N. (2003). Exchange-Rate Regimes on the Road to EMU: Lessons from Greece's Experience. Erişim: 11 Haziran 2004 http://www.bankofgreece.gr/en/announcements/text_speech.asp?speechid=36
- Ghosh, A., Gulde, A. ve Wolf, H. (2000). Currency boards: More than a quick fix? *Economic Policy No. 31*, 270-335.
- Giavazzi, F. ve Giovannini, A. (1989). Limiting Exchange Rate Flexibility: The European Monetary System. Cambridge, Mass. MIT
- Gourinchas, P.-O. ve Parker, J., (2000). Consumption Over the Life-Cycle. *CEPR Discussion Papers* 2345.
- Gourinchas, P.-O. ve Tornell, A. (2003). Exchange Rate Dynamics, Learning and Misperception. *CEPR Discussion Papers* 3725
- Gros D. ve Thygesen, N. (1998). European Monetary Integration: From the European Monetary System to Economic and Monetary Integration, Londra: Longman.
- Gros, D. ve Hobza, A. (2003). Exchange Rate Variability as an OCA Criterion. Are the Candidates Ripe for the Euro? *International Center for Economic Growth Working Paper No. 23*.

- Gulde, A., Kähkönen, J. ve Keller, P. (2000). Pros and Cons of CBAs in the Leadup to EU Accession and Participation in the Eurozone. *IMF Policy Discussion Paper No. 00/1*.
- Halpern, L. ve Wyplosz, C. (2001). Economic Transformation and Real Exchange Rates in the 2000s: The Balassa-Samuelson Connection. *UN Economic Commission for Europe, Economic Survey of Europe No. 1*
- Hartman, P., Straetmans, S. ve De Vries, C. (2004). Fundamentals and Joint Currency Crises. *CEPR Discussion Paper No. 4338*.
- Hobza, A. (2002). CEE Candidate Countries on the Way to Eurozone. *WRR Scientific Council for Government Policy Working Paper No. 131*
- Holtemöller, O. (2003). Uncovered Interest Rate Parity and Analysis of Monetary Convergence of Potential EMU Accession Countries. Humboldt-Universität Berlin.
- Iannizzotto, M. ve Taylor, M. (1999). The Target Zone Model, Non-Linearity and Mean Reversion: Is the Honeymoon Really Over? *The Economic Journal*, 109. 96-110
- International Monetary Fund (2004). International Financial Statistics (IFS) 2004 Yıllık Raporu. Vaşington
- International Monetary Fund (Ocak 2004). Adopting the Euro in Central Europe - Challenges of the Next Step in European Integration. *IMF Occasional Paper*
- Issing, O. (27-28 Şubat 2003). Considerations on Monetary Policy Strategies for Accession Countries. *Monetary Strategies for Accession Countries Konferansı*'nda yapılan konuşma, ECB, Budapeşte.
- İşgücü Verimlilik Endeksi*. (2004). Erişim: 2 Mart 2005, TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>
- Jazbec, B. (2002). Balassa-Samuelson Effect in Transition Economies: The Case of Slovenia. *William Davidson Institute, Working Paper No. 507*.
- Jonas, J. ve Mishkin, F. (2003). Inflation Targeting in Transition Countries. Experience and Prospects. *NBER Working Paper No. 9667*
- Just, C. (2004). The International Role of the Euro. *Österreichische Nationalbank (OeNB) Background Paper*.

- Kaminsky, G. ve Reinhart C. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems. *American Economic Review* 89. 473–500.
- Kenen, P. ve Meade, E. (2003). EU Accession and the Euro: Close Together or Far Apart? *International Economics Policy Briefs*. PB03-9
- Komárek, L., Čech, Z. ve Horváth, R. (2003). ERM II Membership – the View of the Accession Countries. *ČNB Working Paper Series*, 11
- Konsolide Bütçe*. (2003). T.C. Maliye Bakanlığı, Ankara.
- Kontolemis, Z. (2003). Exchange Rates Are a Matter of Common Concern: Policies in the Runup to the Euro? *European Commission Economic Papers No.* 191.
- Kovács, M. (2002). On the Estimated Size of the Balassa-Samuelson Effect in Five Central and Eastern European Countries. *NBER Working Paper* 2002/5
- Kovács, M. (2003). How Real is the Fear? Investigating the Balassa-Samuelson Effect in CEC5 Countries in the Prospect of EMU Enlargement. OECD.
- Köhler, H. (2004). The Euro – Towards Adopting the Common Currency in Central Europe. IMF tarafından Prag'daki bir Konferansta yapılan Sunuş.
- Krajnyak K. ve Zettlemeier, J. (1998). Competitiveness in Transition Economies: What Scope For Real Appreciation? *IMF Staff Papers*, 45
- Krugman, P. (Ağustos 1991). Target Zones and Exchange Rate Dynamics. *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 106, 669-82.
- Ledesma-Rodríguez, F., Pérez-Rodríguez, J., Sosvilla-Rivero, S. (Şubat 2004). Speculative Attacks and Exchange Rate Crises in the EMS: A Panel Data Study.
- Leonard, D. (2000). Guide to the European Union. Londra: The Economist.
- Liebscher, K. (8 Temmuz 2003). *The Euro as a Catalyst for Reform and Integration in Europe*. Viyana Üniversitesi ve Diplomatik Akademi – M.A.I.S.'te yapılan konuşma.
- Lipschitz, L, Lane, T. ve Mourmouras, A. (2002). Capital Flows to Transition Economies: Master or Servant? Güncellenmiş Baskı. *IMF Working Paper*.

- McKinnon, R (1963). Optimum Currency Areas. *American Economic Review* No. 53. 717-25
- Mihaljek, D. ve Klau, M. (2003). The Balassa-Samuelson effect in central Europe: a disaggregated analysis. *BIS Working Papers* No 143.
- Morgan Stanley. (20 Kasım 2003). Would a larger EMU imply higher rates?
- Mundell, R. (Eylül 1961). The Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review* No. 51.
- Natalucci, F. ve Ravenna, F. (2002). The Road to Adopting the Euro: Monetary Policy and Monetary Policy and Exchange Rate Regimes in EU Candidate Countries. *International Finance Discussion Papers* No. 741.
- Neumann, M. ve Von Hagen, J. (1992). Monetary Policy in Germany. Handbook of Monetary Policy in Industrial Countries. Westport, CT: Greenwood Basımevi.
- Neumann, M. (1996). Monetary Targeting in Germany. Mimeo, Bank of Japan Parasal Konferansı.
- Nuti, M. (2002). Cost and Benefits of Early Euroization in Central and Eastern Europe. *Economics of Transition* 10, 419-444.
- Oblath, G. (1998). Capital Inflows to Hungary and the Accompanying Policy responses. *Empirica*, Vol.25.2., 183-216.
- Ocampo, J. A. (Ekim 2000). Exchange Rate Regimes and Capital Account Regulations for Emerging Economies. *Kuzey-Güney Enstitüsü Semineri'nde* sunulan "Dollarization in the Western Hemisphere" isimli makale. Ottawa.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (27-28 Şubat 2003). Intervention Budapest. Jean-Philippe Cotis.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2004). Economic Surveys: Turkey. Paris
- Padoa-Schioppa, T. (2003). Trajectories Towards the Euro and the Role of ERM II. *International Finance* 6, No. 1. 129-44.
- Papaspyrou, T. (2004). EMU Strategies for new Member States: the role of the Exchange Rate Mechanism II. *BoG Working Paper*.
- Perotti, R. (Kasım 1999). Fiscal Policy in Good Times and Bad. *Quarterly Journal of Economics*.

- Reel Kur Endeksi.* (2004). Erişim: 22 Ocak 2005, TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>
- Reinhart, C. ve Lizondo, S. (1999). Leading Indicators of Currency Crises. Policy Research Working Paper Series 1852, Dünya Bankası
- Rosati, D. K. (2002). The Balassa-Samuelson Effect in the EU Candidate Countries.
- Rose, A. (2001). Currency Unions and Trade: The Effect is Large, *Economic Policy* No. 33, 449-61.
- Rose, A. (2004). A Meta Analysis of the Effect of Common Currencies on International Trade. *CEPR Discussion Paper No.* 4341.
- Rother, P. (2000). The Impact of productivity differentials on inflation and the real exchange rate: an estimation of the Balasaa-Samuelson effect in Slovenia', Republic of Slovenia: Selected Issues, *IMF Staff Country Report No.* 00/58
- Samuelson, P. (1964). Theoretical Notes on Trade Problems. *Review of Economics and Statistics* 46(2). 145-154
- Stark, J. (2003). The Race for the Euro. *The International Economy (Bahar).* 52-55
- Stein, E. ve Frieden, J. (Ekim 2000). The Political Economy of Exchange Rate Policy in Latin America: An Analytical Overview. *Inter-American Development Bank (IADB) Working Paper R-420.*
- Stöffler, G. (2004). Financial Market Stability in an Enlarged EU. sterreichische Nationalbank (OeNB), Viyana.
- Strategy For Latvia. Document of the European Bank for Reconstruction and Development (EBRD), as approved by the Board of Directors at its meeting on 28.10.2003
- Svensson, L. (1993). Assessing target zone credibility. *European Economic Review*, Vol. 37. 763-802
- Szapry, G. (Ekim 2000). Maastricht and the Choice of Exchange Rate Regime in Transition Countries During the Run-up to EMU. *Magyar Nemzeti Bank Working Paper No.7.*
- Tavares, J., Alesina, A. ve Perotti R. (Eylül 1998). The Political Economy of Fiscal Consolidations. *The Brookings Papers on Economic Activity.*
- The Economist. (11 Nisan 1998). EMU Survey.

- Tornell, A. ve Westermann, F. (2002). Boom-Bust Cycles: Facts and Explanation. *IMF Staff Papers*, 40
- Tsoukalis, L. (2001). The New European Economy Revisited. Oxford Universitesi Basımevi.
- Von Hagen, J. ve Zhou, J. (27-28 Şubat 2003). Exchange Rate Policies on the Last Stretch. *Monetary Strategies for Accession Countries Konferansı*'nda sunulan makale. Budapeşte.
- Williamson, J. (2000). Exchange-Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option, Institute for International Economics.
- Wójcik, C. (2000). A Critical Review of Unilateral Euroization Proposals: The Case of Poland. Österreichische Nationalbank (OeNB). Viyana
- Wyplosz, C. (2003). Accession Countries and ERM II. Avrupa Parlamentosu, Ekonomik ve Parasal İşler Komitesine yapılan Briefing.
- Wyplosz, C. ve Eichengreen B. (1993). Unstable EMS. *Brookings Papers on Economic Activity*

EKLER

İstatistiksel Gerçekler ve Yunanistan

EMU'ya ilk giren ülkelere arasında yer almak isteyen Yunanistan ERM üyeliği için aceleci davranmıştır. Borç stoku yüzde 100'ün üzerinde, bütçe açığı da izin verilen limitlerin çok üstünde olan Yunanistan'ın ERM ve EMU'ya giriş kapsamında ekonomisini baştan aşağı yenilediği ve kamu maliyesini düzene soktuğu bilinmektedir. Ne var ki, düzelmenin miktarı biraz abartılmıştır. Ülkede bütçe disiplini konusunda en üst düzeyde seferberlik uygulanmadığı için iki senelik ERM II üyeliğinin sonunda bile bütçe açıklarının yüzde -3 sınırının altına inmeyeceği kesinleşmiştir. 1999 yılında kaydi olarak euroya geçilirken Yunanistan sürecin dışında kalmış, fakat 2002 yılı başında euroya fiili geçişi kaçırmak istemediğinden bütçe açıklarının miktarı konusunda "yaratıcı muhasabecilik" adı verilen işe girişmiş ve bütçe açıklarının gerçek seviyesini gizleyerek Maastricht'in kamu kesimi dengesi kriterini tutturmuş göstermiştir. Eurostat tarafından gözden geçirilen Yunan bütçe açığı rakamlarının hükümet tarafından belirtilen oranların üzerinde olduğu tespit edilmiştir. Söz konusu bütçe açığı rakamları aşağıda yer almaktadır;

Yıl	Hükümet Rakamı	Eurostat Revizesi
1998	2,5	4,3
1999	1,8	3,4
2000	2,0	4,1
2001	1,4	3,7
2002	1,5	3,7
2003	3,2	4,6

Kaynak: Eurostat

Macaristan Krizi

Macaristan, Buitter ve Grafe'in deyişiiyle, ERM II'yi gölgelemesi şeklinde (ERM II shadowing) bir döviz kuru sistemini benimsemiştir. Ülkede 2002 yılından bu yana enflasyon hedeflemesi ile beraber bir döviz kuru hedeflemesi politikası uygulamaktadır. Ancak 2003 yılı kayda değer oranda spekülâtif ve oynak sermaye hareketliliğinin yaşandığı bir yıl olmuştur.

Döviz kuruna ilk saldırı Ocak 2003'te olmuş ve Haziran ayında da zayıf ekonomik veriler ile bunlarla mücadele etmesi beklenen politikaların tutarlılığı konusunda piyasaların şüphe etmeye başlaması üzerine kurun değer kaybetmesi yönünde bir baskının daha oluşmasına yol açmıştır. Bunun sonucunda döviz kuru oynaklığı artmış ve forint altı ayda yaklaşık yüzde 15 değer kaybederek 235 forint/euro seviyesinden 270 forint/euro seviyesine inmiş, daha sonra toparlanarak 260-265 forint/euro seviyelerine gelmiştir (IMF, 2004: s.64).

Krizin ayrıntısına girecek olursak, Ocak ayında forint'in yüzde ± 15 'lik dalgalanma bandının alt (değerlenme) limitine yaklaşmasıyla forint yoğun spekülâtif atağa maruz kalmıştır. Kamu açıklarının genişleyerek büyümesi ve ücretlerin artması ile spekülâtörler merkez bankasının enflasyon hedefini tutturmak için merkezi paritede değerlenme yönünde yeniden ayarlamaya (revaluation) gideceğı veya kurun değer kazanmasına izin vereceğı üzerine bahse girmişlerdir. Macar Merkez Bankası (MNB) atağı savuşturmak için faiz oranını (base rate) 200 baz puan düşürerek (ör: iki haftalık mevduatlardaki faiz oranını) yüzde 6.5 seviyesine çekmiştir. Ayrıca kapsamlı bir müdahale ile piyasadânv döviz satın almış ve gecelik faiz oranı koridorunu ± 100 baz puandan ± 300 baz puana genişletmiştir. Bu sayede gecelik mevduatlara uygulanan ve krizden önce yüzde 7.5 olan faiz oranı yüzde 3.5'e indirilmiştir. Bunun dışında iki haftalık depo olanağına (deposit facility) miktar sınırlaması konmuş, bu da fonları gecelik yatırıma yönelterek (overnight facility) para piyasası oranlarının temel faiz oranının oldukça altına düşmesini sağlamıştır (IMF, 2004: s.64).

Haziran'da hükümetin ± 15 'lik bantları koruyarak merkezi paritenin yüzde 2.26 devalüe edildiğini açıklaması ile piyasa oranı hızlı bir şekilde değer kaybetmiştir. Kura yönelik baskıların devam etmesi üzerine MNB anahtar faiz oranını 300 baz puan artırarak yüzde 9.5'e çıkarmıştır. Oynaklıklar devam etmiş olsa da Kasım ayı sonunda 250-260 forint/euro aralığında kur dengelenmiştir (IMF, 2004: s.64).

Kasım sonunda, cari işlemler açığının büyümesi, net sermaye çıkışının yaşanması ve hükümetin verdiğı mali hedefleri (ör: bütçe açığı) yerine

getiremeyeceği yönüde görüşlerin hakim olması kur üzerine baskıların yeniden yoğunlaşmasına neden olmuştur. Forint'in değeri kaybederek 275'e zayıflamasıyla MNB faizleri tekrardan 300 baz puan artırarak yüzde 12.5'e çıkarmıştır. Yıl sonunda kur 260-265 aralığında denge bulduysa da ciddi boyutta değeri kaybı meydana gelmiştir (IMF, 2004: s.64). ERM II'yi gölgeleyen sistemde Macaristan'ın gayri resmi ERM II üyeliği başarısız olmuştur.

ERM II'ye Giriş Prosedürü¹⁰⁶

ERM II mekanizmasına katılım ve Ekonomik ve Parasal Birlik (EMU) üyeliği için AB üyesi ülkelerin izlemesi gereken prosedürler sırasıyla; Avrupa Konseyinin Haziran 1997 Amsterdam Zirvesinde kararlaştırıp yayımlamış olduğu sonuç bildirgesinde, ve 1 Eylül 1998 tarihinde Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve Euroalanı dışında kalan üye ülkeler merkez bankaları arasında yapılan ve EMU'nun üçüncü ve son aşamasındaki döviz kuru mekanizmasındaki işlevsel prosedürü tanımlayan Anlaşma (o nedenle Merkez Bankası Anlaşması da denmektedir) ile belirlenmiştir.

Buradaki en önemli kural, kararların Avrupa Komisyonunun prosedürünü müteakip ve Ekonomik ve Mali Komite (EFC)'ye danışıldıktan sonra, Euroalanı ülkelerinin bakanları, ECB ve ERM II'ye katılmakta olan üye ülkelerin bakan ve merkez bankası başkanlarının karşılıklı anlaşmaları ile alınmasıdır. Euroalanı dışındaki üye ülkelerin bakan ve merkez bankası başkanları da sürece dahiller ancak oy kullanma hakkına sahip değildirler.

1. İki belirgin Aşama

Yeni üyelerin ERM II'ye dahil olmaları iki aşamada gerçekleştirilmektedir:

1.1. Merkez Bankaları Anlaşmasına dahil olma

Bu ECB, Euroalanı dışındaki merkez bankaları ve AB'ye yeni girmiş ülke merkez bankaları arasındaki bir anlaşmadan ibaret olmaktadır. Bu kapsamda yeni AB üyelerinin merkez bankaları ECB tarafından prosedür ile ilgili olarak gerekli tüm ayrıntılar hakkında bilgilendirilirler.

Bu anlaşmaya dahil olmak ERM II üyeliği yolunda izlenecek prosedürün vazgeçilemez bir parçasıdır, ancak ERM II üyeliği anlamına gelmez.

1.2. ERM II'ye katılım

Bu aşama ayrı bir aşama olarak değerlendirilmelidir ve otomatikman ilk aşamanın gereklerini yerine getirmekle başlamamaktadır. ERM II üyeliği her katılan ülke için merkezi bir parite ve bu oranın altında ve üstünde birer dalgalanma bandı belirlenmesini gerektirmektedir. Ayrıca, ECB'ye ve ulusal merkez bankalarına kurun söz konusu müdahale noktalarına yaklaşması halinde müdahale etme zorunluluğu getirmektedir. ERM II'ye dahil olacak yeni üyeler tarafından standart bant genişliği (yüzde ± 15) dışında bir bant aralığının talep edilmesi halinde bu konudaki karar da Euroalanı ülkelerin bakanları, ECB ve EMU'ya dahil olma sürecindeki üyenin bakanı

¹⁰⁶ Ekonomik ve Mali Komite (EFC). EFC/ECFIN/130/03 final

ve merkez bankası başkanının katılımıyla belirlenmektedir (Zirve Kararı, Paragraf 2.4).

2. ERM II'ye katılım için Prosedür

2.1. "ERM II Komitesi"ndeki Gelişmeler

ERM II Komitesi konuyu iki açıdan inceleyerek kararlarını hazırlamaktadır: Mekanizmaya dahil olacak ülkenin makro ekonomik çerçevesi ve merkezi oran ile dalgalanma bantlarının belirlenmesi.

ERM II içinde belirlenen pariteye uyulması ana öğeleri para ve maliye politikaları olan bir ekonomik politika yaklaşımı olması nedeniyle ayrı ele alınmamalıdır. ERM II'ye üyeliğin reel ve nominal uyumu yakalamaya yardımcı olması beklenmektedir. Bu nedenle Komiteye üye olacak ülkenin makro ekonomik çerçevesinin öngörülen döviz kuru politikası ile tutarlı olup olmadığının anlaşılabilmesi için tartışılıp değerlendirilme fırsatının verilmesi önem taşımaktadır.

EMU'da, ERM II'ye katılım ile bağlantılı ekonomik konular, uygun dalgalanma bantları ve merkezi oranlar hakkında özellikle Temel Ekonomik Politika Kılavuzu veya İstikrar ve Büyüme Paketi prosedürleriyle bağlantılı olarak fikir alışverişinde bulunmak için birçok fırsat bulunmaktadır. Diğer üyelerin gerek merkezi oranın belirlenmesi, gerek dalgalanma bantlarının genişliği olmak üzere ERM ile ilgili tecrübeleri yeni üyelerin döviz kuru mekanizmasına girmeleri sırasında temel teşkil etmesi beklenmektedir.

2.2 Döviz Kuru Prosedürü

2.2.1. Döviz kuru prosedürü, Euroalanı bir ülkenin bakanı, ECB veya Euroalanı dışında olan ve ERM II'ye girmek isteyen ülkenin bakanı veya merkez bankası başkanı tarafından gizli bir istek şeklinde başlamaktadır. İstek AB Başkanlığını o sırada yürütmekte olan ülkenin Ekonomi veya Maliye Bakanına (Ecofin) iletilir. Aynı zamanda başvuran ülkenin EFC üyesi/üyeleri veya ECB, EFC Başkanını ve EFC Sekreteryasını haberdar ederler.

2.2.2. EFC Başkanı ERM II Komitesini toplantıya davet eder ve Sekreteryaya da yetkili Komite üyelerini bilgilendirir.

2.2.3. ECB'nin karar organları, normal şartlar altında, ERM II Komitesi toplantısı öncesinde hazırlık toplantıları yaparlar.

2.2.4. Merkezi oranların ve dalgalanma bantlarının tam ve açık bir şekilde tartışılabilmesi için EFC toplantısı öncesinde tek taraflı olarak gerek tavsiye

niteliğinde gerek istek şeklinde herhangi bir merkezi oranın açıklanmaması gerekmektedir.

- 2.2.5. ERM II Döviz Kuru Prosedürü Brüksel'de EFC'nin normalde toplantılarını düzenlediği binada, ERM II Komitesinin yapacağı toplantıda yürütülecektir. Toplantı odasına, ulusal yönetimlerden sadece EFC üyeleri, Euroalanı dışındaki merkez bankalarının EFC üyeleri, ECB'den ve Avrupa Komisyonu'ndan ikişer temsilci, EFC Başkanı, Alternate¹⁰⁷ Başkanı, Genel Sekreter ve Sekreteryaya'dan iki üye kabul edilecektir. Sekreteryaya tüm üyelerin yetkili mercilere (Bakanlar, Merkez Bankası Başkanları ve ECB Başkanı) ulaşabilmeleri için yeterli lojistik desteği toplantı boyunca sağlayacaktır.
- 2.2.6. Merkezi oran ve dalgalanma bantları hakkında görüş birliği sağlandıktan sonra, EFC Başkanı, üyelerin Bakanlarından, merkezi başkanlarından ve ECB Başkanından teyit alabilmeleri için oturumu geçici olarak bitirir. Katılımcılar, Bakan temsilcilerinin, Merkez Bankası Başkanları ve ECB Başkanının tespit edilen merkezi kura ve dalgalanma bantlarına katıldıklarına dair teyitlerinden sonra bildirgeyi kabul ederler.
- 2.2.7. Fikir birliği sağlanamadığı takdirde, EFC Başkanı takip edecek olan ve Euroalanı üyesi devletlerin Bakanlarının, Euroalanı dışındaki ülkelerin Bakan ve Merkez Bankası Başkanları ile ECB Başkanı, Komisyon ve EFC Başkanı ve Sekreteryasından oluşacak ERM II Döviz Kuru Toplantısına sunulacak sözel bir rapor için bir anlaşma zemini arar.
- 2.2.8. AB Dönem Başkanlığını yürüten ülkenin Ecofin Bakanı, kendi ülkesinin EFC üyesi tarafından bilgilendirilir ve kendi Başkanlığı altında ERM II Döviz Kuru Toplantısını gerçekleştirir. Katılımcılar, ERM II Komitesindeki üyeler tarafından bilgilendirilirler. Daha önceki ERM II toplantısının düzenlendiği yerde toplanılır. EFC Sekreteryası, ERM II Döviz Kuru Toplantısı Sekreteryalığını üstlenir.
- 2.2.9. ERM II Döviz Kuru Toplantısının başarılı bir şekilde bitirilmesi bir Avrupa Birliği adına bir bildirgenin yayımlanması ile gerçekleşir. Standart formda ve açık bir dille yazılmış olması birincil koşuldur ve aşağıda yazılı olan kısımları kapsamaması gerekmektedir:
- İşlevi başlatan taraf
 - Kararı alan taraflar
 - Karar
 - Mekanizmaya katılacak ülkeler ve merkezi oranları (1 Euro = 6 haneli ulusal Para birimi şeklinde)

¹⁰⁷ Üst Düzey Toplantılar öncesi toplanan ve daha çok Uzmanlar (teknik) seviyesinden oluşan grup.

- Dalgalanma bandı
- Ekonomik politikanın duyurulması
- Döviz kuru mekanizması içindeki zorunlu müdahale oranları, ECB ve söz konusu yeni üyenin Merkez Bankası tarafından bir bildirme ile bir sonraki iş gününde döviz piyasalarının açılışı öncesinde yayımlanır.

2.3. Gizlilik Prensipli

ERM II Döviz Kuru Prosedürü tüm kısımları ile beraber, diğer bir ifadeyle prosedürün başlatılmasından bildirgenin yayımlanmasına kadar olan süre içerisinde, gizlidir. Herhangi bir üye ülke veya ECB tarafından müzakereler hakkında bilgi verilmesi konsensüs sağlama işlevinin doğasına aykırı olmaktadır. Piyasada spekülasyon ihtimaline karşı bir açıklama yapma gereği hissedildiği vakit üyesi tartışılan ülke herhangi bir açıklama yapmadan önce EFC Başkanlığına danışmalıdır.