

**PARASAL BİRLİK,
AVRUPA PARA BİRLİĞİ
VE TÜRKİYE**

Hazırlayanlar:

Defne ATA

Hazine Uzmanı

H. Serkan SİLAHŞÖR

Hazine Uzman Yardımcısı

MAYIS 1999

EKONOMİK ARAŞTIRMALAR GENEL MÜDÜRLÜĞÜ

ÖNSÖZ

Avrupa Para Birliği'nin son aşamasına geçildiği 1 Ocak 1999 tarihinden itibaren mali ve ekonomik açılardan birbirinden farklı onbir Avrupa ülkesinde ortak para birimi olan Euro, kaydi para olarak kullanılmaya başlanmıştır. Avrupa Birliği içerisindeki entegrasyonu güçlendirmek yönünde önemli bir adım olarak kabul edilen parasal birlik yalnızca Avrupa ülkeleri açısından değil, uluslararası para sistemi açısından da köklü bir değişim anlamına gelmektedir.

Türkiye'nin Avrupa ülkeleri ile süregelen yakın ekonomik, ticari ve mali ilişkileri gözönüne alındığında, Para Birliği alanındaki gelişmelerin dikkatle ve yakından takip edilmesi gerektiği ortaya çıkmaktadır. Bu çerçevede, Genel Müdürlüğümüz araştırmacıları tarafından hazırlanan bu çalışma Parasal Birliğin Avrupa ekonomileri ve mali piyasaları üzerinde yaratacağı etkilerin yanısıra Türkiye ekonomisi üzerindeki muhtemel etkilerini de incelemeyi amaçlamaktadır.

Çalışmaya katkıda bulunan arkadaşlara teşekkür eder, çalışmanın faydalı olmasını temenni ederim.

Dr.Özhan ÜZÜMCÜOĞLU
Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürü

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖNSÖZ

İÇİNDEKİLER.....	i
TABLolar LİSTESİ.....	v
GRAFİKLER LİSTESİ	vii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	viii
GİRİŞ	ix

BÖLÜM I: AVRUPA PARA BİRLİĞİ'NİN TARİHÇESİ

1.1. Giriş.....	1
1.2. Bretton Woods Sistemi'nin Sona Ermesi	2
1.3. Tüneldeki Yılan Mekanizması	3
1.4. Avrupa Para Sisteminin Kurulması ve 1992-93 Döviz Kuru Mekanizması (DKM) Krizi	4
1.5. Döviz Kuru Mekanizması 2 (DKM2).....	11

BÖLÜM II: OPTİMUM PARA ALANLARI TEORİSİ VE AVRUPA PARA BİRLİĞİNE GEÇİŞİN SAĞLAMASI BEKLENEN FAYDALAR

2.1. Optimum Para Alanları Teorisi.....	15
2.2. Optimum Para Alanlarının Temel Şartları.....	17
2.3. Parasal Birliğin Sağlaması Muhtemel Faydalar.....	19
2.3.1. İşlem Maliyetlerinden Sağlanacak Tasarruflar.....	19
2.3.2. Düşük Enflasyon.....	20
2.3.3. APB ve Uluslararası Ticaret ve Yatırımlar	22

BÖLÜM III: PARASAL BİRLİĞİN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİ VE AVRUPA BİRLİĞİ ÜLKELERİ ARASINDA EKONOMİK YAKINLAŞIM

3.1. Nominal Yakınlaşım	25
3.2. Reel Yakınlaşım.....	26
3.3. Devresel Yakınlaşım.....	29
3.4. Yapısal Yakınlaşım.....	31

BÖLÜM IV: PARASAL BİRLİK SONUCU EKONOMİK POLİTİKA UYGULAMALARINDA BEKLENEN DEĞİŞMELER

4.1. Para Politikası Uygulamasında Otorite Kaybı.....	45
4.2. Kur Politikası Uygulamasında Otorite Kaybı	49
4.3. Tek Para Kullanımının APB Üyesi Ülkelerin Maliye Politikaları Üzerindeki Muhtemel Etkileri	53
4.3.1. Avrupa Para Birliği ve Kamu Borçlanması	56
4.3.2. Avrupa Para Birliği ve Mali Federalizm.....	58

BÖLÜM V: AVRUPA MERKEZ BANKASI'NIN UYGULAYACAĞI OLASI POLİTİKALAR VE MAKROEKONOMİK ETKİLERİ

5.1. Avrupa Merkez Bankası ve Ortak Para Politikası	63
5.2. Avrupa Merkez Bankası'nın Olası Para Politikası Stratejileri.....	66
5.2.1. Fiyat İstikrarını Sağlamada Etkili Olma.....	69
5.2.2. Hesap Sorulabilme.....	71
5.2.3. Şeffaflık.....	72
5.2.4. Ulusal Merkez Bankalarının Önceki Tecrübe Birikiminden Yararlanma	73
5.2.5. AMBS'nin Bağımsızlığı ile Uyumlu Olma.....	73
5.3. Avrupa Merkez Bankaları Sistemi Para Politikası Araçları.....	75
5.4. TARGET Sistemi (Trans-European Automated Real-Term Gross Settlement Express Transfer System).....	77

BÖLÜM VI: TEK PARAYA GEÇİŞİN AVRUPA BANKACILIK SİSTEMİNE VE ULUSLARARASI MALİ PİYASALARA OLASI ETKİLERİ

6.1. Tek Para Birimine (Euro'ya) Geçişin Avrupa Bankacılık Sistemi Üzerindeki Olası Etkileri	79
6.2. Tek Para Birimine (Euro'ya) Geçişin Mali Piyasalar Üzerindeki Olası Etkileri	84
6.2.1. Avrupa Mali Piyasalarında Gözlenen Başlıca Eğilimler.....	84

6.2.2. APB Üyesi Ülkeler Mali Piyasalarında Yapısal Değişim.....	88
6.2.2.1. Repo ve Interbank Piyasaları	91
6.2.2.2. Tahvil Piyasalar.....	93
6.2.2.2.1. Özel Sektör Tahvil Piyasası.....	93
6.2.2.2.2. Devlet Tahvili Piyasası.....	96
6.2.2.3. Hisse Senedi Piyasaları.....	101
6.2.2.4. Türev Piyasalar	102
6.3. Avrupa Para Birliği'nin Küresel Etkileri.....	102
6.3.1. Euro'nun Bir Uluslararası Para Birimi Olma Potansiyeli....	103
6.3.2. Euro'nun Diğer Para Birimleri Karşısındaki Değeri.....	105
6.3.3. Uluslararası Sermaye Akımları.....	106
6.3.3.1. Resmi Sermaye Akımları.....	107
6.3.3.2. Özel Sermaye Akımları.....	108
BÖLÜM VII: AVRUPA PARA BİRLİĞİ, TÜRKİYE VE POTANSİYEL ETKİLERİ	
7.1. Avrupa Para Birliği ve Türkiye'nin Dış Ticaretine Olası Etkileri..	127
7.1.1. Para Birliğin Dış Ticaret Üzerindeki Genel Etkileri.....	127
7.1.2. Euro Alanındaki Gelişmelerin Türkiye'nin Dış Ticareti Üzerindeki Olası Etkileri	130
7.2. Bir Ödeme Aracı Olarak Euro'nun Konumu ve Üçüncü Ülkeler Açısından Ulusal Para Birimlerinin Euro'ya Bağlanması Etkileri	133
7.2.1. Bir Ödeme Aracı Olarak Euro'nun Konumu.....	133
7.2.2. Euro'nun Nominal Çıpa Olarak Kullanılma Potansiyeli ve Makroekonomik Etkileri	136
7.3. Avrupa Para Birliği ve Türk Mali Piyasaları	140
EK I: AVRUPA PARA BİRLİĞİ'NİN GLOBAL ETKİLERİ KONUSUNDA IMF TARAFINDAN YAPILAN SENARYO ANALİZİ	
I.1. Giriş.....	153
I.2. I. Senaryo.....	153
I.3. II. Senaryo.....	155
I.4. Duyarlılık Analizi I: APB Üyesi Ülkelerde Toplam Talep Şoku Ortaya Çıkması	157
I.5. Duyarlılık Analizi II: APB Üyesi Ülkelerde Asimetrik Talep Şoku Ortaya Çıkması	160
KAYNAKÇA.....	163

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.1 : 1 Ocak 1999 Tarihinden İtibaren Geçerli Olan EURO Dönüşüm Oranları	12
Tablo 1.2 : 1 Ocak 1999 Tarihi İtibariyle DKM2'ye Katılan Danimarka ve Yunanistan'ın Euro Merkezi Kurları ve Müdahale Sınırları	13
Tablo 1.3 : 1 Ocak 1999 Tarihi İtibariyle Euro'nun Başlıca Para Birimleri Karşısındaki Başlangıç Değerleri	13
Tablo 1.4 : Avrupa Birliği Ülkelerinin Maastrich Kriterleri Açısından Değerlendirilmesi	14
Tablo 3.1 : Avrupa Birliği Ülkelerinin Nominal Yakınlaşım Kriterleri Açısından Değerlendirilmesi	36
Tablo 4.1 : AB Üyesi Ülkeler ile ABD ve Japonya'da İhracat/GSYİH	61
Tablo 4.2 : Avrupa Birliği Üyesi Ülkelerde İşsizlik Oranları	62
Tablo 6.1 : Ülke Bazında Başlıca Bankaların Karlılığı	111
Tablo 6.2 : Bankacılık Sektörü'nün Yapısı	112
Tablo 6.3 : Bankacılık Sektöründe Birleşme ve Satın Almalar	113
Tablo 6.4 : Bankacılık Sektörü Dış Mevduat ve Kredi Miktarı	114
Tablo 6.5 : İhraç Edildikleri Para Birimleri ve Ülkelere Göre Dolaşımdaki Uluslararası Borçlanma Senetleri	115
Tablo 6.6 : Başlıca Para Birimlerinin Global Döviz Piyasaları İşlemlerinde Kullanılma Oranları	116
Tablo 6.7 : GSYİH'ların Yüzdesi Olarak Uluslararası Hisse Senedi ve Tahvil İşlemleri	117
Tablo 6.8 : Parasal Birliğe Geçişten Sonra Avrupa Birliği Üyesi Ülkelerin Bütünü İçin Bazı Döviz Rezervi Fazlası Tahminleri	118
Tablo 6.9 : Parasal Birlik Öncesi Başlıca Para Birimlerinin Uluslararası Piyasalarda Kullanım Oranları	119
Tablo 6.10 : Başlıca Para Birimlerinin Uluslararası Ticarete Kullanılma Oranları	120
Tablo 7.1 : Türkiye ve Avrupa Birliği Ülkeleri Arasındaki Dış Ticaret Göstergeleri	144
Tablo 7.2 : Türkiye'nin Seçilmiş Avrupa Birliği Üyesi Ülkelere İhracatı	145
Tablo 7.3 : Türkiye'nin Seçilmiş Avrupa Birliği Üyesi Ülkelerden İthalatı	146
Tablo 7.4 : Avrupa Birliği Üyesi Ülkelerin İhracatının Dağılımı	147

Tablo 7.5 : Avrupa Birliği Üyesi Ülkelerin İthalatının Dağılımları	148
Tablo 7.6 : AB Ülkelerinin Dış Ticaretinde Başlıca Ülkeler ve Toplam Payları	149
Tablo 7.7 : Avrupa Birliği Ülkelerinin Birlik Dışı ve Birlik İçi Ticareti	149
Tablo 7.8 : Dünya Ticaretinde Kullanılan Temel Para Birimleri	150
Tablo 7.9 : Türkiye'nin Mal İhracatı ve İthalatında Bazı Bölge ve Ülkelerin Payları ile Dış Ticaretin Döviz Kompozisyonu	150
Tablo 7.10 : Türkiye'nin Toplam Dış Borç Stokunun Döviz Kompozisyonu	151
Tablo I.1 : Euro Alanında Beklenen Yapısal Reformların Gerçekleşmesi Durumunun Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkisi	154
Tablo I.2 : Euro Alanında Beklenen Yapısal Reformların Gerçekleşmemesi Durumunun Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkisi	156
Tablo I.3 : Euro Alanında Beklenen Yapısal Reformların Gerçekleşmesi ve Euro Alanında Toplam Talep Şokunu Ortaya Çıkmasının Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkisi	158
Tablo I.4 : Euro Alanında Beklenen Yapısal Reformların Gerçekleşmemesi ve Euro Alanında Toplam Talep Şokunu Ortaya Çıkmasının Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkisi	159
Tablo I.5 : Euro Alanında Beklenen Yapısal Reformların Gerçekleşmesi ve Euro Alanında Asimetrik bir Talep Şokunun Ortaya Çıkmasının Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkisi	161
Tablo I.6 : Euro Alanında Beklenen Yapısal Reformların Gerçekleşmemesi ve Euro Alanında Asimetrik bir Talep Şokunun Ortaya Çıkmasının Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkisi	162

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 3.1 : BELÇİKA – Kamu Borçları/GSYİH (%)	37
Grafik 3.2 : İTALYA – Kamu Borçları/GSYİH (%)	37
Grafik 3.3 : Reel GSYİH Büyümesi – Seçilmiş Kıta Avrupası Ekonomileri ve AB-15	38
Grafik 3.4 : Üretim Açığı – Seçilmiş AB Ekonomileri	39
Grafik 3.5 : İşsizlik Oranları – Seçilmiş Kıta Avrupası Ekonomileri Ve AB-15	40
Grafik 3.6 : GSYİH Deflatörü – Seçilmiş AB Ekonomileri	41
Grafik 3.7 : Uzun Vadeli Faiz Oranları - Seçilmiş AB Ekonomileri	42
Grafik 3.8 : Bazı Avrupa Birliği Ülkelerinde Çeşitli Sektörlerin GSYİH'ya Katkıları	43

Grafik 6.1 : Başlıca Ekonomilerde Mali Varlıkların GSYİH'lara Oranları	121
Grafik 6.2 : Yatırım Fonlarının Büyüklüğü	122
Grafik 6.3 : Avrupa Birliği Üyesi Ülkelerde Kamu Kesimi Dengesi/GSYİH	123
Grafik 6.4 : Avrupa Birliği Üyesi Ülkelerde Toplam İç Borç Stoku/GSYİH	124
Grafik 6.6 : ABD, Almanya ve Fransa'da Cari İşlemler Açığı/GSYİH	125

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AET	: Avrupa Ekonomik Topluluğu
AKB	: Avrupa Kalkınma Bankası
AMB	: Avrupa Merkez Bankası
AMBS	: Avrupa Merkez Bankaları Sistemi
APB	: Avrupa Para Birliği
APE	: Avrupa Para Enstitüsü
APS	: Avrupa Para Sistemi
AT	: Avrupa Topluluğu
AYB	: Avrupa Yatırım Bankası
BIS	: Uluslararası Denkleştirme Bankası
DKM	: Döviz Kuru Mekanizması
DKM2	: Döviz Kuru Mekanizması 2
ECU	: Avrupa Hesap Birimi
EFTA	: Avrupa Serbest Ticaret Bölgesi
GSMH	: Gayrisafi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
HICP	: Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksi
IMF	: Uluslararası Para Fonu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
NAFTA	: Kuzey Amerika Serbest Ticaret Bölgesi
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
TARGET	: Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer

BÖLÜM I

Avrupa Para Birliği'nin Tarihçesi

1.1 Giriş

Tarihsel açıdan bakıldığında Avrupa Birliği (AB) üyesi ülkeler açısından Avrupa Para Birliği (APB) fikrinin yeni ortaya çıkan bir kavram olmadığı görölmektedir. Gerek kurlardaki istikrarı sağlayacak olması, gerekse Avrupa'nın entegrasyonu açısından önemli bir aşama teşkil etmesi nedeniyle AB'nde 1960'lı yıllardan bu yana parasal birlik konusunda çalışmalar yapılmıştır. Ancak, 1992 yılının Şubat ayında Maastricht Anlaşması'nın imzalanmasına kadar geçen süre içerisinde birtakım siyasi ve ekonomik engeller bu oluşumu geciktirici bir rol oynamıştır. Zayıf politikalar, ekonomik önceliklere dair fikir ayrılıkları, ekonomik yakınlaşmanın gerçekleştirilememesi ve döviz piyasalarında yaşanan dış kaynaklı dalgalanmalar APB'ne doğru gidilen yolda engelleyici faktörler olarak ortaya çıkmıştır.

1957 yılında Avrupa Ekonomik Topluluğunun kurulması, Batı Avrupa'da ekonomik işbirliğinin başlaması açısından önemli bir adım teşkil etmektedir. AET'nin temelini oluşturan Roma Anlaşması ile II. Dünya Savaşı sonrası kurulan Bretton Woods Sistemi'nin kurlarda istikrarı sağlayacağı varsayılarak Fransa, Batı Almanya, İtalya ve Benelux ülkeleri arasında ortak pazar oluşturulması amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda 1968 yılının Temmuz ayında gümrük birliği oluşturulmakla birlikte ekonomik işbirliğinin diğer yönleri belirsiz kalmıştır. Anlaşma ile, herşeyden önce ekonomik entegrasyon sayesinde Avrupa halklarının giderek daha fazla yakınlaşması amaçlanmıştır.

1960'lı yılların sonlarında Bretton Woods Sisteminde görülen istikrarsızlık ve gümrük birliği amacının gerçekleştirilmiş olması Avrupa Topluluğu'nu yeni hedefler aramaya itmiştir (Wellink, 1997). 1969 yılında Hague'da yapılan hükümet başkanları zirvesinde, ekonomik ve parasal birlik topluluğun resmi amacı olarak kabul edilmiştir. Bu çerçevede Lüksemburg Başbakanı Pierre Werner başkanlığında oluşturulan grubun hazırladığı raporda, APB'ne 10 yıllık bir süre içerisinde, üç aşamalı bir süreçte gidilmesi ve son aşamada ulusal devletlerin mali ve parasal yetkilerinin bu amaçla kurulacak olan birlik organlarına aktarılması önerilmiştir (Eichengreen, 1993). Altı ülke arasında raporun önerilerine ilişkin görüş ayrılıkları bulunmasına karşılık, APB'ne ulaşılmasına üç aşamadan oluşan yaklaşım üzerinde prensipte anlaşılmış ve 1 Ocak 1971 tarihinde parasal birliğin birinci aşaması başlamıştır. Üç yıl sürecek bu dönemde üye ülkeler arasındaki döviz kuru dalgalanma marjının daraltılması amaçlanmıştır.

1.2 Bretton Woods Sistemi'nin Sona Ermesi

Werner Planı ile 1980 yılına kadar parasal birliğin gerçekleştirilmesi öngörölmüş olmasına karşın, parasal birliğin ilk aşaması son derece olumsuz bir ortamda başlamıştır. Aşağıda da üzerinde durulacağı gibi 1946 yılından itibaren uygulanmakta olan sabit kurlu Bretton Woods sisteminin çöküşünün yarattığı iktisadi bunalımlar ve 1973 yılında patlak veren Petrol Fiyatı Şoku, Werner Planı'nın hayata geçirilmesini engelleyici gelişmeler olarak ortaya çıkmaktadır.

1945-49 yılları arasında ABD, Avrupa ülkeleri karşısında önemli sayılabilecek bir miktarda cari fazlaya sahip bulunmaktaydı. Gerek Marshall yardımının devreye girmesi, gerekse Avrupa ülkelerinin birçoğunda konjonktürel durumun uygunluğu 1950 yılından itibaren sözkonusu durumun tersine dönmesine neden olmuştur (Salvatore, 1990). ABD'nin 1950 yılından itibaren Avrupa ülkeleri karşısında vermeye başladığı açıklar, Avrupa ülkeleri ve Japonya'da ABD Doları cinsinden büyük bir rezerv birikimine yolaçmıştır. Bu durum dünya genelinde bir Dolar kıtlığı ve Dolara karşı bir güven bunalımı yaşanmasına neden olmuştur.

Hal böyle iken, 1958 yılından itibaren ABD'nin dış açıklarının daha da artması ve yıllık ortalama 3 milyar Dolar düzeyine ulaşması ile birlikte ABD'den büyük bir sermaye kaçı başlanmıştır. Bu sermayenin önemli bir bölümü Avrupa ülkelerine doğrudan yatırım şeklinde yönelmiştir.

Bu gelişmeleri müteakip, 1960'ların başında spekülörlerin ABD dışındaki Dolar rezervlerinin ABD'nin toplam altın stoklarını aştığını görerek, Dolar'dan çıkıp altına yönelmeleri ABD'nin altın rezervlerinin büyük bölümünün erimesi ile sonuçlanmıştır. Bu durum karşısında birtakım önlemler alınmış olsa da spekülasyona karşı ciddi bir başarı elde edilememiştir. Daha sonraları sanayileşmiş ülkelerin piyasada altın fiyatlarını desteklememe kararı almaları ile birlikte altında ikili bir fiyat sistemi ortaya çıkmıştır. Resmi altın fiyatları eski düzeyde sabit tutulmuş, özel piyasa fiyatları arz ve talep mekanizmasının karşılıklı işleyişine terkedilmiştir. Bu durumun neticesinde, ABD Doları gerek altın, gerekse de Alman Markı ve Japon Yeni karşısında aşırı değer kazanmış bir duruma gelmiştir. Doların değeri hiçbir para birimine bağlı olmadığı için ABD'nin Doları tek taraflı olarak devalüe edebilmesi mümkün olmamıştır. Doların devalüe olması, ancak diğer ülkelerin kendi paralarının Dolar paritesini düşürerek revalüasyon yapmaları durumunda mümkün olabilirdi. Bu nedenle ABD, cari fazlaya sahip Almanya ve Japonya gibi ülkelere paralarını Dolara karşı revalüe etmeleri konusunda telkinde bulunmuştur.

1967 yılında İngiliz Sterlini ve 1969 yılında Fransız Frangı'nın devalüe edilmesinin ardından fonlar yoğun biçimde Yen ve Mark'a yönelmiştir. 15 Ağustos 1971 tarihinde Başkan Nixon, Doların altına olan konvertibilitesinin kaldırıldığını ve altın penceresinin kapatıldığını açıklamıştır. Böylelikle 1944 yılında kabul edilen ve 1946 yılından beri uygulanan Bretton Woods sistemi fiilen sona ermiştir. Bu gelişmeyi müteakip, 1972 yılının Mart ayında alınan bir kararla Avrupa para sisteminde "tüneldeki yılan" olarak adlandırılan ve yaklaşık bir yıl sürecek yeni bir dönem başlamıştır.

1.3 Tüneldeki Yılan Mekanizması

Önceki bölümde ele alınan gelişmeler ve ABD'nin Doların konvertibilitesini kaldırmasıyla birlikte APB'nin ilk aşamasının uygulanabilirliği tehlikeye girmiş, 1971 yılı sonunda Doların devalüe edilmesine ve uluslararası döviz sisteminde yer alan para birimlerinin Dolar paritelerinin toplam dalgalanma marjlarının toplam yüzde 4,5'a ($\pm 2,25$) çıkarılmasına karar verilmiştir. Bu durum, Dolar dışındaki iki para birimi arasındaki dalgalanma marjları toplamının yüzde 9 olması anlamına gelmektedir. AET ülkeleri bu derece yüksek bir dalgalanmayı parasal birleşme amaçlarına aykırı bulmuşlar ve 1972 yılının Mart ayında aldıkları bir kararla Topluluğa üye iki ülkenin paraları arasındaki toplam dalgalanma marjını yüzde 2,25 ile sınırlamışlardır. Böylece, Topluluk ülkelerinin paraları açısından iki bağlı bir uygulama ortaya çıkmıştır. Ulusal paralar yüzde 4,5 dalgalanma marjından Dolara, yüzde 2,25'lik dalgalanma marjından da birbirlerine bağlanmıştır. Bu sisteme, "tüneldeki yılan" adı verilmiştir. Buradaki "yılan" kendi paraları arasındaki dar sınırı, "tünel" ise Dolara karşı olan geniş sınırları simgelemektedir. Ayrıca, üye ülkeler ulusal para birimlerinin Dolar

etrafındaki dalgalanma sınırlarını korumak (yılanın tünel dışına taşmasını önlemek) için döviz piyasalarına Dolar ile değil, kendi ulusal paraları ile müdahale kararı almışlardır. Ancak bu mekanizma petrol krizleri, ülkeler arasındaki politika farklılıkları ve Doların zayıflığı nedeniyle başarılı olamamıştır.

1971 yılının Aralık ayında Onlar Grubu'na üye ülkeler ulusal paralarının değerini belirli oranlarda yükseltmeye razı olmuşlardır. "Smithsonian Kur Ayarlamaları" olarak adlandırılan bu ayarlamaların sonucunda Dolar başlıca para birimleri karşısında ortalama yüzde 9 devalüe olmuştur. Aynı zamanda Alman Markı Dolar karşısında yüzde 17, Japon Yeni ise yüzde 14 değer kazanmıştır. Smithsonian kararlarının ardından piyasalarda Dolar'dan kaçış sona ermemiş, 1973 yılının Şubat ayında yaşanan spekülasyon saldırısı sonucunda Dolar yüzde 10 devalüe olmuştur. Tüm bu gelişmelere rağmen spekülasyonun devam etmesi üzerine 1973 yılının Mart ayı başında Avrupa döviz piyasaları iki hafta süreyle kapatılmıştır. 16 Mart 1973 tarihinde Topluluk üyesi ülkeler ulusal paralarını Dolar karşısında ayrı ayrı dalgalanmaya bıraktıklarını ve kendi ulusal para birimlerini sabit kurlardan birbirlerine bağladıklarını açıklamışlardır. Böylelikle "tünel" ortadan kalkmış, "yılan"ın ise varlığının devamı sağlanmıştır.

1.4 Avrupa Para Sisteminin Kurulması ve 1992-93 Döviz Kuru Mekanizması (DKM) Krizi

1970'li yıllarda Topluluğu derinleştirmekten çok genişletmeye öncelik verilmiş, 1973 yılının başında İngiltere, İrlanda, ve Danimarka da topluluğa katılmışlardır. Avrupa Komisyonu tarafından "altı ülke zamanı"ndaki politika koordinasyonuna ilişkin yapılan bir değerlendirmede bunun ilk aşama için yetersiz olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bunun üzerine zamanın Avrupa Komisyonu Başkanı Roy Jenkins'in önerisinin Almanya ve Fransa tarafından da benimsenmesiyle 1979 yılının Mart ayında, parasal açıdan istikrarlı bir bölge yaratmayı amaçlayan Avrupa Para Sistemi (APS), İngiltere haricinde diğer üye ülkelerin katılımıyla yürürlüğe konulmuştur.

APS'nin kurulmasında ticareti, yatırımları ve ekonomik büyümeyi olumsuz etkilediği düşünülen parasal istikrarsızlığı azaltmak üzere enflasyonun kontrol altına alınmasının üye ülkeler tarafından ekonomik öncelik olarak kabul edilmesi etkili olmuştur.

İki aşamadan oluşması öngörülen APS'nin birinci aşamasında Döviz Kuru Mekanizması (DKM) kurulmuştur. APS'nin dayandığı döviz kuru mekanizması ana hatları itibariyle Bretton Woods'un ayarlanabilir kur sistemine benzemektedir. Sistemin gereği gibi işlemesini teminen çeşitli müdahale mekanizmaları benimsenmiş ve açık veren ülkelere kredi sağlamak üzere bir Avrupa Parasal İşbirliği Fonu oluşturulmuştur. Ayrıca, yeni kur sisteminin temeli olarak üye ülkelerin para birimlerinin ağırlıklı ortalamasından oluşan ECU ortaya çıkmıştır. ECU'ya göre tanımlanmış merkezi bir pariteyi temel alan sabit fakat ayarlanabilir kurlardan oluşan döviz kuru mekanizmasında, kurlar arasındaki dalgalanma marjı yüzde 2,25 ile sınırlandırılmıştır (Salvatore, 1996). Parasal entegrasyonun artırılması ve bir Avrupa Para Fonu kurulmasının planlandığı ikinci aşama ise öngörüldüğü şekilde gerçekleştirilememiş ve sonuç olarak APS teknik bir düzenleme olmaktan öteye gidememiştir. Diğer taraftan topluluk, 1981 yılında Yunanistan'ın, 1986 yılında İspanya ve Portekiz'in katılımlarıyla genişlemeye devam etmiştir.

1988 yılının Haziran ayında Hannover'de yapılan Avrupa Konseyi toplantısında Ekonomik ve Parasal Birlik'e ilişkin çalışmalar yapmak üzere dönemin komisyon başkanı Jacques Delors başkanlığında tüm AT merkez bankaları başkanları ve bir kısım bağımsız uzmandan oluşan bir komite kurulmuştur (Committee on the Study of Economic and Monetary Union, 1989). 1989

yılıının Nisan ayında komitenin sunduğu ortak raporda parasal birliğin amacı, sermaye hareketlerinin tamamen serbest hale getirilmesi, finansal piyasaların tam entegrasyonu, para birimlerinin geri dönülemez bir şekilde konvertibilitesinin sağlanması, kurların sabitlenmesi ve sonuçta ulusal paraların yerini tek bir para biriminin alması olarak tanımlanmıştır. Bu durum, aynı zamanda fiyat istikrarının devamını sağlamayı amaçlayan tek bir Avrupa Merkez Bankası tarafından uygulanacak tek para politikası anlamına gelmektedir. Raporda APB'nin bitiş tarihleri kesin olmayan üç aşamada tamamlanması öngörülmüştür (Thygesen, 1993). Werner raporunda olduğu gibi bu raporda da APB'nin 10 yıllık sürede tamamlanabileceği düşünülmüştür. Ancak, öncekinden farklı olarak burada bütçeye ilişkin ulusal yetkilerin topluluğa devri önerilmemiştir.

1989 yılının Haziran ayında Madrid'de toplanan Avrupa Konseyi APB'nin birinci aşamasının 1990 yılının Temmuz ayında başlamasını kararlaştırmıştır. Daha sonra, 7 Şubat 1992 tarihinde kabul edilen Maastrich Anlaşması ile Delors Raporu'nda ile öngörüldüğü üzere parasal birliğin üç aşamada gerçekleştirilmesi karara bağlanmıştır (Council of European Communities, 1992). 1 Temmuz 1990'dan 31 Aralık 1993'e kadar süren birinci aşama üye ülkelerin ekonomik performanslarının birbirlerine yaklaştırılması, parasal ve mali konulardaki işbirliği derecesinin artırılması, ortak pazar programının geliştirilmesi, sermaye hareketlerinin liberalizasyonu, rekabetin güçlendirilmesi, bölgesel fonların artırılması gibi gelişmeleri kapsamıştır.

DKM'nın, Avrupa ülkelerinin ulusal para birimleri arasında ortaya çıkabilecek istikrar bozucu dalgalanmaları ortadan kaldırarak önemli bir fayda sağladığı bir gerçektir (Artis ve Taylor, 1994 ; Crowley, 1995). Ayrıca, sistem üye ülkeler arasında ekonomik yakınlaşmanın gerçekleşmesine de önemli katkılarda bulunmuştur.

1992 yılının Eylül ayına kadar olan dönemde birçok iktisatçı APS'nin son derece iyi işlediğini iddia etmişler ve sistemin son derece başarılı olduğunu belirtmişlerdir (Frankel ve Phillips, 1991 ; MacDonald ve Taylor, 1991). Bu değerlendirmelerin temelinde yatan hakim görüş, başlıca AB üyesi ülkelerin enflasyon oranlarında sağlanan düşüşlerle birlikte birbirlerine daha da yakınlaştıkları ve 1987 yılından bu yana İtalyan Lireti'nin yüzde 3,7 değer yitirmesi dışında kurlarda temel pariteden önemli sayılabilecek bir sapma yaşanmamasıdır. Adıgeçen iktisatçılara göre, yaşanan bu tecrübeler, parasal birleşme ve tek para birimine geçiş için mevcut sistemin son derece uygun ve başarılı olduğunu ispatlamaktadır. Diğer taraftan Eichengreen (1991) ve Feldstein (1991) gibi iktisatçılar APS'nin başarısı konusunda yorum yapmanın henüz erken olduğu görüşünde birleşmişlerdir. Çünkü APS'nin kurulduğu 1979 yılından beri sistemin istikrarını bozucu önemli bir kriz patlak vermemiştir. Sistemin başarılı olup olamayacağı kriz şartları altında sınanmalıdır. Ayrıca, sonraki bölümlerde de ayrıntılı olarak üzerinde durulacağı üzere, bir ekonomide aynı anda sabit kur sistemi, serbest uluslararası sermaye hareketleri ve bağımsız para politikası uygulamasının (*Impossible Trilogiy*) birarada mevcut olabilmesi mümkün değildir. Nitekim, 1992 yılının Eylül ayında bazı AB ülkelerinde asimetrik bir talep şokunun yaşanması krizin tetiğini çeken önemli bir gelişme olmuştur.

DKM'nda yaşanmakta olan sıkıntılar, 1992 yılının Eylül ayında suyüzüne çıkmaya başlamıştır. DKM'nı terkeden ilk iki ülke olan İngiltere ve İtalya'da giderek derinleşen durgunluk ve artan işsizlik sonucu Sterlin ve Lireti DKM'da belirlenen sınırlar dahilinde tutmanın getirdiği maliyet katlanılamaz bir düzeye ulaşmıştır. Buna ilave olarak, 1997 yılında ortaya çıkan Güneydoğu Asya Krizinde de önemli bir rolü olduğu iddia edilen George Soros başta olmak üzere uluslararası spekülâtörlerin İngiliz Sterlini'nin Alman Markı'na karşı aşırı değerlendiği düşüncesiyle Sterlin üzerinde yoğun bir baskı yaratmaları durumu daha da kötüleştirmiştir. Bu baskı sonucunda 17 Eylül 1992 tarihinde, hükümetin rekor düzeydeki müdahalelerine rağmen İngiltere DKM'nı terketmek zorunda kalmıştır.

Bu gelişmelerin akabinde, İngiltere Merkez Bankası, yatırımları ve dolayısıyla da ekonomiyi canlandırmak için faiz oranlarını yüzde 10'dan yüzde 6'ya indirmeye karar vermiştir. Yine aynı tarihte İtalya da DKM'ndan ayrılmıştır. Ayrıca, Fin Markkası da DKM'nin dışına itilmiştir. Daha sonraları Portekiz Esküdosu, İspanyol Pesetası ve İrlanda Puntu'nda da yüksek oranlı devalüasyonlar yaşanmıştır. Spekülatörlerin 3 Ağustos 1993 tarihinde Fransa, Danimarka, İspanya, Portekiz ve Belçika para birimleri üzerindeki baskıları artırmaları yeni bir krize neden olmuş ve sonuç olarak AB, DKM'nin devam edebilmesini sağlayabilmek için 2 Ağustos 1993'te dalgalanma aralığını \pm yüzde 2,25'ten \pm yüzde 15'e çıkarmak zorunda kalmıştır (Eichengreen ve Wyplosz, 1993).

Yukarıda kısaca sözedilen 1992 krizinin temel nedenleri Kenen (1995) tarafından beş maddede özetlenmektedir. İlk neden, 1980'li yıllarda İtalya ve İspanya'da birçok sanayi dalının rekabet güçlerinin ciddi bir şekilde azalmış olmasıdır. İkinci sebep ise, birleşmesini yeni tamamlamış olan Almanya'nın bu birleşmenin maliyetlerini karşılarken rekor düzeyde bütçe açıkları vermesi ve Doğu Almanya'da yeniden yapılanmayı finanse ederken karşılaştığı yüksek maliyetin yarattığı enflasyonist baskıları kontrol altına almak için faiz oranlarını yüksek tutmak zorunda kalmış olmasıdır. Bu durum Alman Markı'nın diğer para birimleri karşısında değerlenmesine neden olmuştur. Bu gelişmeler Almanya'nın enflasyon ve faiz oranları gibi makro göstergeler açısından diğer Avrupa ekonomileri ile uzaklaşması sonucunu doğurmuştur.

Kenen üçüncü neden olarak, Danimarka'nın 1992 yılında yapılan halkoylaması sonucunda Maastricht kriterlerini reddetmesi ve Fransa'nın da neredeyse reddedeceği izlenimi vermesinin yarattığı şüphe ve isteksizlik ortamını göstermiştir. Ayrıca Dolar'ın değerinin o dönemde Marka karşı tarihinin en düşük seviyelerinde seyretmesinin bu gelişmelerin yaşanmasında bir diğer unsur olduğunu belirtmiştir. Kenen, beşinci ve son neden olarak ise, AB'ye en son katılan İskandinav ülkelerinin Rus pazarlarındaki paylarını kaybetmeye başlamalarının bu ülkelerin de rekabet güçlerinde bir düşüş yaşandığına ilişkin düşüncelerin ve dolayısıyla bir devalüasyona ihtiyaç duyacaklarına dair bazı beklentilerin oluşmasını göstermiştir.

Yukarıda özetlenen gelişmelerin ardından APB'nin birinci aşaması 31 Aralık 1993 tarihinde sona ermiştir. 1 Ocak 1994 -1 Ocak 1999 tarihleri arasındaki dönem kapsayan ikinci aşama bir geçiş süreci olup, bu dönemde ulusal ekonomilerin APB'nin üçüncü aşamasına hazırlanması amaçlanmıştır. İkinci aşamanın önemli bir özelliği, bu aşamadan itibaren parasal birliğe girmeye aday ülkelerin ulusal merkez bankalarının kamu açıklarını finanse edemeyecek olmalarıdır. Ayrıca bu aşamada merkezi Frankfurt olmak üzere Avrupa Para Enstitüsü'nün kurulması ve parasal birliğin tamamlanmasını takiben bu kuruluşun Avrupa Merkez Bankası'na (AMB) dönüşmesi kararlaştırılmıştır.

1995 yılının Mayıs ayında Avrupa Komisyonu, üçüncü aşamaya geçişte yürütülecek politikaları detaylı bir şekilde ortaya koyan Yeşil Belge'yi yayımlamıştır (Commission of the European Communities, 1995). Yeşil Belge'de yeralan hususlar, 1996 yılının Aralık ayında gerçekleşen Dublin Zirvesinde üye ülkeler tarafından kabul edilmiştir. Daha sonra 1997 yılının Haziran ayında gerçekleşen Amsterdam Zirvesinde "İstikrar ve Büyüme Sözleşmesi" üye ülkeler tarafından kabul edilmiştir (Commission of the European Communities, 1997a). "İstikrar ve Büyüme Sözleşmesi" ile Maastrich Anlaşması'nda getirilen Parasal Birliğe kabul edilme kriterleri bir anlamda yeniden onaylanmıştır. Sözleşmede, Parasal Birliğe aday ülkelerde "Bütçe Açığı/GSYİH oranı"nın yüzde 3'ü geçmemesi gerektiği bir kez daha vurgulanmış ve bu şartı ihlal edecek ülkelere verilecek cezalar detaylı bir şekilde belirlenmiştir.

Parasal Birliğe geçişin üçüncü aşaması 1 Ocak 1999 tarihinde başlamıştır. Bu aşamaya geçişle birlikte, Birliğe katılan ülkelerin ulusal para birimleri ile Euro arasındaki kurlar değiştirilemez bir şekilde sabitlenmiştir (Bkz. Tablo 1.1). Ayrıca Euro nakdi olmayan bir ödeme sistemi ile mali piyasalarda kaydi para olarak işlem görmeye başlanmıştır. Avrupa Merkez Bankası tarafından ortak para politikası uygulanmaya başlarken, hem özel sektör hem de ulusal merkez bankalarının AMB ile yaptıkları işlemlerde Euro kullanılacaktır. Ayrıca bankacılık işlemleri, hisse senedi, döviz ve interbank işlemleri kaydi olarak Euro cinsinden gerçekleştirilecektir. 1 Ocak 2002 tarihinde Euro banknotlar tedavüle çıkacaktır. Bu tarihten itibaren Euro fiziki olarak kullanılmaya başlanacaktır. 30 Haziran 2002 tarihine kadar olan dönem bir geçiş aşaması olacak ve ülkelerin ulusal para birimleri bu tarihe kadar ödeme aracı olarak kullanılabilir. Bu tarihten sonra ulusal paralar tamamen dolaşımdan kalkacaktır.

1993 yılının Kasım ayında resmen yürürlüğe giren Maastricht Anlaşması ile Parasal Birliğe katılmaya aday ülkeler açısından birtakım kriterler belirlenmiştir. Bu kriterlerin getirilmesi ile amaçlanan, aday ülkelerin gerek yapısal olarak, gerekse makroekonomik göstergeler açısından birbirlerine yakınlaştırılmasıdır (Buiter, Corsetti ve Roubini, 1993). Parasal Birliğe kabul edilebilmek için aday ülkelerin yerine getirmeleri gereken şartlar şunlardır:

- Bütçe açığının GSYİH içindeki payı yüzde 3'den az olmalıdır.
- Kamu borçlanmasının GSYİH içerisindeki payı yüzde 60'dan fazla olmamalı veya belirlenen bu orana doğru azalan bir trend içerisinde olmalıdır.
- AB ülkelerinde en düşük enflasyona sahip üç ülkenin yıllık enflasyon ortalaması ile aday ülkedeki enflasyon oranı arasındaki fark 1,5 puanı geçmemelidir.
- Uzun dönem ortalama faiz oranları, bu oranları en düşük üç ülkenin en fazla iki puan üzerinde olmalı ve 7 puanı aşmamalıdır.
- Milli paraların normal dalgalanma marjı 2,5 puan olup, aday ülkenin ulusal para birimi son iki yıl içerisinde diğer bir üye ülke parası karşısında devalüe edilmemiş olmalıdır.

2 Mayıs 1998 tarihinde Brüksel'de gerçekleştirilen Avrupa Konseyi toplantısında Parasal Birliğin üçüncü aşamasına dahil olacak ülkeler belirlenmiştir. Avusturya, Belçika, Finlandiya, Fransa, Almanya, İrlanda, İtalya, Lüksemburg, Hollanda, Portekiz ve İspanya 1.1.1999 tarihinde Para Birliği'ne geçiş için gerekli şartları yerine getirmişlerdir (Bkz. Tablo 1.4).

1997 yılında İngiltere, Danimarka ve İsveç, Maastrich kriterlerinin hemen hemen tamamını yerine getirmiş olmalarına karşın ilk aşamada geçici olarak Birliğin dışında kalmak istediklerini açıklamışlardır. İngiltere'nin ilk aşamada Birliğin dışında kalma tercihinin temel savı, bu ülkede devresel hareketlerin hem zamanlama hem de derinlik açısından Kıta Avrupası ülkeleri ile benzerlik göstermemesi ve kısa vadeli faiz oranlarının ekonomi üzerinde etkilerinin Kıta Avrupası ülkelerinden farklı olmasıdır. Bu şartlar altında uygulanacak ortak para politikası bu ülkede farklı sonuçlar yaratabilecektir. Ayrıca, İngiltere ve Danimarka'nın aldıkları kararda siyasi sebeplerin de önemli bir rol oynadığını söylemek yanlış olmayacaktır.

2001 yılının Ocak ayında AMB ve Avrupa Komisyonu başlangıçta Parasal Birliğe katılmamış veya gerekli koşulları sağlayamamış ülkelerin son durumlarını değerlendirecektir. Bu

bağlamda Yunanistan'ın, Maastricht Anlaşması kriterlerini yerine getirdiği takdirde 2001 yılında sisteme onikinci ülke olarak dahil edilmesi planlanmıştır.

1.5 Döviz Kuru Mekanizması 2 (DKM2)

7 Şubat 1992 tarihinde imzalanan Maastricht Anlaşması, APB'ne dahil olacak ve bu oluşumun dışında kalacak AB ülkeleri arasındaki kur ayarlamalarını düzenlememiştir. Bu belirsizliği ortadan kaldırmak amacıyla, 1995 yılının Aralık ayında Avrupa Konseyi Döviz Kuru Mekanizması 2 (DKM2) olarak adlandırılan yeni bir döviz kuru sisteminin mevcut DKM'nin yerini alacağını açıklamıştır. 1997 yılının Haziran ayında Avrupa Konseyi'nce DKM'nin temel özellikleri kararlaştırılmıştır.

DKM2'nin temel amacı, ticari faaliyetlerin reel kur dengesizliklerinden veya nominal kurların aşırı dalgalanmasından zarar görmesini engelleyerek tek pazarı desteklemektir. Sisteme katılım ülkelerin tercihine bağlı olacaktır. Bununla birlikte, özellikle APB'ne gecikmeli olarak dahil olmayı planlayan ülkelerin, sisteme katılması beklenmektedir. Bu çerçevede Yunanistan ve Danimarka DKM2'ye katılmışlardır. Söz konusu iki ülkenin ulusal para birimleri için Euro merkezi kurları 31 Aralık 1998 tarihinde belirlenmiştir (Bkz. Tablo 1.2).

Farklı yaklaşma seviyeleri ve stratejilerine imkan vermek amacıyla DKM2 esnek bir yapıya sahip olacaktır. Euro karşısındaki hedef dalgalanma aralıkları geniş tutulacaktır (\pm yüzde 15). Sistemde Avrupa Merkez Bankası ile Avrupa Para Birliği'ne üye olmayan ülkelerin merkez bankaları arasında daha dar bir dalgalanma aralığı olması öngörülmektedir. Ayrıca, APB'ne üye olmayan iki ülke arasında da dalgalanma aralığı belirlemek ve buna müdahalelerde bulunmak mümkün olacaktır. Parite dalgalanma sınırına ulaştığında, müdahale otomatik ve sınırsız olacaktır. Ancak AMB ve ulusal merkez bankaları, birincil amaç olan fiyat istikrarı tehlikeye girdiğinde müdahale etmeyi geçici olarak durdurabileceklerdir. Dalgalanma aralığı içerisindeki müdahaleler ise isteğe bağlı olacaktır. Şu anda DKM'da mevcut olan "çok kısa vadeli finansman imkanı" DKM2'de de bulunacaktır.

AMB'nin sistemdeki para birimlerinden birinin baskı altına girmesi durumunda o para birimini desteklemekteki kararlılığı DKM2'nin işleyişine ilişkin bazı belirsizlikler yaratmaktadır. "Müdahalenin, fiyat istikrarı ilkesiyle ters düştüğü durumlarda geçici olarak durdurulabileceği" hükmü AMB'nin bu kararlılığına bir sınırlama getirmektedir. APB'nin büyüklüğü DKM2 müdahalelerinin daha kolay sterilize edilmesini sağlayacağından, fiyat istikrarının tehlikeye düşmesi ihtimali mevcut DKM'na nazaran daha düşüktür. Bunun yanısıra, DKM2'nin Euro Alanındaki likiditeye etkisinin daha sınırlı düzeyde olması beklenmektedir. Diğer taraftan, APB üyesi olmayan bir ülkenin merkez bankası tarafından yapılacak bir müdahale Euro Alanının çok geniş olması nedeniyle, pariteye istikrar kazandırılmasında fazla etkili olamayabilecektir. Bu nedenle, APB üyesi olmayan ülkelerin DKM2 paritelerini stabilize etme yükümlülüklerini döviz piyasalarında yapacakları müdahaleler yerine, öncelikli olarak uygun para, maliye ve yapısal politikalar uygulayarak yerine getirmeleri beklenebilir.

TABLO 1.1
1 Ocak 1999 Tarihinden İtibaren Geçerli Olan
EURO Dönüşüm Oranları

PARA BİRİMİ	1 EURO =
Alman Markı	1.955830
Belçika Frangı	40.339900
Lüksemburg Frangı	40.339900
İspanyol Pezetası	166.386000
Fransız Frangı	6.559570
İrlanda Puntu	0.787564
İtalyan Lireti	1936.270000
Hollanda Florini	2.203710
Avusturya Şilini	13.760300
Portekiz Esküdosu	200.482000
Finlandiya Markkası	5.945730

KAYNAK: Bloomberg Financial Markets.

TABLO 1.2
1 Ocak 1999 Tarihi İtibariyle DKM2'ye Katılan
Danimarka ve Yunanistan'ın Euro Merkezi Kurları ve
Müdahale Sınırları*

PARA BİRİMİ		1 EURO =
Danimarka Kronu	Üst Sınır (+2,25)	7.62824
	Merkezi Kur	7.46038
	Alt Sınır (-2,25)	7.29252
Yunan Drahmisi	Üst Sınır (+15,0)	406.075
	Merkezi Kur	353.109
	Alt Sınır (-15,0)	300.143

* İlk aşamada Parasal Birliğe katılmamakla birlikte DKM2'ye katılan Danimarka ve Yunanistan'ın ulusal para birimleri için Euro merkezi kurları ve müdahale sınırları 31 Aralık 1998 tarihinde belirlenmiştir. İsveç ve İngiltere ise DKM2'ye katılmamaktadır.

KAYNAK: European Commission.

TABLO 1.3**1 Ocak 1999 Tarihi İtibariyle Euro'nun Başlıca Para Birimleri Karşısındaki Başlangıç Değerleri**

PARA BİRİMİ	1 EURO =
Amerikan Doları	1.17
Japon Yeni	133
İngiliz Sterlini	0.70

KAYNAK: European Commission.

TABLO 1.4**Avrupa Birliği Ülkelerinin Maastrich Kriterleri Açısından Değerlendirilmesi
(Referans Dönemi: Şubat 1997-Ocak 1998)**

	Kamu Borçları/GSYİH	Bütçe Açığı/GSYİH	Enflasyon Oranı	Uzun Vadeli Faiz Oranları
Referans	60,0	-3,0	2,7	7,8
Almanya	61,3	-2,7	1,4	5,6
Avusturya	66,1	-2,5	1,1	5,5
Fransa	58,0	-3,0	1,2	5,5
Belçika	122,2	-2,1	1,4	5,7
Danimarka	65,1	+0,7	1,9	6,2
Finlandiya	55,8	-1,1	1,3	5,9
Hollanda	72,1	-1,4	1,8	5,5
Lüksemburg	6,7	+1,7	1,4	5,6
İsveç	76,6	-0,8	1,9	6,5
İtalya	121,6	-2,7	1,8	6,7
İspanya	68,8	-2,6	1,8	6,3
Portekiz	62,0	-2,5	1,8	6,2
İrlanda	66,3	+0,9	1,2	6,2
Yunanistan	108,7	-4,0	5,2	9,8
İngiltere	53,4	-1,9	1,8	7,0

KAYNAK: European Monetary Institute (1998)

BÖLÜM II

Optimum Para Alanları Teorisi ve Avrupa Para Birliği'ne Geçişin Sağlaması Beklenen Faydalar

2.1 Optimum Para Alanları Teorisi

İlk olarak 1960'lı yıllarda Mundell (1961), McKinnon (1963) ve Kenen (1969) tarafından yapılan çalışmalarla geliştirilen Optimum Para Alanları Teorisi, parasal birliğin ekonomik açıdan avantajlarını ve dezavantajlarını değerlendirmede güçlü bir analitik çerçeve ortaya koymaktadır. 1990'lı yıllarda da bu konuda yapılan çalışmalar devam etmiş; Tavlas (1993, 1994), sonra Bayoumi (1994) ve Ricci (1997) tarafından geliştirilen modeller teorinin ampirik açıdan sınanmasına olanak sağlamıştır.

Teori temelde, bir grup ülkenin ulusal para birimlerinin değerini belirlenen kurlar üzerinden birbirlerine sabitlemesine ve üye ülkelerin para birimlerinin değerinin birlik dışı ülkelerin para birimleri karşısında serbest dalgalanmaya bırakılması esasına dayanmaktadır. Teorinin temel savı bir ülkenin sınırlarıyla belirlenen fiili para bölgesinin, her zaman için optimum alan olamayabileceğidir. Mundell, optimum para bölgesini “ortak paranın faydalarının zararlarını aştığı bölge” olarak tanımlamaktadır. Bu yaklaşım, farklı ulusal paraların ortadan kalkmasının getirdiği avantajlar ile para politikası bağımsızlığının kaybedilmesi arasındaki tercihi karşılaştırmaktadır.

Bu açıdan ele alındığında ülkelerin ortak tek bir para birimini benimseme tercihi kısıtlı bir optimizasyonun sonucu olarak değerlendirilebilir (Wyplosz, 1997). Burada sözü edilen kısıt daha sonraki bölümlerde de ayrıntılı olarak ele alınacağı gibi açık bir ekonomide sermaye hareketliliğinde tam serbesti veri iken, parasal birliğe katılım ve serbest değişken kur sistemi arasındaki tercihi yansıtmaktadır. Yapılan tercih, parasal birliğe dahil olmanın değişken kur sistemini sürdürmeye nazaran daha büyük iktisadi fayda sağlaması durumunda rasyonel olacaktır.

Parasal birliğin sağlayacağı potansiyel faydalar arasında düşük enflasyon, kur dalgalanmalarından doğan riskleri minimize etmek için katlanılan maliyetlerinden tasarruf edilmesi, birden çok para biriminin kullanılmasının neden olduğu işlem masraflarının ortadan kalkması, döviz piyasalarına yapılan müdahalelerde katlanılan maliyetlerin ortadan kalkması ve politik disiplini sağlamada piyasa mekanizmalarının artan gücü sayılmaktadır. Kurlar arasındaki belirsizliğin ortadan kalkması ile farklı malların üretiminde ihtisaslaşma sağlanması ve üye ülkeler arasında ticaret ve yatırımların artması optimum para alanlarının tabii bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, bu türden bir bölgenin meydana gelmesi üreticilerin tüm bölgeyi tek bir pazar olarak algılamalarına ve üretimde ölçek ekonomilerinden daha büyük fayda sağlamalarını teşvik edecektir.

Diğer taraftan, parasal birliğin başlıca dezavantajı döviz kurunun birliğe üye ülkeler açısından bir politika aracı olmaktan çıkmasıdır. Buna ilave olarak, üye ülkelerin kendi tercihlerine ve iktisadi koşullarına uygun olarak bağımsız istikrar ve büyüme politikalarını uygulayamayacak olmaları önemli bir kısıt olarak ortaya çıkmaktadır. Örneğin, para bölgesinde yeralan bir ülkede ortaya çıkabilecek bir durgunluk, bu ülkede yüksek işsizlik oranlarını aşağı çekmek ve ekonomiyi

canlandırmak için genişlemeci para ve maliye politikalarının uygulanmasını gerekli kılarken, canlanma safhasındaki bir ekonomi, enflasyonist baskıları dizginlemek amacıyla daraltıcı politikalar izlemek durumunda olabilecektir. Bu önemli politika silahından mahrum kalınmasından dolayı ortaya çıkan maliyetler bir ölçüde getirilerin ve reel ücretlerin düşük olduğu sermaye fazlasına ve aşırı işgücü arzına sahip olan ülkelere, getirilerin ve reel ücretlerin yüksek olduğu sermaye ve emek arzının düşük olduğu ülkelere yapılacak olan fon ve işgücü transferleri ile azalabilecektir. Buna ilave olarak, ortak paraya geçildiğinde hükümetler için önemli bir gelir kaynağı olabilen senyoraj gelirleri kaybedilmektedir.

Parasal birliğe geçiş kararı alınırken, ülkelerin maruz kalabilecekleri şokların asimetrik özellik taşıyıp taşıyamaması, gözönünde bulundurulması gereken önemli bir husustur. Eğer farklı ülkelerin ekonomik yapıları yeterince benzer özellikler taşıyorsa, bu ekonomilerin aynı anda maruz kaldıkları ortak şoklara karşı ortak politikalar uygulamalarının sonucu başarı şansı olabilecektir. Bununla beraber, makroekonomik şokların asimetrik olması, diğer bir deyişle ortaya çıkabilecek bir şoktan farklı ülkelerin farklı şekilde etkileniyor olması farklı politikaların uygulanmasını gerektirecektir. Mundell (1961), parasal entegrasyondan en fazla ticarete açık küçük ülkelerin faydalanacağını, beklenmeyen zamanlarda devresel şoklar yaşayan ülkelerin ise bu şoklara karşı kullanabilmek için kendi para birimlerine sahip olmalarının daha avantajlı olacağı tezini savunmaktadır.

Parasal birlik kavramının arkasındaki en somut iktisadi argüman, ortak pazarın parasal birlik ile birlikte tamamlanması gereğidir. Parasal birliğin sağlayacağı kur istikrarı, açık ve entegre olmuş bir iç piyasanın sürdürülebilirliği açısından mutlaka gereklidir. Optimum Para Alanları Teorisi, parasal birliğin avantajlarını ve dezavantajlarını değerlendirmede genel teorik bir çerçeve sunmasına rağmen, bu teori ile fayda ve zararlardan hangi tarafın ağır basacağını veya elde edilecek faydanın boyutunu tam olarak tespit edebilmek güçtür. Bu nedenle, parasal birliğe geçişin arkasında ekonomik nedenlerin yanısıra politik faktörlerin de önemli rol oynadığını düşünmek yanlış olmayacaktır (Sutherland, 1997).

2.2 Optimum Para Alanlarının Temel Şartları

Optimum para alanları literatüründe, bir optimum para alanının kurulması, aşağıda yeralan şartların mevcut olması durumunda beklenen en büyük faydayı sağlayacaktır (Mundell, 1961 ; McKinnon, 1963 ; Kenen, 1969 ; Salvatore, 1990).

- Parasal alanda yeralacak ülkelerin ekonomik yapılarının birbirlerine yakın olması,
- Parasal birliği teşkil edecek ülkelerin maruz kalabilecekleri şokların çoğunlukla simetrik olması,
- Ortaya çıkabilecek şoklara karşı makroekonomik uyumun işgücü hareketliliği, reel ücret esnekliği ve/veya mali federalizm aracılığı ile sağlanabilme derecesinin yüksek olması,
- Katılımcı ülkelerin birbirleri ile olan ticaretlerinin önemli boyutlarda olması,
- Katılımcı ülkelerin GSYİH'sında dış ticaretin önemli bir pay teşkil etmesi,
- Katılımcı ülkelerin ortak para ve maliye politikalarının uygulanması ve gerekli yapısal değişimleri gerçekleştirme konularında işbirliği içerisinde olmaları.

İlk iki şart ele alındığında, yapılan bazı çalışmalar arz ve talep şoklarına duyarlılık açısından AB ülkelerini iki ana gruba ayırmanın mümkün olduğunu göstermektedir (Bayoumi ve

Eichengreen, 1993a, 1993b). Birinci grup genelde çekirdek ülkeler olarak adlandırılmaktadır. Bunlar birbirleriyle daha çok entegre olmuş, birbirlerine paralel arz ve talep şoklarına maruz kalan ülkelerdir. Bu ülkeler Almanya, Avusturya, İsviçre, Fransa, Danimarka, Belçika, Hollanda ve Lüksemburg olarak sıralanmışlardır. Öte yandan diğer ülkeler (İtalya, İngiltere, İspanya, Portekiz, Finlandiya, İrlanda ve Yunanistan) çevre ülkeleri olarak adlandırılmış ve bu ülkelerin çekirdek ülke ekonomileriyle daha az paralellik gösterdikleri tespit edilmiştir. Bu nedenle, uygulanacak olan para politikasının çevre ülkelere çok çekirdek ülkelerin ihtiyaçlarına cevap vermeye dönük olacağı sonucuna varılabilir.

Diğer taraftan, hiçbir ülkenin ekonomisinde önemli oranlarda sektörel yoğunlaşma gözlenmediği bir durumda, sektörel bazda hissedilen şokların yaratacağı etkinin bütün ülkelerde benzer olması beklenebilir. Yine Bayoumi ve Eichengreen (1996a, 1996b) tarafından yapılan iki çalışmada, sektör bazındaki şokların genelde arz kaynaklı ve ulusal bazda yaşanan şokların ise talep kaynaklı olduğu sonucuna varılmıştır. Ortak para politikası uygulaması ise büyük bir olasılıkla üye ülkelerde yaşanan talep şokları arasındaki ilişkiyi güçlendirecektir. Ancak, bu durum bazı sakıncaları da beraberinde getirebilecektir. Örneğin bir ülke ekonomik durgunluk yaşadığı için mali yardım alıyorsa ve diğer üye ülkeler de aynı durgunluktan etkileniyorsa federal bütçe açık verecek, bu da ülkenin gelecekteki vergi yükümlülüklerinin artmasına yol açacaktır.

Bunun yanı sıra, ekonomilerin daha açık bir hale gelmesi, bu ülkeler arasındaki ticaretin önündeki engelleri azaltacak ve bu da daha çok uzmanlaşmayı beraberinde getirecektir. Ortaya çıkacak uzmanlaşmanın hangi ülkelerde, hangi sektörlerde ve ne yoğunlukta olacağı, üye ülkeler arasındaki ekonomik farklılıkların artmasına veya azalmasına yol açabilecektir. Sonuçta ülkelerin şoklara karşı duyarlılığı ve bu duyarlılıklar arasındaki ilişkinin niteliği de yukarıda sayılan faktörlere göre değişebilecektir. Ekonomideki endüstriyel yapının yeterli çeşitliliğe sahip olması dışsal şokların vereceği tahribatın etkisini azaltıcı bir faktördür. Yapısal ve davranışsal farklılaşmanın ekonomik çeşitlilikten dolayı artması, bir optimum para alanının şokları daha kolay massetmesini sağlayarak şokun yaratacağı olumsuz etkileri hafifletebilecektir.

Optimum para alanında yer alan ülkelerin asimetric şokları fazla hasar görmeksizin atlabilmelerinin diğer bir şartı da katılımcı ülkeler arasındaki aynı veya birbirine benzer özellikler taşıyan mal ve hizmet ithalat ve ihracatından (endüstri-içi ticaret) kaynaklanan ticaretin toplam dış ticaretlerinde önemli bir pay teşkil etmesidir. Tichy (1993) yaptığı çalışmada Almanya, Fransa, Hollanda ve İngiltere'nin ticaretinin önemli bir kısmının bu türden olduğunu ifade etmekte ve bu ülkeleri çekirdek grup olarak adlandırmaktadır. Bu ülkelerin ardından, endüstri-içi ticaretin toplam dış ticaretlerinde nispeten düşük bir paya sahip olduğu Belçika, Lüksemburg, Danimarka, İtalya ve Avusturya gelmektedir. Son olarak, Tichy İrlanda, Finlandiya, Portekiz ve Yunanistan gibi ülkelerde ise bu tür ticaretin payının oldukça düşük bir seviyede olduğunu ifade etmektedir. Bu kriterlere göre, AB ülkelerinin tamamı ele alındığında, Euro Alanı'nın tam anlamıyla bir optimum para alanı olmadığı anlaşılmaktadır.

Buraya kadar, literatürde bir para alanının oluşturulması için gereken bazı şartların AB ülkelerinde mevcut olup olmadığı konusuna kısaca değinilmiştir. Konunun ele alınmayan diğer şartlar açısından irdelenmesi bundan sonraki bölümlerde yeri geldikçe yapılacaktır.

2.3 APB'nin Sağlaması Muhtemel Faydalar

2.3.1 İşlem Maliyetlerinden Sağlanacak Tasarruflar

Tek paraya geçişin en önemli faydalarından birisi Euro Alanı ülkeleri arasında yapılacak olan ticari işlemleri ve yatırımları daha da kolaylaştıracağı beklentisidir. Bu hem nakit, hem de zaman açısından tasarruf sağlayacaktır. Bununla birlikte, Euro'ya geçişte katlanılacak başlangıç maliyetleri gözönüne alındığında hesaplanan nakit tasarrufunun çok da yüksek olmadığı görülmektedir. Yapılan bazı hesaplamalarda, ortaya çıkabilecek maliyet tasarrufları Parasal Birliğin hayata geçirilmesinde katlanılacak maliyetlerle karşılaştırıldığında, sadece bankacılık kesimi için AB ülkelerinin toplam GSYİH'larının yaklaşık yüzde 2,3'ü miktarında ek bir net maliyetin doğacağı tesbit edilmiştir. Parasal Birliğe geçişte katlanılacak maliyetler ve uzun dönem tasarruflar gözönüne alındığında net kazancın oldukça düşük bir miktar olduğu düşünülebilir. Ancak, sağlanacak maliyet avantajı süreklilik arzedecektir ve ekonomik gelişme ile birlikte zaman içerisinde daha da artacağı beklenmektedir.

Avrupa Komisyonu tarafından yapılan hesaplamalarda AB ülkeleri arasındaki ticari ve mali işlemlerde birden fazla para biriminin kullanıl-masının 1980'li yılların ortalarında ortalama AB GSYİH'sının yüzde 0,5'i kadar bir maliyet getirdiği saptanmıştır (Commission of the European Communities, 1990). Yine Avrupa Komisyonu'nun yayımladığı Yeşil Bel-ge'de sözkonusu maliyetlerin AB toplam GSYİH'sının yüzde 0,3-0,4'üne ulaştığı belirtilmektedir (Commission of the European Communities, 1995).

Ayrıca, Ifo Enstitüsü tarafından yapılan bir çalışmada 1986-95 döneminde işlem maliyetlerinin AB GSYİH'sının ortalama yüzde 1'ine ulaştığı belirtilmektedir (Ifo Institute, 1996). Yine Avrupa Komisyonu tarafından yapılan hesaplamalara göre, AB ülkelerinde işlem maliyetlerinden yılda sağlanacak tasarruf 18-26 milyar dolar arasındadır (Salvatore, 1996).

2.3.2 Düşük Enflasyon

APB'ne geçişle amaçlanan temel hedeflerden birisi, Birlikte yeralan ülkelerde kalıcı bir fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Fiyat istikrarının ortaya çıkması, farklı ülkelerin maruz kalabileceği şokların birbirlerinin etkisini zayıflatması ile sağlanmaktadır. Yaratılan fiyat istikrarı üye ülkelerde paranın bir değer saklama aracı olarak kullanılmasını teşvik edecek ve enflasyonist şartlar altında ortaya çıkması muhtemel olan verimsiz takas işlemlerinin gerçekleşmesini engellerken ekonomilerde daha fazla parasal işlemin gerçekleşmesini destekleyecektir. Bir para biriminin uzun dönemde değer kazanacağı beklentisi hakimse, bu para biriminin diğer alternatiflere oranla satın alma gücünü muhafaza etmesine dair beklentilerin güçlü olması beklenebilir.

APB'ne geçişi savunanların bir çoğuna göre, ortaya çıkacak en önemli iktisadi fayda bağımsız Avrupa Merkez Bankasının uygulayacağı politikalarla Euro Alanında sürekli olarak düşük enflasyon sağlamasıdır. Yıllardan beri düşük enflasyona sahip olan Almanya'da ise AMB'nin bu cephede, mevcut durumdan daha fazlasını sağlayamayacağı görüşleri hakimdir. Buna benzer bir durum, Avusturya, Fransa ve Hollanda gibi kendi para birimlerinin değerini Alman markına bağlamış ve böylelikle Bundesbank'ı kendi fiili Merkez Bankaları olarak benimsemiş ülkeler için de geçerlidir.

Diğer taraftan, İrlanda, İtalya, Portekiz ve İspanya gibi uzun dönemde sürekli düşük enflasyon oranlarına sahip olmayan ülkelerde düşük enflasyonun sağlayacağı faydaların daha belirgin olması beklenmektedir.

Bunlara ilaveten, AMB'nın kuruluşu, önceden eksikliği hissedilen uyumlu parasal politikaların yürütülmesinde ortak bir hareket alanı anlamına gelmektedir. Enflasyon primi ve kur riski ortadan kalkarken düşük enflasyon oranlarının beraberinde faiz oranlarında düşmeyi getirmesi beklenilebilecek bir gelişmedir.

Diğer taraftan, aşağıda söz edilen üç faktör AMB'nın başarı ve performansını Bundesbank'inkinden daha düşük ve belirsiz hale getirebilir (Currie, 1997).

Birincisi, katılımcı ülkelerin merkez bankası başkanları AMB'nın faiz oranları üzerinde alacağı kararları etkileyebileceklerdir. Maastrich Anlaşması AMB'nın yapısının bağımsız olacağını temin edip garanti altına almış olmasına karşın, örneğin üye ülkelerden birinde işsizlik düzeyinin beklentilerin üzerinde seyretmesi gibi bir gelişme olması durumunda, bu ülkenin yapacağı lobi düzeyinin AMB'nın bağımsız karar alma sürecini ne ölçüde etkileyebileceği tam olarak açık değildir. İkincisi, Bundesbank'ın aksine, AMB'nın tesis etmesi gereken bir güven ve kredibilite sorunu vardır. AMB'nın anti-enflasyonist politikalar benimseyip uygulayacağı konusunda kararlılığını gösterebilmesi için başlangıçta bir dönem faizlerin yüksek seviyelerde seyretmesi beklenebilecek bir gelişmedir. Bu durum AMB'nda iç ihtilaflar doğmasına yol açabilir. Üçüncüsü, APB Avrupa'nın şimdiye kadar göreceği müşterek para politikasının işleyişini önemli ve önceden tahmin edilemez şekilde değiştirebilecek köklü ve büyük bir ekonomik değişim olacaktır. Bu açıdan AMB'nın izleyeceği her politika gerek Birlik gerekse Birlik dışı ülkeler açısından büyük önem taşımaktadır.

2.3.3 APB ve Uluslararası Ticaret ve Yatırımlar

Tek paraya geçişin kısa dönemde görülebilecek belki de en belirgin faydası, AB ülkeleri arasındaki parasal işlemlerden doğan işlem maliyetlerinin ve risk priminin ortadan kalkması ile sağlanacaktır. Bu durumun AB içerisinde ticareti ve doğrudan sınır ötesi yatırımları daha da artırması beklenebilir.

AB Bölgesinde döviz riski priminin ortadan kalkması ile ortaya çıkacak potansiyel kazancın boyutunu tam olarak tahmin edebilmek kolay değildir. Bununla birlikte, firmaların kurlarda meydana gelebilecek değişikliklere karşı önlem aldıklarında bir maliyetle karşı karşıya oldukları ve çoğu zaman riski tam anlamıyla ortadan kaldıracabilecek bir şekilde "hedging" (riskten korunma) yapamadıkları düşünüldüğünde, işlemlerin tek bir para birimi ile yapılmasının sağlayacağı fayda aşikardır. "Hedging" maliyetlerinden elde edilecek tasarrufun, işlem maliyetlerinden sağlanacak tasarruf kadar önemli boyutlara ulaşabileceği tahmin edilmektedir.

Özellikle Avrupa Komisyonu tarafından gündeme getirilen ve tartışılan konu Parasal Birliğin AB tek pazarının tam anlamıyla oluşturulmasında oynayacağı destekleyici rol üzerinedir. Burada en büyük önem mali hizmetler sektörüne verilmektedir. Konu bu açıdan ele alındığında, Parasal birliğin hem arz, hem de talep yönlü birtakım potansiyel etkileri mevcuttur.

• **Talep Tarafındaki Etkiler:** Tek para biriminin sınır ötesi fiyat şeffaflığını artırıcı yönde etkide bulunması beklenmektedir. Böylelikle, farklı ülkelerdeki firmalar arasında rekabeti artırıcı yönde bir etkide bulunması beklenebilir. Özellikle birçok tüketicinin yabancı para cinsinden ifade edilen finansal ürünleri satın almak istemediği mali hizmetler sektöründe bu durumun yaratacağı faydanın en yüksek olması beklenmektedir. Bununla birlikte, birçok ürün uluslararası ticarete konu olduğunda ve ülkeye özgü zevk ve tercihler birçok sektörde ülke dışı pazarlara girmede önemli engeller olarak ortaya çıkarken müstakil ulusal pazarlar meydana gelecektir.

• **Arz Tarafındaki Etkiler:** Euro Alanında işlem maliyetlerinin ve kurlarda meydana gelen dalgalanmaların ortadan kalkması sonucunda, Birlik üyesi ülkelerde birçok sanayi dalının ölçek ekonomisinin potansiyel faydalarından yararlanmak ve uygun bölgesel faktörlerin avantajlarından faydalanmak için belirli alanlar üzerine yoğunlaşması beklenmektedir. Bu sanayilerdeki uzmanlaşmanın daha da derinleşmesi durumunda, farklı ülkelerde farklı sanayilerin ekonomide daha ağırlıklı roller üstlenmeleri ekonomilerin birbirlerinden uzaklaşmasına neden olabilir ki bu durum Avrupa Para Birliği'ne üye ekonomilerin ülke spesifik şoklardan daha fazla zarar görme ihtimallerini artırabilir. Bu durumun Parasal Birliğin getireceği maliyetleri artırıcı bir faktör olacağı kesindir.

Bütün bunların yanında, Avrupa Komisyonu belirli ülkelerde yukarıda kısaca değinilen tipte bir endüstriyel yoğunlaşmanın yaşanmaması için gereken tedbirlerin alınması konusunda birtakım uyarılarda bulunmuştur. Aslında, tartışılmak istenen konu bunun tersidir. Tek Pazar şu ana kadar tüm sanayi kollarının belirli ülkelerde tam anlamıyla genişle-mesine ve o ekonomide hakim bir hal almasına neden olmamıştır. Bununla birlikte, benzer sanayi kolları içerisinde belli ürünlerde uzmanlaşmayı artırması beklenmektedir. Bu durum AB ülkeleri arasında, özellikle imalat sanayiinde giderek artan endüstri-içi ticaret rakamları tarafından desteklen-mektedir.

Sonuçta, ölçek ekonomilerinden veya belirli bölgesel faktörlerden en fazla yararı sağlayabilecek endüstrilerin Avrupa Birliği'nin belli bölgelerinde yoğunlaşarak ağırlıklı bir rol üstlenebilecekleri sonucu çıkarılabilir. Diğer taraftan, özellikle taşıma maliyetlerinin nispeten yüksek olduğu sanayiler her bir ülkede faaliyetlerine devam ederek, kendi pazarlarına yakın olmaya devam edebilirler. Bununla birlikte, özellikle döviz kuru farklılıklarının rekabetçilik açısından önem taşıdığı sanayilerde Parasal Birliğin bu sürece ne denli büyük bir katkıda bulunacağını tam olarak kestirebilmek şu aşamada fazla mümkün görülmemektedir.

Yatırımlar açısından ele alındığında, özellikle uluslararası sabit sermaye yatırımları olası kur dalgalanmalarından etkilenecek optimal olmayan bir dağıtım mekanizması vasıtasıyla önemli maliyetler ortaya çıkarabilmektedir. Kur riskinin ortadan kalkması ile kaynakların uluslararası platformda dağıtımında etkinliğin artması, kar beklentilerinin yükselmesi ve AB dışından gelen yatırımlarda Euro Alanı'na gitmesi için gelen yatırımları cesaretlendirme eğiliminin görülmesi beklenebilir (Pauer, 1996). Bu durum Birlik dışında olan ülkeler için zarar verici birtakım sonuçlara neden olabilecektir.

BÖLÜM III

Parasal Birliğin Sürdürülebilirliği ve Avrupa Birliği Ülkeleri Arasında Ekonomik Yakınlaşım

Bir parasal birlikte yeralacak ülkelerin ekonomik açıdan birbirlerine yakınlık derecelerinin, izlenecek ortak politikaların uygulanabilirliği açısından olduğu kadar uzun dönemde ortak para politikası uygulamasının sürdürülebilirliği açısından da son derece önem taşıdığı bundan önceki bölümlerde sıkça belirtilmişti. Bu konunun önemi sebebiyle literatürde sözedilen dört farklı nitelikteki ekonomik yakınlaşım kriterleri ele alınarak, Avrupa Para Birliği'nin orta ve uzun dönemdeki sürdürülebilirliğinin sorgulanması yerinde olacaktır.

3.1 Nominal Yakınlaşım

Nominal yakınlaşım kriterleri, Maastrich Anlaşması ile getirilen ve parasal birliğe girmeye aday ülkelerin üçüncü aşamaya kabul edilebilmeleri için aranan 5 temel kriteri (enflasyon, uzun dönem faiz oranları, bütçe açıkları, kamu borçları ve kurlar) içermektedir. Bu kriterler ile ilgili ayrıntılar I. Bölüm'de verilmiş olduğundan bu bölümde ayrıntılı olarak ele alınmayacaktır.

Enflasyon, uzun dönem faiz oranları ve kurlara ilişkin kriterler Yunanistan dışında AB üyesi ülkelerinin hemen hemen tamamı tarafından yerine getirilirken, özellikle Belçika ve İtalya gibi ülkeler açısından kamu borçlarına ilişkin kriter katı bir şekilde değerlendirildiğinde birtakım sorunlar yaratabilmektedir.

Tablo 3.1'den de izlenebileceği gibi, 1998 yılının Ocak ayında sona eren referans döneminde Yunanistan dışında kalan tüm AB üyesi ülkelerde tüketici fiyatlarındaki artış oranları referans değeri olan 2,7'nin oldukça altında kalmıştır. Sağlanan fiyat istikrarı, özellikle 1990-97 döneminde aday ülkelerin parasal birliğe kabul edilebilmek için getirilen kriterleri yerine getirebilmek amacıyla yaptıkları politika değişikliklerinin bir sonucu olarak görülebilir. Bu ülkelerde, para politikasının birincil hedef olarak fiyat istikrarının sağlanmasına yönelmesi ve 1993 yılında birçok AB ülkesinde yaşanan daralmanın fiyatlar üzerinde yukarı yönlü baskıları engelleyici bir rol oynaması gibi faktörler enflasyonun bu derece düşük seyretmesinde önemli bir rol oynamıştır. Ayrıca, AB üyesi ülkelerin birçoğunda kurların istikrarlı bir seyir izlemiş olması ve ithalat fiyatlarının kontrol altında tutulması gibi etkenler de fiyat istikrarının korunmasına katkıda bulunmuştur (European Monetary Institute, 1998).

Maastrich kriterlerinden kamu borçları/GSYİH oranına bakıldığında ise; Belçika, İtalya ve Yunanistan gibi ülkelerde bu oranın yüzde 100'ü aştığı görülmektedir. Belçika, İtalya, İsveç ve Hollanda gibi ülkelerin bu kriteri tam anlamıyla yerine getirememiş olmalarına rağmen, bu ülkelerde sözkonusu oranın düşme trendi gösteriyor olması adigeçen ülkelerin parasal birliğe kabulünde etkili olmuştur (Bkz. Grafik 3.1-3.2). 1997 yılında Belçika'da yüzde 122,2 olarak gerçekleşen kamu borçları/GSYİH oranı 1993 yılı ile kıyaslandığında yüzde 13,3'lük bir düşüş göstermiştir. Diğer ülkelerde de buna benzer bir durum sözkonusudur. Ayrıca, Avrupa Komisyonu'nun yaptığı tahminlere göre 1998 yılında, sözkonusu oranın yüzde 60'ın üzerinde seyrettiği ülkelerde bu oranın daha da düşeceği öngörülmektedir.

3.2 Reel Yakınlaşım

Reel yakınlaşımından, parasal birliği teşkil edecek ülkeler arasındaki büyüme oranları, işsizlik oranları ve dış denge gibi göstergelerdeki geçmiş dönemlerdeki benzerlikler anlaşılmaktadır. Maastrich Anlaşması nominal veya parasal yakınlaşım kriterlerini APB'ne kabul edilebilmek için önşart olarak kabul ederken, reel yakınlaşım konusu büyük ölçüde ihmal edilmiştir. Anlaşmanın sadece 109. maddesinin (j) fıkrasında çok genel hatlarıyla ele alınmış, ekonomik büyüme ve işsizlikten ise hiç söz edilmemiştir.

Daha önceki kısımlarda da üzerinde etraflıca durulduğu üzere, Parasal Birliğe üye olacak ülkeler arasında reel yakınlaşım düzeyinin güçlü bir nitelik arz etmemesi durumunda ve olası bir asimetrik şokun ortaya çıkması halinde hem uygulanacak maliye politikalarında hem de ülkelerdeki işgücü piyasasında yüksek düzeyde esnekliğe ihtiyaç duyulması kaçınılmazdır (de Grauwe, 1996 ; Mayer ve Grillet-Aubert, 1997). "İstikrar ve Büyüme Sözleşmesi" ile getirilen şartların üye ülkelerin uygulayacağı maliye politikalarında manevra alanını kısıtlayacağı gözönüne alındığında işgücü piyasası esnekliğinin önemi iyice artmaktadır. Bununla birlikte, yapılan bazı çalışmalar, Avrupa ülkeleri arasında işgücü hareketlerinin düşük ve istenilen düzeyde olmadığını ortaya koymaktadır. Bu durumda, APB'ne üye ülkelerde gözlenen yüksek ve birbirinden farklı işsizlik oranları düzeyinin mevcut durumun altına çekilip birbirlerine yaklaştırılabilmesi için yüksek düzeyde ücret esnekliğine ihtiyaç duyulacaktır. İngiltere ve Hollanda gibi ülkeler bu konuda önemli aşamalar kaydetmiş olmalarına rağmen, işgücü piyasalarının daha katı ve işsizlik oranının yüksek olduğu birçok Kıta Avrupası ülkesinde bu konuda önemli bir gelişme göze çarpmamaktadır.

Bu aşamada işgücü hareketliliği ve işgücü piyasası esnekliğinin taşıdığı önemin APB'nin temelini teşkil eden ve II. Bölüm'de etraflıca ele alınan Optimum Para Alanları Teorisi çerçevesinde sorgulanması yerinde olacaktır. Optimum Para Alanları Teorisi, parasal birliği teşkil eden farklı ülke veya bölgeler arasında, özellikle kısa dönemde görece fiyatlarda önemli değişikliklere ihtiyaç duyulmaması halinde beklenen faydanın sağlanabileceğini ortaya koymaktadır. Diğer taraftan, görece fiyatlarda büyük değişiklikler meydana gelmesi durumunda ortaya çıkacak uyum maliyetinin azaltılması nominal kurlarda meydana gelecek değişikliklerle mümkün olabilmektedir. Genellikle, bir ülkenin farklı bölgeleri veya bir parasal birlikte yer alacak farklı ülkeler uzun dönemde birbirlerine yakın büyüme eğilimi göstermeleri durumunda bu bölgeler veya ülkeler arasında daha düşük düzeyde görece fiyat değişimlerine ihtiyaç duyulacaktır.

Bu şartlar altında, benzer ülkelerin ortaya çıkabilecek asimetrik şoklar karşısında benzer şekillerde etkilenip, benzer tepkiler vermeleri beklenebilir. Bunun tersi durumda, yani bir ülkenin değişik bölgeleri veya parasal birliği oluşturan ülkeler arasında büyüme oranlarının sürekli ve önemli farklılıklar göstermesi halinde, uzun-dönem görece fiyat farklılaşmaları kaçınılmaz olacaktır. Bu açıdan bakıldığında, ortaya çıkabilecek asimetrik şoklar önemli görece fiyat değişimlerini mecbur kılacaktır.

Bununla birlikte, bir ülkenin farklı bölgeleri veya parasal birliği oluşturan farklı ülkeler arasında üretim faktörlerinin yüksek derecede akışkanlığı, ülkenin ürettiği mallara ilişkin arz veya talep üzerinde etkide bulunabilecek asimetrik bir şokun ortaya çıkması durumunda büyük bir uluslararası görece fiyat değişimine olan ihtiyacı azaltacaktır (Buitter, 1997). Bu durumda, optimum para alanı olabilmenin gerektirdiği önemli bir şart sağlanmış olacaktır.

Bütün bunların ışığı altında, sermaye hareketlerinin daha serbest hale gelmesi ve Avrupa'da tek bir mali pazarın oluşması ile birlikte, sermayenin en akışkan üretim faktörü haline geleceği söylenebilir. AB ülkelerinin bir optimum para bölgesi oluşturabilmeleri için hem uzun dönem

büyüme trendlerinin birbirlerine yakın olması, hem de asimetrik şoklara mümkün olduğunca az maruz kalmaları gerekmektedir. Bu iki durumun da gerçekleşmemesi halinde yüksek derecede ücret esnekliğine ihtiyaç duyulacaktır.

Uzun dönem büyüme trendleri benzer ise ve maruz kalınan şoklar simetrik ise, AB ülkeleri arasında yüksek dereceli bir reel yakınlaşma olması beklenebilir. Eğer, AB ülkelerinde istenilen düzeyde reel yakınlaşmanın mevcut olmamasının sebebi asimetrik para politikası şokları ise, ortak para politikasına geçişle birlikte bu durumun ortadan kalkması olumlu sonuçlar doğurabilecektir.

AB ülkeleri arasında uzun dönem büyüme oranlarındaki farklılıklar görece fiyatlarda değişikliklere neden olmaları durumunda önem kazanacaklardır. Yapılan ampirik çalışmalar satınalma gücü paritesinin sadece uzun dönemde geçerli olduğunu ortaya koymaktadır (Shapiro, 1995). Bundesbank tarafından yapılan bir araştırmaya göre sanayileşmiş ülkelerin para birimleri arasındaki reel kur farklılıkları durağan bir seyir izlemektedir ve nominal kur değişimleri temelde enflasyon oranlarındaki farkları yansıtmaktadır. Eğer AB ülkelerinde reel kurlar gerçekten kararlı bir seyir izliyorsa, ülkeler arasında görece fiyat değişimlerine fazla ihtiyaç duyulmayacaktır. Bu durumda nominal yakınlaşım AB ülkeleri açısından yeterli bir ön şart olacaktır.

Fakat, döviz kurları üzerinde yapılan araştırmalar satınalma gücü paritesinin 10-20 yıl gibi oldukça uzun dönemde geçerli olduğunu ortaya koymaktadır. Kısa dönemde reel kurlar kararlı bir seyir izlememektedir.

Bununla birlikte özellikle Bundesbank tarafından yapılan çalışmalar, reel kurların farklı ekonomilerdeki üretkenlik ve reel faiz farklılıklarına karşılık hareket etme eğiliminde olduklarını işaret etmektedir.

Bir ülke, ticaret yaptığı diğer ülkelere oranla daha yüksek üretkenlik artışına sahipse, reel kur değer kazanma eğilimi gösterecektir. Bu durum, dalgalı kur rejimlerinde genellikle nominal kurda değerlenmeye neden olmaktadır. Sabit kur rejiminde ise, kurdaki reel değerlenmeye sebep olan ana etken enflasyon oranları arasındaki farktır. Üretkenlik artışının güçlü olduğu ekonomilerde, fiyatlar, reel kurun değerlenebilmesi için daha hızlı artacaktır.

Üretkenlik artışının düşük olduğu ekonomilerde fiyatların aşağı doğru hareket ettiği varsayımı altında, görece fiyat ayarlamaları parasal birlikteki fiyatlar genel seviyesinde yukarı doğru bir baskıda bulunacaktır. Farklı ülkeler arasındaki üretkenlik artış hızında meydana gelecek farklılaşmalar ne ölçüde büyük ise, parasal birlik içerisinde görece fiyat ayarlamalarına olan ihtiyaç o derece fazla olacaktır. Bu durumda, AMB'nın temel görevlerinden birisi de üye ülkeleri bu açıdan birbirlerine yakınlaştırıcı bir politika izlemek olmalıdır. Bununla beraber, AMB'nın görece fiyat değişimlerini mümkün kılabilmesi için sıkı bir para politikası izlemesi halinde, bölgesel ticaretteki dengesizlikler daha da büyüyecek ve bir noktadan sonra sürdürülemez bir hale gelebilecektir.

3.3 Devresel Yakınlaşım

Katılımcı ülkelerin Birliğe giriş tarihinde ekonomilerinin içinde buldukları konjonktürel devrenin safhası ile ilişkilidir. Burada üzerinde durulması gereken konu farklı ülkelerde gözlenen devresel hareketlerin genellikle birbirleri ile aynı veya farklı safhalarda olup olmadığına ilişkin geçmişe dönük bulguların mevcut olup olmadığı, mevcutsa devrelerin hangi safhaları arasında ne çeşit benzerliklerin olduğunun tespiti.

Maastrich Anlaşmasının yakınlaşım kriterleri sadece nominal ekonomik göstergeleri dikkate almaktadır. Bununla birlikte reel ekonomik yakınlaşım ölçütlerinin de gözardı edilmemesi önem taşımaktadır.

Son yıllara bakıldığında, Grafik 3.3-3.7'de de görülebileceği gibi Kıta Avrupası ekonomilerinde reel GSYİH büyümesi başta olmak üzere makroekonomik göstergelerde giderek güçlü bir görünüm arzeden bir yakınlaşım mevcuttur. Aynı şekilde bir reel yakınlaşım işsizlik oranlarında göze çarpmaktadır.

Devresel yakınlaşım konusunda Mayer ve Grillet-Aubert (1997) tarafından yapılan çalışma, sadece Almanya, Avusturya, Belçika ve Fransa gibi AB üyesi ülkelerde geçmişte konjonktürel gelişimlerin birbirine benzer bir seyir izlediğini ortaya koymaktadır. Çalışmada geçmişte özellikle İskandinav ülkeleri ve İrlanda'da AB üyesi diğer ülkelerle devresel hareketlerin oldukça farklı bir nitelik gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Sözü geçen ülkelerin reel GSYİH büyümesi ve üretim açığı gibi göstergelerinde diğer AB ülkeleri ile oldukça düşük bir korelasyon olduğu saptanmıştır. Buna ilaveten, Yunanistan, İtalya ve Portekiz gibi ülkeler için yapılan sınamalarda da yukarıdakine benzer sonuçlar bulunmuştur.

Diğer taraftan, Avrupa Komisyonu, parasal birliğe geçişin katılımcı ülkelerin ekonomilerindeki devresel hareketler üzerindeki olası etkilerini inceleyen bir çalışma yapmıştır (Commission of the European Communities, 1997). Bu çalışmada farklı devresel hareket yaklaşımları ele alınmış ve kullanılan tüm yaklaşımlarda tek paraya geçişin Euro Alanı'ndaki ülkelerde devresel hareketlere ait safhaların eşzamanlılık derecesini artırıcı yönde katkıda bulunacağı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, yapılan ampirik çalışmaların ışığı altında, başlıca AB üyesi ülkelerde halihazırda üretimdeki devresel hareketlerin büyük ölçüde benzerlik gösterdiği yargısına varılmıştır. Ulaşılan bu sonuç temelde iki faktörün varlığına bağlanmaktadır;

- Üye ülkeler arasında Birlik-içi ticaretin payının oldukça yüksek oluşu ve toplam sermaye hareketleri içerisinde AB üyesi ülkeler arasındaki sermaye akımlarının oldukça önemli bir paya sahip olması nedeniyle bu ülkelerin iktisadi anlamda birbirlerine olan bağımlılık düzeyinin son derece yüksek olması,
- Özellikle son 10 yıl içerisinde parasal birliğe hazırlık sürecinde uygulanan makroekonomik politikalar neticesinde, aday ülkelerin iktisadi olarak birbirlerine olan yakınlaşma derecelerinin artmış olması.

Çalışmada, Euro'nun kullanılmaya başlanması ile birlikte katılımcı ülkeler arasında devresel hareketler açısından yakınlaşma düzeyinin daha da artacağı belirtilmekte ve bu görüşe gerekçe olarak da aşağıdaki üç faktörün varlığı gösterilmektedir;

1. Tek paraya geçişle birlikte Euro Alanında mali piyasalardaki entegrasyon düzeyinin daha da artacak olması,
2. Euro Alanı ülkeleri arasında dış ticarete bağımlılık düzeyinin daha da yükselecek olması,
3. Sözkonusu ülkelerde uygulanacak iktisat politikalarının bu ülkeleri yapısal olarak birbirlerine daha da yakınlaştıracak olması.

Yukarıda değinilen çalışmalardan çıkan ortak sonuç, özellikle Maastrich kriterlerini yerine getirebilmek amacıyla uygulanan politikaların, İskandinav ülkeleri ve İrlanda hariç olmak üzere

Euro Alanını oluşturacak başlıca AB ülkelerini devresel hareketler açısından birbirlerine yakınlaşmalarını sağladığı şeklindedir.

3.4 Yapısal Yakınlaşım

Yapısal yakınlaşım kriterinden anlaşılan AB ekonomilerinin belli başlı yapısal göstergelerinin birbirleri ile olan benzerliklerinin irdelenmesi olmalıdır. Üye ülkelerin yapısal anlamda birbirlerine olan benzerlikleri, bu ülkelerin ne çeşit asimetrik şoklara maruz kalabileceklerini belirleyebilme ve bu şokları en az hasarla atlatabilme konularında önem taşımaktadır.

Devresel yakınlaşımın uzun dönemde bir ülkenin APB'ne katılımı için uygunluğunu değerlendirmede önemini yitirmeye başladığı akla gelebilir. Bu aşamada bu ülkenin diğer potansiyel üye ülkelerle sağlayabildiği sanayi yapısı, ticaret yapısı, emek piyasası esnekliği, mali sistemler ve demografik yapı gibi yapısal yakınlaşımın derecesi önem kazanmaktadır. Yapısal yakınlaşımın önemi temelde aşağıdaki nedenden ötürü ortaya çıkmaktadır:

- Petrol fiyatlarında meydana gelebilecek bir yükselme, ABD ve Japonya gibi büyük ekonomilerde yaşanabilecek bir durgunluk, Asya Krizi gibi tüm dünyayı derinden sarsan bir mali ve ekonomik kriz ile global borsaların çökmesi gibi dışsal iktisadi şoklar, APB'de yeralan farklı yapılarıdaki ekonomileri oldukça benzer şekillerde etkileyebilecektir. Bu durumda gözönüne alınması gereken en önemli husus, AMB tarafından yapılacak olan faiz oranı değişikliklerine karşı üye ülkelerin ekonomilerinin vereceği tepkinin birbirinden büyük ölçüde farklı olmamasıdır.

- Faiz oranlarında meydana gelen değişiklikler farklı ülkeleri birbirine benzer biçimlerde etkileyebilecektir.

Bununla birlikte, Britton ve Whitley (1997) tarafından Almanya, Fransa ve İngilteredeki parasal aktarım mekanizmaları konusunda yapılan bir çalışmada, bu ülkelerde para politikasında meydana gelebilecek bir değişikliğe karşı fiyatların ve ekonomideki toplam hasıla miktarının ne şekilde etkilenebileceği konusu ele alınmaktadır. Çalışmadan çıkan sonuç kısa vadeli faiz oranı değişikliklerinin fiyatlar üzerindeki etkisinin bu üç ekonomide büyük ölçüde benzer olduğu, diğer taraftan İngiltere'de üretimin Almanya ve Fransa'ya nazaran kısa vadeli faiz oranı değişikliklerine karşı daha duyarlı olduğu şeklindedir. Yani, faiz oranlarında meydana gelebilecek bir azalış/artış, İngiltere'de toplam hasıla miktarını diğer Kıta Avrupası ülkelerine oranla daha olumlu/olumsuz etkileyecektir.

Bu çalışmadan elde edilen sonuç, bu konuda daha önce yapılmış çalışmalarla tezat teşkil etmesi açısından önemlidir. Örneğin, Smets (1995) tarafından temelde geniş bir makroekonomik model olan MEM1 yaklaşımı kullanılarak yapılan çalışmada İngiltere'de toplam hasıla miktarının ve fiyatlar genel seviyesinin kısa vadeli nominal faiz oranı değişikliklerine karşı Almanya ve Fransa'ya kıyasla önemli ölçüde duyarlı olduğu yönünde bulgular elde edilmiştir. Aynı şekilde Richardson (1987) MEM2 yaklaşımını kullandığı çalışmasında İngiltere'de kısa vadeli faiz oranı değişikliklerine karşı hem toplam hasıla miktarının hem de enflasyon oranının ortalama bir tepki gösterdiği tesbit etmiştir.

Diğer taraftan, Britton ve Whitley (1997) tarafından yapılan ampirik çalışmada elde edilen bulgular yazarlar tarafından istatistiki olarak fazla anlamlı bulunmamıştır. Yazarlar APB'nin fiilen hayata geçmesi ile birlikte, Birlik oluşmadan önceki verilerden yola çıkılarak elde edilen tepki denklemlerindeki ilişkilerin geçersiz hale gelebilecek şekilde değişebileceğini vurgulamaktadırlar.

Ayrıca, geçmişte bu ülkelerin para politikasından kaynaklanan şoklara karşı farklı tepkiler vermiş olmalarına karşın, APB gibi yapısal bir değişimin birlikte getireceği tamamen farklı bir rejim altında geçmişte olduğu gibi ekonomilerin çok farklı tepkiler verip vermeyeceği konusunda bir belirsizlik olduğunu kabul etmektedirler.

Ufak ölçekli bir makro modele dayanan bu çalışma, diğer AB ülkeleri ile kıyaslandığında, İngiltere’de konut sahiplerinin büyük oranda kendilerine ait konutlarda ikamet etmelerinin ve konut satın alımlarında başvurulan finansman biçiminin büyük ölçüde değişken faizli ipotek senedi finansmanı şeklinde olmasının İngiltere’de reel talebin faiz oranı değişikliklerine neden bu denli duyarlı olduğunu açıklamaktadır. Sabit faiz oranları enflasyon primi içerdiğinden genellikle değişken faiz oranlarından daha yüksektir. Bu durumda değişken faiz oranlı ipotek senedi borcuna sahip bir kişi cari ve gelecekte elde edeceği reel geliri ve reel borç servisinin maliyetini hesaplarken enflasyon riskini gözönünde tutmak durumundadır.

Diğer taraftan, değişken faizle borçlanan bir kişi enflasyon primi ödemeyecek ve enflasyon sonucu ortaya çıkan maliyetlere katlanmayı peşinen kabul etmiş olacaktır. Nominal bir şokun ortaya çıkması durumunda kişinin elde ettiği sürekli gelirden bir değişim olmayacağından, bireyler cari ve gelecekteki harcamaları arasında bir ikamede bulunabilirler. Yapılacak bu tercih, normal olarak sabit veya değişken faiz oranları ile borçlanmaya bağlı değildir. Ancak, değişken faiz ile borçlanan kişinin borçlanabilme serbestisi üzerinde bir sınırlama olması halinde, bu kişi tüketim harcaması zamanlamasını yeniden gözden geçirmek durumunda kalacaktır. İngiltere’de değişken faizli ipotek senetleri oranı yüksek olmasına rağmen (1993’te tüm ipotek senetleri içindeki payı yüzde 90 idi. Bu oran Fransa’da yüzde 10 ve Almanya’da yüzde 10’dan düşüktür) ekonomide emilmeyi bekleyen bir likidite fazlası bulunabilir. Bunun yanısıra, ülkedeki ekonomik rejimde önemli bir yapısal değişiklik olması da tüketim alışkanlıklarının farklılaşmasında önemli roller oynayabilmektedir.

Britton ve Whitley tarafından yapılan bu çalışmanın bulgularının muhtemel bir açıklaması 1980’lerde yapılan reformların neticesinde İngiltere’de işgücü piyasası esnekliğinin diğer AB ülkelerinden daha yüksek olması olabilir. Bunun anlamı, faiz oranlarında önceden tahmin edilmeyen bir yükselme olması gibi bir şokun, reel ücretlerde bir düşüş ve/veya işçilerin şoka karşılık yüksek işsizlik bölgelerinden düşük işsizlik bölgelerine göç etmeleri ile İngiltere’de daha düşük üretim maliyetlerinde ve düşük istihdam seviyelerinde emilebileceği manasına gelmektedir.

Bunun tersine, yüksek işsizlik düzeyleri gözönüne alındığında, diğer AB ülkelerinin devalüasyon tercihinin mevcut olmadığı bir ortamda işgücü piyasası ayarlamaları ile asimetrik şoklarla mücadelesinin sınırlı olduğu bir gerçektir. Bu AB ülkelerinde emek piyasasında gereken reformlar yapıncaya kadar, Parasal Birliğin başarı veya başarısızlığının dışsal asimetrik şokların sıklık ve şiddetine önemli ölçüde bağlı olacağı aşikardır. Bu açıdan bakıldığında, yapısal farklılıklar arasında en önemlileri olarak göze çarpan endüstriyel yapı ve ticaret yapısı farklılıklarını ele almak faydalı olacaktır.

Tek Para Bölgesindeki ülkelerin ekonomilerinin sanayi yapıları bariz bir şekilde farklılık arz ediyorsa, ülkeye özgü ekonomik şokların ortaya çıkma ihtimali fazla olacaktır (Coopers and Lybrand, 1997). Bununla beraber, AB içerisinde hala önemli farklılıklar olmasına karşın Grafik 3.8’den de rahatlıkla görülebileceği gibi İngiltere, Fransa ve İtalya ekonomilerinin endüstriyel yapıları birbirlerine benzer gözükmektedir. Almanya’nın toplam GSYİH’sında sanayi sektörünün payının diğer büyük ekonomilerden dikkat çekici şekilde yüksek olması, diğer Avrupa ülkelerinin aksine İngiltere ve Hollanda’nın net petrol ihracatçısı olmaları bu farklılıklardan sadece ikisidir. İngiltere mali hizmetlere daha bağımlıdır ve buna bağlı olarak global borsalarda fiyatların ani düşüşüne karşı diğer ülkelere nazaran daha duyarlıdır.

Buraya kadar bahsedilen, farklı ekonomiler arasındaki yapısal farklılıklar, ortak politika uygulamasını zorlaştıracak şekilde bir fikir doğmasına neden olmaktadır. Bununla birlikte, AB üyesi ülkeler daha önce de bahsedildiği gibi dış ticarete son derece bağımlıdır ve üye ülkeler arasındaki ticaret yüksek düzeydedir. Birlik içerisinde ihracatın büyük bölümü üye ülkeler arasında gerçekleşmektedir.

Sonuç olarak, Kıta Avrupa'sında yer alan ekonomilerin birçoğunun, bazı farklılıklar taşımalarına rağmen, temelde birbirlerine benzer ekonomik yapıya sahip oldukları söylenebilir. Grafik 3.3-3.7'den de kolaylıkla görülebileceği gibi son yıllarda Almanya, Fransa ve İtalya gibi ülkelerde reel GSYİH büyüme hızının benzer eğilimler izlediği göze çarpmaktadır. Ayrıca, enflasyon ve işsizlik gibi diğer göstergeler de benzer eğilimler göstermektedir. Bunlara ilave olarak birçoğu net petrol ithalatçısı olan ve giderek artan Birlik içi ticarete ve doğrudan yabancı sermaye yatırımlarına sahip Kıta Avrupası ekonomilerinin sanayi yapısı da önemli ölçüde benzerlikler taşımaktadır. Bu bölümde sözü edilen yaklaşım kriterleri gözönüne alındığında, Almanya, Fransa, Avusturya ve Benelux ülkelerinin Parasal Birliğe geçişte gereken şartları en fazla sağlayan ülkeler oldukları sonucu çıkarılabilir.

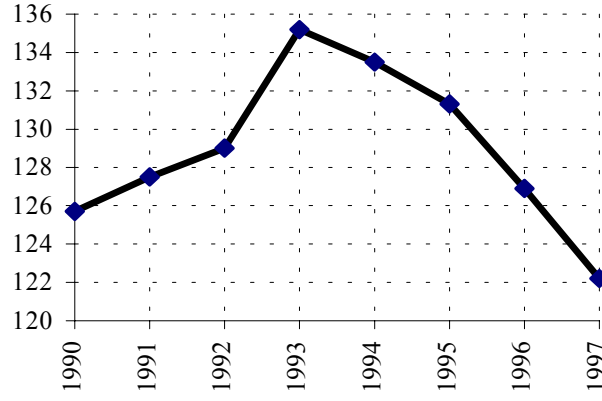
TABLO 3.1

**Avrupa Birliği Ülkelerinin Nominal Yakınlaşım Kriterleri
Açısından Değerlendirilmesi
(Referans Dönemi: Şubat 1997-Ocak 1998)**

	Kamu Borçları/GSYİH	Bütçe Açığı/GSYİH	Enflasyon Oranı	Uzun Vad. Faiz Or.
Referans Değeri	60,0	-3,0	2,7	7,8
Almanya	61,3	-2,7	1,4	5,6
Avusturya	66,1	-2,5	1,1	5,5
Fransa	58,0	-3,0	1,2	5,5
Belçika	122,2	-2,1	1,4	5,7
Danimarka	65,1	+0,7	1,9	6,2
Finlandiya	55,8	-1,1	1,3	5,9
Hollanda	72,1	-1,4	1,8	5,5
Lüksemburg	6,7	+1,7	1,4	5,6
İsveç	76,6	-0,8	1,9	6,5
İtalya	121,6	-2,7	1,8	6,7
İspanya	68,8	-2,6	1,8	6,3
Portekiz	62,0	-2,5	1,8	6,2
İrlanda	66,3	+0,9	1,2	6,2
Yunanistan	108,7	-4,0	5,2	9,8
İngiltere	53,4	-1,9	1,8	7,0

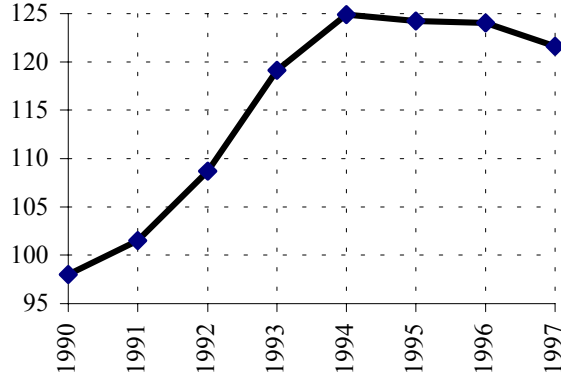
KAYNAK: European Monetary Institute (1998)

GRAFİK 3.1
BELÇİKA-Kamu Borçları/GSYİH (%)



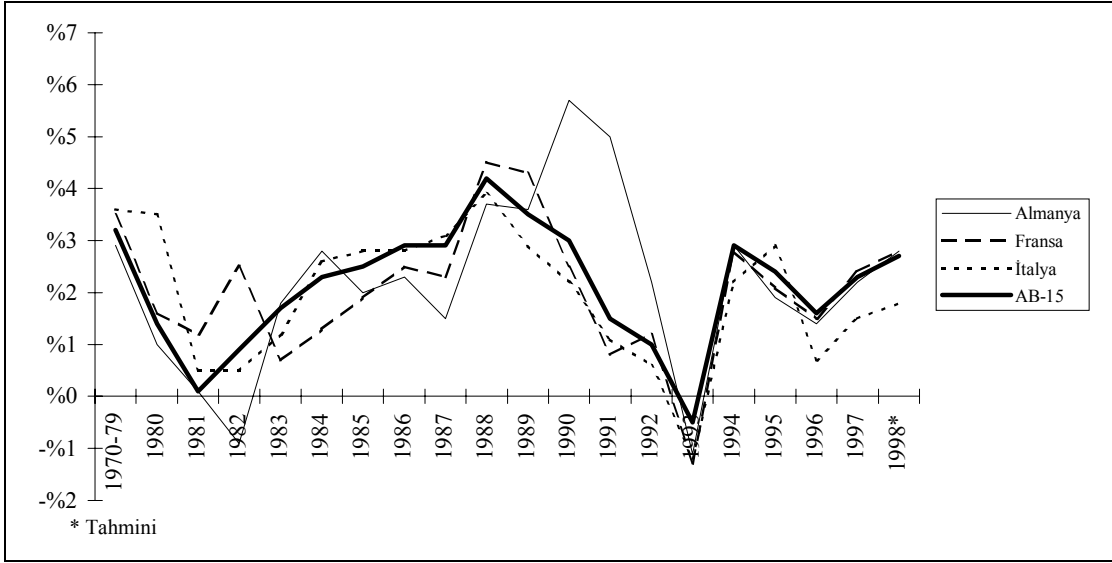
KAYNAK: European Commission.

GRAFİK 3.2
İTALYA-Kamu Borçları/GSYİH (%)



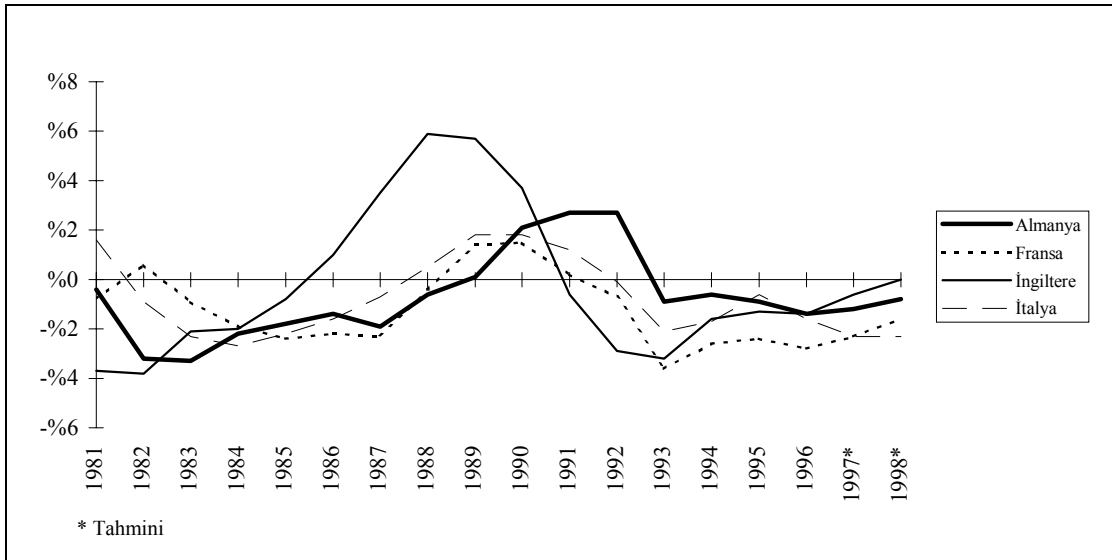
KAYNAK: European Commission.

GRAFİK 3.3
Reel GSYİH Büyümesi - Seçilmiş Kıta Avrupası Ekonomileri ve AB-15
(Bir Önceki Döneme Göre % Değişim)



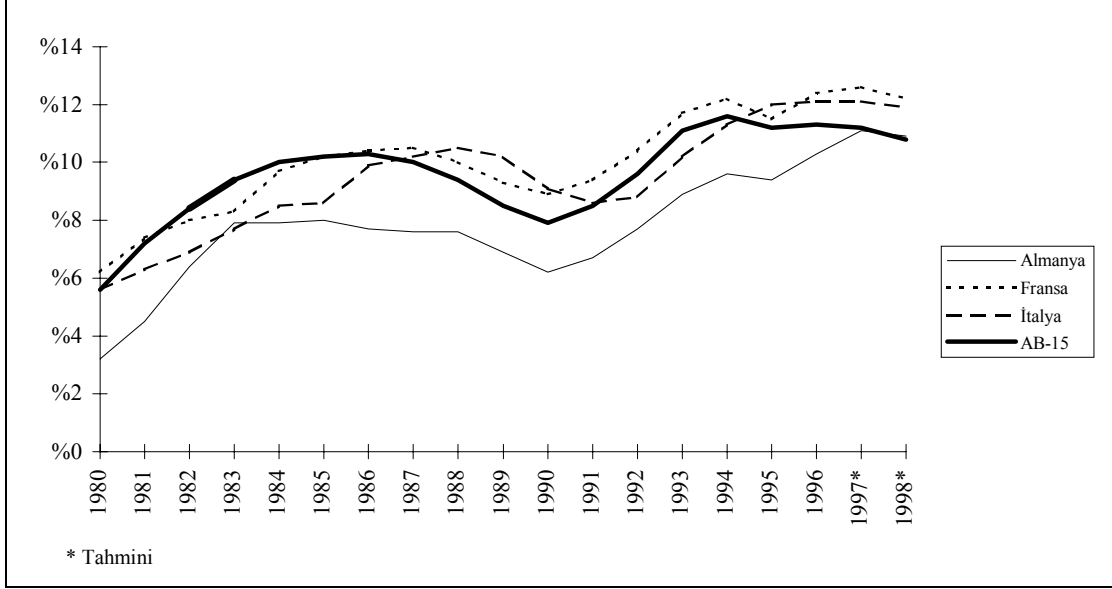
KAYNAK: OECD.

GRAFİK 3.4
Üretim Açığı - Seçilmiş AB Ekonomileri
(Filli GSYİH'nın, Potansiyel GSYİH'nın Yüzdesi Cinsinden Potansiyel GSYİH'dan Sapması)



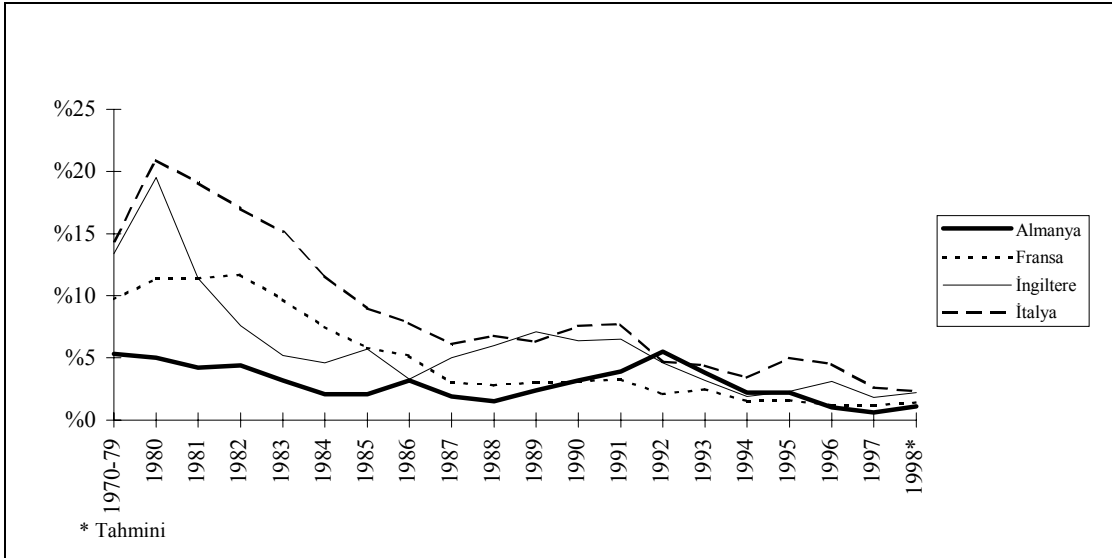
KAYNAK: OECD

GRAFİK 3.5
İşsizlik Oranları - Seçilmiş Kıta Avrupası Ekonomileri ve AB-15
(%)



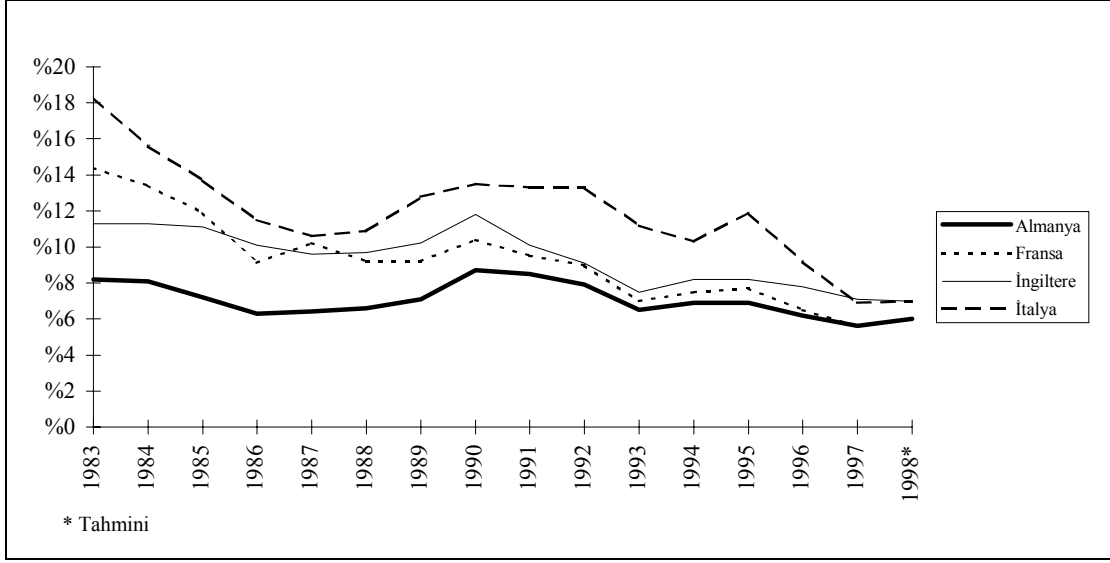
KAYNAK: OECD.

GRAFİK 3.6
GSYİH Deflatörü - Seçilmiş AB Ekonomileri
(Bir Önceki Döneme Göre % Değişim)



KAYNAK: OECD.

GRAFİK 3.7
Uzun Vadeli Faiz Oranları - Seçilmiş AB Ekonomileri
(%)



KAYNAK: OECD.

BÖLÜM IV

Parasal Birlik Sonucu Ekonomik Politika Uygulamalarında Beklenen Değişmeler

4.1 Para Politikası Uygulamasında Otorite Kaybı

Avrupa Para Birliği'nin fiilen hayata geçmesi ile birlikte, katılımcı ülkelerin halihazırda yürütme serbestisine sahip oldukları ekonomi politikası uygulaması konusunda bir otorite kaybı olması kaçınılmazdır. Bu otorite kaybı, para politikası ve kurlar üzerinde mevcut ulusal kontrol mekanizmalarının ortadan kalkması şeklinde olacaktır (Pauer, 1996).

Bununla birlikte, mali piyasaların uluslararasılaşması ulusal para biriminin değerinin bir ekonomi politikası aracı olarak etkin bir şekilde kullanılmasını sınırlamaktadır. İşletmeler ve hatta bireyler hangi para birimini ellerinde tutacaklarına karar verebilme ve hatta tuttıkları fonları bir para biriminden diğerine çevirebilme serbestisine sahiptirler. Uluslararası döviz piyasalarında günde 1 trilyon Dolar'dan daha fazla bir meblağın alım-satımına konu olduğu gözönüne alınırsa, ülke dışındaki piyasaların boyutları ve piyasa hareketlerinin ekonomi politikaları üzerindeki gücü ortaya çıkmaktadır.

Mundell-Fleming Modeli olarak bilinen prensibe göre, dışa açık bir ekonomide aşağıdaki üç şartın aynı anda mevcut olabilmesi mümkün değildir (Wyplosz, 1997). Bunlar; *tam sermaye*

hareketliliği, bağımsız para politikası ve sabit kur sistemidir. Sermaye giriş ve çıkışlarının serbest olduğu ve global mali piyasalar üzerinde önemli bir etkide bulunamayacak kadar ufak bir ekonomide, ülke içi faiz oranları ülke dışı faiz oranlarına sıkı sıkıya bağlıdır. Bir başka deyişle, iç ve dış faiz oranları arasındaki fark, kurdaki beklenen değer kaybına eşit olacaktır. Bu durum “Faiz Oranı Paritesi” olarak adlandırılmaktadır. İki ülkenin yurtiçi faiz oranları arasındaki fark bu iki ülke arasında sermaye hareketlerine neden olmakta ve faiz arbitrajı doğurmaktadır. Bu şartlar altında sabit kur rejimi uygulanan bir ülkede merkez bankasının tam anlamıyla bağımsız bir para politikası uygulayabilmesi mümkün değildir.

Bu şartlar altında, yurtiçi faiz oranlarını kontrol ederek kendi bağımsız para politikasını uygulamak isteyen bir ülke kurların dalgalanmasına razı olmak durumundadır. Öte yandan, sabit kur politikası uygulamak isteyen, sermaye hareketlerini serbestleştirmiş bir ülke kendi yurtiçi faiz oranlarını para birimini sabitlediği ülkedeki faiz oranlarına bağlamak zorundadır. Bu durumda, para politikası uygulamasının en önemli araçlarından olan faiz oranlarını belirleme serbestisi ortadan kalkacağından ve faizler ülke dışında belirlenmiş olacağından, ülke para politikası uygulama serbestisini yitirecektir. Parasal Birliğe geçişle birlikte 11 AB üyesi ülke hem para politikası uygulama serbestisini kaybetmiş, hem de serbest değişken kur sistemi uygulamasını terketmiş olacaktır. Bunlara ilave olarak, faiz oranları da AMB tarafından münferit ülkeler dışında tespit edilecektir.

Sonuç itibariyle, serbest değişken kur sisteminde bütünleşmiş uluslararası piyasalara rağmen para politikasının ulusal düzeyde etkin bir biçimde işleyebileceği ifade edilebilir. Parasal Birliğe dahil olma bu politika aracından vazgeçmek anlamına gelmektedir ve bunun bir maliyet getirmesi doğaldır. Söz konusu maliyet, olası bir durgunluk veya enflasyonist baskı altında ülke içi faiz oranlarının diğer ülkelerden bağımsız bir şekilde yükseltilip düşürülebilmesi ile ortaya çıkacaktır.

Parasal Birliğe geçişi destekleyenler ise karşı görüş olarak iki nedenden dolayı para politikası uygulaması bağımsızlığının iddia edildiği kadar önemli olmadığını ifade etmektedirler (Currie, 1997).

Birinci görüşe göre; eğer, döviz kurları ile yurtiçi fiyatlar arasında çok yakın bir ilişki mevcutsa, yapılacak politika değişikliklerinin reel etkisi çok uzun süreli olmayacaktır. Bu durum, bir ülkedeki mal ve emek piyasalarının Birliğe üye diğer ülkelerle yüksek düzeyde entegre olması durumunda veya fiyat artışlarının hızlı bir şekilde ücret artışlarına, bu ücret artışlarının da tekrar fiyat artışlarına dönüşebilmesi için ortada ciddi anlamda bir reel ücret direncinin mevcudiyeti halinde ortaya çıkabilecektir. Bu durumların her birinde, kurlarda yaşanacak bir düşüş hızla fiyatlarda artışa dönüşecek, böylelikle para otoriteleri sadece reel faiz oranlarını değiştirebilme gücüne sahip olabileceklerdir. Bu durumda uygulanacak para politikasının gücü ve etkinliği sınırlı kalacaktır. Yukarıda sözü edilen her iki şart da Kıta Avrupası'nın nispeten ufak ekonomileri için daha uygundur. Bu durumda bu ülkeler için bağımsız bir para politikası izlemenin sağlayacağı faydalar sınırlı düzeyde kalacaktır.

İkinci neden olarak, ulusal para birimini devalüe edebilme imkanının yanlış ve sorumsuz bir şekilde kullanılması halinde bağımsız para politikası uygulamasının önemli sorunlara neden olabilmesi gösterilmektedir. Son 30 yıllık dönemde özellikle İngiltere'nin yaşadığı tecrübeler bu duruma örnek teşkil edebilir. 1966 yılında 1 Sterlin yaklaşık olarak 11 Mark üzerinden işlem görmekteydi. İngiltere'nin izlediği para politikası 1996'da Mark'ın yaklaşık olarak 2.3 seviyelerine kadar gerilemesine neden olmuştur. Bu son 30 yılda yaklaşık yıllık yüzde 5'lik bir değer kaybı anlamına gelmektedir. Bununla birlikte parasal serbestinin İngiltere'ye sağladığı fayda oldukça önemsiz bir düzeyde kalmıştır. Sonuçta aynı dönem içerisinde İngiltere, Almanya'dan yaklaşık

yüzde 5'lik daha fazla enflasyon tecrübesi yaşamıştır. Bunun da ötesinde, sözkonusu dönemde İngiliz ekonomisi diğer büyük ekonomilere nazaran daha büyük bir istikrarsızlık göstermiştir.

Sonuç olarak, tek başlarına ele alındığında ufak gibi gözükken Avrupa ekonomileri, Parasal Birliğe katılsınlar veya katılmasınlar para politikası uygulamasında önemli kısıtlar ile karşı karşıyadırlar. Birliğe geçişle birlikte APB sınırları içerisinde para politikası uygulaması nispeten sınırlı bir düzeyde olacaktır. Bu durumun katılımcı ülkeler açısından bir avantaj veya dezavantaj olarak görülebilmesi ulusal para otoritelerinin mali serbestliği ne ölçüde ustaca ve etkin bir şekilde kullanacaklarına bağlıdır.

Bu Bölüm'de anlatılanlara ilave olarak, aşağıda sözü edilen iki şartın tam anlamıyla sağlanması durumunda, ekonomideki devresel hareketlerle başa çıkmada para politikası uygulama serbestisinin öneminin azalabileceği sonucuna varılabilir (Currie, 1997):

- Parasal birliğe üye ülkelerde devresel hareketlerin farklı safhalarının aynı veya benzer zamanlarda meydana gelmesi,
- Uygulanan veya uygulanacak olan para politikasının etkilerinin Birlik üyesi ülkelerde birbirine benzer iktisadi sonuçlar doğurması.

Pratikte, her iki şartın da tam anlamıyla sağlanması zor gözükmektedir. Devresel hareketler açısından bakıldığında, başlıca Avrupa ekonomilerinin maruz kaldıkları simetrik dışsal şoklar nedeniyle ortak bir niteliğe sahip oldukları göze çarpmaktadır. Bu tür bir şoka örnek olarak Avrupa dışı ülkelere gelen talepte yaşanabilecek bir düşüşü göstermek mümkündür. Bu tür bir gelişme etkisi ve şiddeti durumdan duruma ve ülkeden ülkeye değişmekle birlikte her Avrupalı ihracatçıyı benzer şekillerde etkileyecektir.

Diğer taraftan, farklı ekonomileri farklı şekillerde etkileyebilecek nitelikteki şokları da gözönüne almak son derece önemlidir. Asimetrik olarak adlandırılan bu şoklara verilebilecek en iyi örnek petrol fiyatlarında yaşanabilecek bir yükselmedir. Örneğin, İngiltere'nin petrol ihraç eden bir ülke olarak böyle bir durumdan kazançlı çıkması beklenebilir. Bunun tersine, net petrol ithal edici diğer Avrupa ülkeleri bu durumdan olumsuz etkilenecektir. Avrupa Birliğinin merkezinde yer alan Almanya, Fransa ve Benelux ülkeleri birbirlerine daha entegre ve yakın gözükmektedirler ve bu nedenle sözkonusu ülkelerin asimetrik şoklara karşı olan duyarlılık derecesi daha düşüktür. Asimetrik şoklar açısından ele alındığında, APB'ne geçişten sonraki dönemlerde Birliğe yeni ülkelerin katılımıyla birlikte ortaya çıkacak riskin daha da artması mümkündür.

Ayrıca, Avrupa ülkelerinin mali sistemlerindeki farklı yapısal özellikler, para politikası uygulaması açısından ayırt edici bir nitelik göstermektedir. Daha sonraki bölümlerde de üzerinde ayrıntılı olarak durulacağı gibi, özellikle İngiliz hanehalkı faiz oranlarındaki değişimlere karşı Alman hanehalkına nazaran daha hassastır. İngiltere'de değişken faiz oranları ile özellikle ipotek senedi finansmanı şeklinde yüksek miktarda borçlanma eğilimi hakimdir. Diğer taraftan, Alman hanehalkı genellikle daha düşük bir borçlanma eğilimine sahiptir ve bu borçların önemli bir kısmı sabit faiz oranı ile alınmaktadır. Bu durumda, hem Almanya'nın, hem de İngiltere'nin parasal birliğe birlikte katılmış olmaları halinde, faiz oranlarında meydana gelecek farklılığın İngiltere ekonomisi üzerinde daha büyük bir etkide bulunması kaçınılmaz olacaktır.

Bununla birlikte, yukarıda sözedilen tartışmaların ve akla gelen olasılıkların gereğinden fazla abartılmaması yerinde olacaktır. Avrupa ekonomileri arasında entegrasyon seviyesinin daha da artması ile birlikte, farklı nitelik arzeden iktisadi şokların etkisi ve önemi azalabilecektir. Bunun

da ötesinde, mali sistemin dinamikleri arasında yer alan farklılıklar büyük ölçüde değişik ekonomik politikaların bir ürünüdür ve zamanla bu durum yavaş yavaş önemini yitirebilecektir.

Sonuç olarak, Avrupa bir bütün olarak ele alındığında, dışsal şoklara karşı duyarlılık derecesinin, örneğin ABD'den, daha az düzeyde olması beklenmektedir. AB ülkeleri ile karşılaştırıldığında ABD'ni oluşturan eyaletlerin, belli ürünlerin üretiminde daha yüksek düzeyde ihtisaslaştıkları anlaşılmaktadır. Zaman içerisinde Avrupa ülkelerinde tek pazarın daha da gelişmesi ve genişlemesi ile birlikte üretimde ihtisaslaşmanın düzeyinin zamanla artabileceği beklentileri mevcuttur. Fakat, bu arada APB'nin asimetrik şoklara karşı, eleştirilerin odaklaştığı biçimden daha duyarsız olabilme ihtimali de gözardı edilmemelidir.

4.2 Kur Politikası Uygulamasında Otorite Kaybı

Parasal birliğe geçişin ortaya çıkaracağı diğer bir yapısal değişim kur politikaları üzerinde olacaktır. APB'nin kuruluşu ile Euro Alanında döviz kurlarında dalgalanma ihtimali ortadan kalkmaktadır.

Kur politikasının makroekonomik uyumu sağlamada yardımcı bir mekanizma olduğu kabul edildiği takdirde, kur politikasını belirleme serbestisinin yitirilmesinin katılımcı ülkeler açısından bir maliyet doğurabileceğini düşünmek yanlış olmayacaktır. Bununla birlikte, geçmişte örnekleri görüldüğü üzere kurların keyfi spekülasyonlar neticesinde hareket etmesi halinde, bu durum önemli bir iktisadi maliyet doğurmakta ve bu durumun ortadan kaldırılması önemli faydalar sağlayabilmektedir. Sonuç olarak, kurların ekonomide önemli bir düzenleme rolüne sahip olduğu inkar edilemez bir gerçektir. Bununla birlikte, kur politikasının keyfi ve hatalı bir şekilde uygulanması ekonomik açıdan bozucu etkilere yol açabilmektedir.

Diğer taraftan, literatürde aşağıda kısaca sözedilen üç durumun varlığı halinde kur politikası vasıtasıyla ekonomide uyumu sağlamanın etkin bir yol olamayabileceği belirtilmektedir (Wyplosz, 1997).

- **Dış Ticarete Açıklık:** Bir ülke uluslararası ticarete ne denli açıksa, alım-satıma konu olan malların fiyatlarının ülke dışındaki piyasalarda belirlenme derecesi o denli yüksek olacaktır. Böylece, Parasal Birliğe geçişle kurların malların göreceli fiyatlarında ciddi değişikliklere yol açması ihtimali ortadan kalkmaktadır. Bu kriter dikkate alındığında, AB ülkelerinin dış ticarete açıklık derecelerinin, ABD ve Japonya gibi büyük ekonomilere oranla oldukça yüksek olduğu görülmektedir (Bkz. Tablo 4.1).

Almanya, Fransa, İngiltere ve İtalya gibi çekirdek AB üyesi ülkelerde bu oran yüzde 25'nin üzerinde seyretmektedir. Bu ülkelere nazaran daha ufak bir ekonomiye sahip olan İrlanda ve Belçika'da bu oran yüzde 80'ler, Hollanda'da yüzde 60'lar ve Lüksemburg'da yüzde 90'lar civarındadır. Bu durum AB'nin ufak ekonomilerinin Parasal Birliğe geçişe neden bu denli sıcak baktıklarını açıklayıcı bir sebep olarak yorumlanabilir. Bu ülkeler açısından dış ticarete bu denli açıklık, kurların önemli bir politika aracı olmasını ortadan kaldırmaktadır.

- **Parasal Birliğe üye olacak ülkelerin yapısal olarak birbirle-rine yakınlıkları:** Bir ülkenin ekonomisi yapısal olarak diğer ülkelerden ne denli farklı ise, bu ülkenin asimetrik şoklardan derinden etkilenme ihtimali o derece yüksek olacaktır. Böyle bir durumda bu ülkenin tek başına izleyeceği kur politikasının etkisi yeterince güçlü olmayacaktır. AB ülkeleri arasında Hollanda ve İngiltere gibi petrol ve gaz kaynaklarına sahip olan ülkeler hariç diğerleri yapısal anlamda birbirlerine daha yakın gözükümlerler. AB ülkelerinde asimetrik şoklarla karşılaşma riskini

değerlendirmeye yönelik bir çok çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmalardan bir bölümü AB ülkeleri arasında GSYİH, işsizlik, cari işlemler dengesi ve enflasyon gibi temel makroekonomik değişkenlerin birbirleri ile olan ilişkilerini incelemeye yöneliktir (Cohen ve Wyplosz, 1989). Diğer taraftan, farklı ülkelerin belli bölgelerini etkileyen şokları incelemeye yönelik çalışmalar da yapılmıştır (de Grauwe ve Vanhaverbeke, 1993 ; von Hagen ve Neumann, 1994). Bu çalışmalar sonucunda, ABD ve Japonya ile karşılaştırıldığında, AB ülkeleri arasında makroekonomik değişkenlerde gözlenen hareketlerin eşanlılık derecesinin daha güçlü olduğu yönünde sonuçlar elde edilmiştir.

• **Faktör Hareketliliği:** Temelde işgücü hareketliliği kastedilmektedir. Ülkeler arasında üretim faktörlerinin hareketlilik düzeyinin yüksek olması, asimetrik bir şokla karşılaşılması durumunda, makroekonomik uyumun yeniden tesisinde kurlardaki oynamalara olan ihtiyacı azaltacaktır. Bu açıdan bakıldığında Avrupa'nın tam anlamıyla bir optimum para bölgesi şartlarını taşımadığı anlaşılmaktadır. Blanchard ve Katz (1992) tarafından yapılan bir çalışmada tipik bir optimum para bölgesi olan ABD'de belli bir eyaletin bir şoka maruz kalması durumunda, istihdam düzeyindeki düşüşün başka bölgelerden işgücü göçü ile telafi edilerek atlatılabildiğine dair sonuçlara ulaşılmıştır. Bu çalışmada uygulanan yaklaşımın bir benzerini de Avrupa ülkeleri için yaptıkları bir çalışmada kullanan Decressin ve Fatas (1995), Avrupa ülkelerinde daha düşük düzeyde bölgesel işgücü hareketliliği olduğuna dair bulgulara ulaşmışlardır. Bu çalışmada son 25 yıllık dönemde AB üyesi ülkelerdeki ve ABD eyaletlerindeki bölgesel işgücü piyasalarındaki gelişmeler ve bölgelerarası işgücü göçünün niteliği üzerinde durulmuştur. Yapılan bu çalışmada, bölgesel işgücü talebinde meydana gelen bir artışı izleyen ilk üç yıl içerisinde, talepteki artışın aynı bölge içerisinde artan istihdam ile giderildiği tespit edilmiştir. Buna karşın ABD'de işgücü piyasalarında uyumun sağlanmasında eyaletler arası işgücü göçünün, işgücü talebindeki artışı izleyen birinci yıldan itibaren önemli bir rol oynadığı sonucuna ulaşılmıştır. AB'de şoku izleyen ilk üç yıl içerisinde bölgesel işgücü talebindeki azalmanın işsizliğin artmasına neden olduğu, işgücü göçünün etkisinin ancak dört yıl sonra ortaya çıktığı tespit edilmiştir.

Diğer taraftan, OECD (1986) ve Avrupa Komisyonu tarafından yapılan çalışmalarda da benzer sonuçlar elde edilmiş, AB üyesi ülkeler arasındaki işgücü hareketliliğinin derecesinin ABD'ye kıyasla oldukça düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Commission of the European Communities, 1990). Ayrıca, Eichengreen (1991), AB ülkelerinin NAFTA'ya oranla optimum para bölgesi şartlarına tam anlamıyla sahip olmadığını ve tek para birimine geçişin önemli bölgesel sorunlara yolaçabileceğini öne sürmektedir. Tüm bu çalışmalardan çıkan ortak sonuç, Mundell kıstaslarının ışığı altında ABD ile karşılaştırıldığında, işgücü göçünün bölge spesifik şoklara karşı duyarlılığının düşük olmasından dolayı Avrupa'nın bir parasal birlik için çok uygun şartları taşımadığı yönündedir.

Sonuç olarak, hem para politikası uygulamasındaki bağımsızlık hem de kurları kontrol edebilme serbestisi Birliğe geçiş ile ortadan kalkacağı için, parasal birliğe dahil bir ülkenin diğer üye ülkelerin karşı karşıya kalabileceğinden daha değişik bir şoka maruz kalması durumunda, iktisadi dengelerin yeniden sağlanabilmesi için alternatif mekanizmalara ihtiyaç duyulacaktır. Böyle bir durumda, ülkelerin alternatif mekanizmalara sahip olmaları, parasal bağımsızlığın kaybedilmesinin dezavantajlarını azaltacaktır. Bu bağlamda, asimetrik bir şoka maruz kalınması halinde uyumun iki kanal yardımıyla sağlanabileceği düşünülmektedir;

- Ülkeler arasında işgücü hareketliliği,
- Reel ücretlerde meydana gelecek değişiklikler.

İlk uyum mekanizması işgücü hareketliliğidir. APB içerisinde yeralan bir ülkenin uzun süre devam edebilecek bir durgunluk içerisinde girmesi durumunda, bunun sonucunda ortaya çıkabilecek artan işsizlik birçok işsizi yerleşik bulunduğu ülke dışında yeni iş aramaya yöneltecektir. Bu durum emek piyasalarının ve dolayısıyla ekonominin diğer kesimlerinin bir noktada yeniden dengeye ulaşmasına yardımcı olabilecektir. Bu durumda optimum para alanı şartı sağlanmış olacaktır.

Dil, ülkeye bağlılık ve ulusal yaşam şartlarına alışkanlık gibi faktörlerin de etkisiyle ABD ile kıyaslandığında Avrupa'da işsizlerin daha ender olarak yerleşik olduğu ülke dışında iş arama eğilimine sahip olduğu görülmektedir. Bu durumun zaman içerisinde değişmesi ve işgücünün akışkanlık düzeyinin artması halinde, Euro Alanı ortalamasının üzerinde işsizlik oranına sahip bir ülkede işgücü piyasasında meydana gelecek uyumun temel etkisi, ücretler üzerinde aşağı doğru bir baskı şeklinde kendini hissettirebilecektir.

Şoklar karşısında uyumu sağlayacak diğer mekanizma ise reel ücretlerde meydana gelecek değişimdir. Negatif şoka maruz kalan bir ülkede reel ücretler seviyesi düştüğü takdirde ne kur ayarlamasına ne de işgücü göçüne gerek kalmayacaktır. Ancak, Avrupa'da reel ücretlerin esnekliğinin fazla olmaması bu mekanizmanın işleyişini sınırlandırmaktadır. Birçok AB ülkesinde reel ücret hareketlerinin oldukça yavaş olduğu göze çarpmaktadır. Olası bir durgunluk durumunda iç talebin daralması halinde, ülkede üretim kısılmakta ve buna bağlı olarak işsizlik artmaktadır. Bu durumda ücretler şartlarda meydana gelen değişime uyum sağlamadan önce bu süreç bir süre devam etmektedir. Diğer taraftan, kur rejimindeki değişikliğe bağlı olarak ekonomide bazı yapısal değişimler olabilecektir. Ücretlerin saptanma sürecinde oluşabilecek yanlışların etkilerini hafifletecek herhangi bir kur değişikliği olmayacağına sendikalar ve işçiler tarafından farkedilmesi ücretleri daha esnek bir hale getirebilecektir. Bu alanda yapılan araştırmalarda, kur esneklikleri azalan ülkelerde az da olsa ücret esnekliğinin arttığı tespit edilmiştir. Bu durumda APB'de ücret esnekliğinin artması beklenebilecek bir olgudur.

4.3 Tek Para Kullanımının APB Üyesi Ülkelerin Maliye Politikaları Üzerindeki Muhtemel Etkileri

Parasal birliğe geçişle birlikte, Euro Alanında para politikasının tek elden AMB tarafından uygulanacak olması, katılımcı ülkelerin kendi ekonomilerini diğerlerine nazaran daha olumsuz etkileyebilecek asimetrik şoklar karşısında maliye politikası araçlarına yönelmelerine neden olacaktır.

Bu durumun sonucunda APB ülkelerinin herhangi bir kriz olasılığına karşın manevra alanlarını geniş tutmak ve gerektiğinde maliye politikalarını gevşetebilmek için yüzde 3 olarak tesbit edilen kamu kesimi açığından biraz daha küçük bir açığı hedeflemeleri olasıdır. Bu tür bir politika değişikliği, Euro Alanı ülkelerinde devlet borçlarının nominal olarak neredeyse sabitlenmesine ve gittikçe büyüyen GSYİH'lere oranlarının giderek azalmasına yolaçabilecektir. Sonuçta halihazırda borç/GSYİH oranları yüzde 60'ın altında olan ülkelerin bu oranları daha da düşecek ve hatta makul sayılabilecek seviyelerin bile altına inebilecektir. Bu durum "İstikrar ve Büyüme Sözleşmesi"nin olması gerektiğinden daha katı hükümler içerdiği görüşünü desteklemektedir.

Ekonominin maruz kaldığı şokları telafi etmede maliye politikalarının önemi konusunda iki hususun belirtilmesi yerinde olacaktır. İlk husus, Avrupa'da ücretlerin yeterince esnek olmaması yüzünden şokların etkisinin telafi edici maliye politikalarının uygulamaya sokulmasına imkan verecek kadar bir süre devam etmesidir. İkincisi ise ekonominin iç bünyesinde mevcut olan istikrar

kuvvetlerinin (otomatik stabilizatörler) halihazırda telafi edici maliye politikalarının işlevini kısmen de olsa yerine getiriyor olmasıdır. Ancak “İstikrar ve Büyüme Sözleşmesi” ile getirilen hükümler esnek bir şekilde yorumlanmadığı takdirde, ekonomide bir daralma yaşandığında belirlenmiş olan açık miktarını aşmamak için vergilerin artırılması gerekeceğinden istikrar kuvvetleri etkisiz hale gelebilecektir.

Parasal Birliğe üye ülkeler Maastricht Anlaşması’nda belirlenen kriterlerden daha sıkı bir maliye politikası izlemedikleri takdirde, ekonomide ortaya çıkabilecek devresel bir daralma döneminde yeterli manevra alanına sahip olamayacaklardır. Böylece, şoklara uyum sağlamada kullanmak üzere hem para hem de maliye politikalarından yoksun kalmış olacaklardır. Ayrıca, Avrupa Merkez Bankası fiyat istikrarına olan bağlılığını göstermek üzere ilk yıllarda konjonktüre uygun para politikaları uygulamada isteksiz davranabilecektir. Bu açıdan, maliye politikalarının da etkin bir şekilde kullanımının sınırlı bir hale gelmesi, durumu daha da güçleştirecektir.

Eğer, sıkı maliye politikaları, para politikaları ile eşgüdümlü olarak uygulanacak olsalardı, denge üretim seviyesinden uzun süreli sapmaların yaşanması beklenen bir durum olmayacaktı. Öte yandan para politikasının gerektiği gibi gevşetilmediği zamanlarda uygulanacak sıkı maliye politikaları bu sefer de deflasyonist bir eğilimin ortaya çıkmasına yol açacaktır. Nitekim birçok üye ülkenin Maastricht şartlarını yerine getirmede karşılaşmış olduğu zorluklar, bu ülkelerin bütçe açıklarını yüzde 3 seviyesinden daha düşük bir seviyeye çekmelerinin uzunca sayılabilecek bir sürede mümkün olabileceği düşüncesine yol açmaktadır.

Anlaşmanın esas amacı uzun vadede kamu maliyesinin sağlamlığını güvence altına almak olmasına rağmen, halihazırdaki hükümlerin kısa dönemli üretim dalgalanmalarını teşvik edici bir nitelik taşıdığı görülmektedir. Dolayısıyla anlaşmanın hükümlerinin uzun vadede konjonktürel dalgalanmalardan arındırılmış bütçe açıklarına uygulanması daha uygun olacaktır.

Mali kısıtlamaların konulmasının arkasında yatan temel neden üye ülkeler arasındaki maliye politikalarının koordinasyonunu sağlamaktır. Ancak, maliye politikasının etkinliğinin kısıtlanması ülkelerin istikrar politikalarının koordine edilmesi çabalarını engelleyeceğinden istenen etkiyi sağlayamayacaktır.

Söz konusu kısıtlamaların arkasında yatan bir diğer neden ise ülkelerin kendi inisiyatiflerine bırakılmış bulunan maliye politikalarının AMB üzerinde enflasyonist baskı yaratabileceği beklentileridir. Aşırı borçlanan bir ülkeye Birliğin yardım etmesi ortak paranın istikrarını tehdit edebilecektir. Bu nedenle, üye ülkelerin aşırı boçlanmasını önlemek amacıyla özerkliklerinin sınırlandırılması gerektiği düşünülmektedir. Birlik, üye ülkeye sadece kamu borçlarını monetize etme veya kamu borcu üzerindeki faiz oranlarını yapay bir şekilde düşük tutma şeklinde yardım edebilir. Her iki yöntemin de enflasyonu artırıcı yönde etki göstererek ortak paranın istikrarını tehdit edici nitelikte olduğu düşünülmektedir.

Mali kısıtlamaların gerekliliği vergi sistemi ile de yakından ilgilidir. Tüm vergilerin merkezi olarak toplanıp hükümetlere aktarıldığı bir sistemde, hükümetlerin kendi kaynakları kıt olacağından ekonominin karşılaşılabileceği küçük bir şok karşısında dahi zor durumda kalabileceklerdir. Böyle bir durumda merkezin yardım etmesi kaçınılmaz olacaktır. Bu beklentiye sahip olan hükümetler daha riskli mali politikalar uygulama eğiliminde olacaklardır. Diğer taraftan harcamalarını finanse etmek amacıyla kendi vergilerini toplama yetkisine sahip olan hükümetler borçlarını ödemede bundan faydalanabileceklerdir. Sonuç olarak, Birliğin mali istikrarını korumak amacıyla borçlanma limitleri konulması hükümetlerin vergi kaynaklarının kısıtlı olduğu durumlarda gereklidir. AB’nde

vergilerin kontrolünün tamamen ulusal hükümetlerde olduğu gözönüne alındığında, mali kısıtlamaların gereksiz olduğu ortaya çıkmaktadır.

Otomatik istikrar kuvvetlerinin etkin olmadığı ve hükümetlerin vergi düzleştirmesi yapamadıkları durumlarda, bunların merkezden yapılması konusunda baskıların artması beklenebilir. Geçici şokların zamana yayılmasını sağlamanın bir yolu kamu borçlanmasıdır. Bu seçeneğin kısıtlanması bu işlemin merkezden yapılmasını gerektirir. Bu durumda mali kısıtlamalar, Avrupa'da vergilerin merkezi bir şekilde toplanarak üye ülkelere transfer edildiği federal bir mali sistemi teşvik edici olacaktır. Hükümetlerin bütçe özgürlüklerinin kısıtlanması, merkezin borçlanma ihtiyacını artırarak, Birliğin mali durumunu zayıflatabilecektir.

Eyaletlerin sıkı mali kısıtlamalar altında buldukları federal devletlerde, merkezi hükümetlerin çok yüksek borç yükleri altına girdikleri görülmektedir. İhtiyaçları kadar borçlanabilme özgürlüğü bulunmayan eyaletler, merkezi hükümete baskıda bulunarak, merkezin mali durumunun zayıflamasına neden olabilmektedirler.

Sıkı mali kısıtlamalar altında bulunan üye ülkeler de AB'ne vergi düzleştirmesi yapması açısından baskıda bulunabileceklerdir. AB bu talepleri yerine getirebilme olanağına sahiptir. Örneğin AB, Avrupa Kalkınma Bankası'ndan bütçe dışı borçlanmaya gidebilir. Sonuçta, sıkı mali kısıtlamaların tahmin edilemeyen bir etkisi de merkezin mali gücünü artırmak şeklinde olabilir. Bu analizler çerçevesinde, maliye politikasının kısıtlanmasının çözümü amaçladığı problemi daha karmaşık bir hale getirdiği söylenebilir.

4.3.1 Avrupa Para Birliği ve Kamu Borçlanması

APB'nin başarısı ve sürdürülebilirliği konusunda en ciddi şüpheler, merkezi hükümetlerin aşırı borçlanmaya giderek mali istikrarsızlık yaratabilmeleri durumudur.

Hükümetlerin borç sorunları, temel olarak iki farklı türde ortaya çıkabilir. Birincisi, kamu borçlarının sürdürülemez bir nitelik arzemesi halidir. Bu tip bir durum hükümetlerin sınırsız bir şekilde devam edemeyecekleri bir biçimde borçlanmaya gitmeleri halinde ortaya çıkmaktadır. Bu tür bir politika borç stokunun giderek artmasına ve sonuçta borçların faiz ve anapalarının vadesinde ödenememesi gibi istenmeyen bir durumla sonuçlanabilmektedir.

İkinci durum kamu borçlarının yüksek fakat sürdürülebilir bir düzeyde olmasıdır. Bu, hükümetlerin uzun dönemde ciddi bir problem yaşamadan borç servisi yapabildikleri, fakat toplam borç stokunun oldukça yüksek seviyelerde seyrettiği durumlarda ortaya çıkmaktadır. Bu duruma örnek olarak 1980'li yılların başından itibaren GSYİH'sının yüzde 130-140'ı düzeylerinde sahip borç stoku bulunan Belçika gösterilebilir.

Kısaca sözedilen bu iki sorun katılımcı ülkeler arasında farklı endişelere yol açmıştır. Birliğe katılan hükümetlerden birisinin bir borç krizine girmesi durumunda, güçlü ekonomiye sahip bir ülkenin parasal yardım sağlama veya borç verme yükümlülüğünü üzerine alma gibi bir yardımda bulunması konusunda Birlik içerisinde bir baskı mekanizması oluşabilecektir. Borç stokunun sürdürülemez olmaktan ziyade, yüksek düzeyde olması durumunda, yukarıda sözü edilen türde bir mali yardımda bulunma ihtiyacı ortaya çıkmayabilecektir. Bunun yerine, bazı ülkelerin yaptığı aşırı borçlanma, Euro cinsinden borçlanma maliyetini yükseltebilecek ve tüm ülkeler aleyhine birtakım ekonomik neticeler doğurabilecektir.

Kısaca özetlenen tüm bu endişeler, Maastricht Anlaşmasında mali yakınlaşma kriterlerinin hazırlanmasında ve daha sonra Amsterdam Zirvesinde, “İstikrar ve Büyüme Sözleşmesi”nin kabul edilmesinde etkili olmuştur. Ayrıca, bu olasılıklar Maastricht Anlaşması’nın taslağının hazırlanmasında, zor durumda bulunan hükümetlere yardımda bulunmama maddesinin Anlaşmaya dahil edilmesinde rol oynamıştır. Bu madde, Avrupa Merkez Bankası’nın, borçlarını ödemedeki güçlüğü düşen ülkelerin yükümlülüklerini üzerine almayı engellemeye yöneliktir.

Diğer taraftan, yukarıda anılan endişelerin kolaylıkla gerçekleşebileceğini iddia etmek güçtür. Ortak para biriminin hükümet borçlanmalarını daha kolay ve cazip hale getirebileceğini kesin olarak söyleyebilmek zor görünmektedir. Piyasa, yüksek kredi riskine sahip olduğuna inanılan borçlanıcıları cezalandırma eğilimindedir. Bu nedenle, Parasal Birliğe geçişle, farklı hükümetler uluslararası kredi değerliliklerine uygun bir biçimde Euro cinsinden yapacakları borçlanma için farklı faiz oranları ödemek durumunda kalacaklardır.

Diğer taraftan bazı üye ülkelerin, yüksek fakat sürdürülebilir bir borç stokuna sahip olmaları önemli sorunların ortaya çıkmasına sebep olabilecektir. Sermaye piyasalarındaki artan fon talebi, sadece belli bir ülkede iç faiz oranlarını yukarı çekmekten ziyade, Avrupa piyasalarındaki faiz oranlarını yukarıya çekebilir. Bu nedenle tek para birimi ile hükümetler bir bakıma diğerlerinin aleyhine borçlanma yapacaklardır. Borçlanmanın artmasıyla birlikte, Avrupa’da reel faizler artma eğilimine girebilir ki bu durum yatırım ve uzun dönem büyüme potansiyellerini azaltıcı bir etkiye bulunabilir. Bununla beraber, Avrupa ülkelerinin toplam borçlanması ele alındığında, tek bir ülkenin yapacağı borçlanmanın reel faizleri ciddi boyutta etkileyebilecek düzeyde büyük olmayacağı beklenmektedir. Hükümetler, tek para birimi ile borçlanarak biriken borcun yükünü, enflasyonun artması ile azaltamayacaklarının bilincindedirler. Bu, geçmişte bir çok Avrupa ülkesinin başvurduğu bir yöntemdir. Sonuç olarak, yapılan kamu borçlanmalarını gizli enflasyon vergisi yerine dolaylı ve dolaysız vergiler ile finanse etmek yoluna gitmeleri akılcı bir yöntemdir. Bu durum sağlam kamu finansmanının oluşumunu ve devamını destekleyecektir.

Günümüzde harcamaları finanse etmek veya mevcut borçları ödeyebilmek için piyasaya yüksek miktarda para sürülmesi, doğuracağı ekonomik sakıncalar nedeniyle sorumlu hükümetlerin kullanabileceği bir yol olmaktan çıkmıştır. Bu durum ekonomide enflasyonist baskılara neden olabileceği gibi, ulusal paradan kaçışı hızlandırabilir ve bunun sonucunda bir mali krizin patlak vermesine yol açabilecektir.

4.3.2 Avrupa Para Birliği ve Mali Federalizm

Bir parasal birliğin varlığını sürdürebilmesi için gerekli hususlardan birisi de üye ülkeler üzerinde bir mali yapının oluşturulmasıdır. Birçok ekonomist, farklı bölgeler arasında transferleri sağlayan ülkeler üzeri mali bir yapının olmadığı parasal birliklerin istikrarı bozucu olduğunu savunmaktadır. Bu tür bir mali yapı asimetrik bölgesel şokların olumsuz etkilerinin bölgeler arasında paylaşılmasına imkan sağlamaktadır. Böylece işgücü hareketliliğinin olmadığı veya çok düşük olduğu ve bölgeler arasından farklı işsizlik oranlarının olduğu durumlarda maliye politikası istikrarı artırıcı alternatif bir araç olarak kullanılabilir.

Birçok iktisatçı Avrupa Parasal Birliği’nin uzun dönemde sürdürülebilir olabilmesi için “mali federalizm” olarak adlandırılan ve Birliğe üye ülkeler arasında mali transfer sisteminin kurulup işletilmesi gerektiğini savunmaktadır. Ülkeler arasındaki mali transferler Birlik’te yeralan ülkelerin farklı nitelikteki şoklarla karşı karşıya kalmaları durumunda istikrarın yeniden temini için gerekli bir olgu haline gelebilecektir.

Parasal birliklerin işleyişine gözetildiğinde önemli ölçüde mali transferin yapıldığı görülmektedir. Almanya ve Fransa gibi ülkelerde yeniden dağılımın ölçüsü oldukça önemli seviyelerdedir. İsviçre’de toplam federal gelirlerin yaklaşık yüzde 20’si merkezi bütçede belirlenen sınırlar içerisinde kantonlar arasında yeniden dağıtımına tabi tutulmaktadır. ABD bu konuda en az merkezleşmiş ülke olarak göze çarpmaktadır. Parasal birlikte yer alan bir bölgenin veya ülkenin durgunluğa sürüklenmesi halinde, bu ülkenin merkeze yapacağı vergi gelirleri transferlerinin miktarı doğal olarak azalacaktır ve federal transferler artacaktır. Bunun tam tersi refah içerisinde bulunan bir bölgede yaşanacaktır. Bütün bunların olabilmesi için Parasal Birliğin bünyesi içerisinde bir vergi veya transfer mekanizmasının oluşturulması gerekmektedir.

Fakat yukarıda kısaca anlatılan örneklerin tamamının olgun parasal birlikler olduğu gözardı edilmemelidir. II. Dünya Savaşına kadar olan ufak hükümetler döneminde, parasal birlikler yıllarca önemli mali transferler olmaksızın işleyişlerini sürdürmüşlerdir. Tecrübeler göstermiştir ki parasal birlikler zaman içerisinde mali transferler açısından politik ve sosyal birtakım şartları gerçekleştirme eğilimi göstermişlerdir. Bununla birlikte, mali transfer mekanizmasının bir parasal birliğin gereği gibi işlemesinde “olmazsa olmaz“ bir unsur olmadığı da gözardı edilmemelidir.

Zamanla APB içerisinde sözü edilen tipte bir mali transfer mekanizmasının gelişmesi yönünde birtakım baskılar oluşması beklenebilir. AB ülkelerine ait vergi gelirlerinin ortalama olarak yaklaşık yüzde 1,4’lük bölümü AB’ne transfer edilmektedir. Bu yıllık toplam 82 milyar ECU’luk bir bütçe anlamına gelmektedir. Bu rakam olgun parasal birlikler ile kıyaslandığında nispeten düşük bir rakam olarak görülebilir. AB GSYİH’nın yüzde 2’lik toplam bütçesi APB üyesi ülkeler arasında yüzde 20’lik marjın yeniden dağıtımında kullanılabilir. Fakat, bu sadece özel olarak bu amaç için ayrılacak bir bütçe gerektirmektedir.

Bütün bunların ötesinde, APB’ne dahil ulusal hükümetler, ekonomilerindeki dengeleri muhafaza edebilmek amacıyla ulusal maliye politikalarını uygulayabilme hususunda önemli bir güce sahip olmaya devam edeceklerdir. Bu ülkelerin ulusal bütçeleri ABD eyaletlerinininkinden daha büyüktür. Bu da merkezleşmiş Avrupa düzeyinde mali transferlere daha az ihtiyaç duyulması anlamına gelmektedir. Bununla birlikte, “İstikrar ve Büyüme Sözleşmesi” APB içerisinde bu yetkinin kullanılmasını kısıtlayıcı birtakım şartlar koymuştur. Sözleşme, GSYİH’nın yüzde 3’ünden fazla olan kamu açıklarında bu durumu düzeltecek tedbirler alınmaması halinde ülkenin cezai müeyyideye uğramasını şarta bağlamıştır. Bununla birlikte, ulusal hükümetler kabul edilebilir kamu açığı limiti olan yüzde 3 yerine, ekonomik konjonktürün mali stabilizatörlerin gerektiği gibi işlemesine engel olmasını önlemek amacıyla denk bütçe veya bütçe fazlası hedeflerine yönelmek ihtiyacı hissedebileceklerdir. Bu durum, ekonomiler durgunluğa sürüklenirken hükümetlerin vergileri artırmalarını ve/veya kamu harcamalarını kısmalarını gerektirebilecektir.

Bu nedenle “İstikrar ve Büyüme Sözleşmesi” ortaya bir ikilem çıkarmaktadır; Sözleşmede yer alan şartlar yüksek ve giderek artan borç düzeylerini engellemeyi hedeflerken, maliye politikasının ekonomik konjonktür üzerindeki esnekliğini sınırlayabilmektedir.

TABLO 4.1**AB Üyesi Ülkeler ile ABD ve Japonya'da İhracat/GSYİH (%)**

Ülke	1992	1993	1994	1995	1996	1997*
Almanya	25,5	24,5	25,7	26,9	27,7	30,0
Avusturya	41,3	40,5	41,7	43,5	46,8	49,3
Fransa	24,2	24,4	25,1	26,2	27,0	29,3
Belçika	70,6	71,2	76,1	79,6	81,0	83,6
Danimarka	38,1	37,3	38,7	38,9	38,8	39,4
Lüksemburg	98,7	93,3	93,4	94,0	93,3	95,3
Hollanda	55,9	56,3	58,2	60,9	61,7	63,2
Finlandiya	26,4	31,2	33,8	34,8	34,9	37,4
İsveç	30,7	33,8	37,2	40,5	42,4	47,0
İtalya	21,1	23,4	25,2	27,4	27,0	28,0
İspanya	19,2	21,1	24,1	25,4	27,2	29,7
Portekiz	34,6	34,5	38,2	42,0	43,9	45,7
İrlanda	65,5	69,3	73,4	78,9	80,0	83,7
İngiltere	25,9	26,3	27,5	28,9	30,2	31,5
Yunanistan	18,6	18,2	19,0	18,9	18,5	18,7
ABD	10,2	10,1	10,4	11,1	11,3	11,8
Japonya	10,1	9,3	8,9	9,4	9,9	11,1

* Tahmini (ABD ve Japonya hariç)

KAYNAK: European Monetary Institute, International Financial Statistics, OECD

TABLO 4.2**Avrupa Birliği Üyesi Ülkelerde İşsizlik Oranları**

Ülke	1995	1996	1997*	1998*
Almanya	9,4	10,3	11,1	10,9
Avusturya	5,9	6,2	6,4	6,2
Fransa	11,5	12,4	12,6	12,2
Belçika	13,1	12,9	12,7	12,3
Danimarka	10,3	8,8	8,1	7,4
Lüksemburg	3,0	3,3	3,3	3,2
Hollanda	7,1	6,7	6,2	5,6
Finlandiya	17,2	16,3	14,7	13,7
İsveç	7,7	8,0	8,1	7,5
İtalya	12,0	12,1	12,1	11,9
İspanya	23,2	22,7	22,1	21,2
Portekiz	7,2	7,3	7,1	7,0
İrlanda	12,1	11,3	10,8	10,5
İngiltere	8,1	7,4	6,1	5,6
AB-15	10,7	10,9	10,7	10,3

* Tahmini

KAYNAK: OECD.

BÖLÜM V

Avrupa Merkez Bankası'nın Uygulayacağı Olası Politikalar ve Makroekonomik Etkileri

Avrupa Para Birliği'nin (APB) gerek AB içerisinde gerekse dünya ekonomisi üzerinde ortaya çıkarabileceği olası etkilerini incelemeye geçmeden önce, Euro'nun potansiyel konumunun belirlenmesinde önemli bir rol oynayacak olan Avrupa Merkez Bankası'nın izleyebileceği politikaları analiz etmek faydalı olacaktır.

5.1 Avrupa Merkez Bankası ve Ortak Para Politikası

APB'ne geçilmesi ile birlikte, Avrupa Merkez Bankası (AMB) ve ulusal merkez bankalarından oluşan Avrupa Merkez Bankaları Sistemi (AMBS) Euro Alanı içerisinde para arzının kontrolünden, faiz oranlarının seviyesi ve vade yapısından, sistemdeki kredi miktarı ve şartlarının belirlenmesinden sorumlu olacaktır. Bunun yanı sıra, AMB'nin para basma ve ulusal merkez bankalarına para basma yetkisi verme hakkı bulunacaktır. AMBS'nin birinci amacı fiyat istikrarını sağlamak iken, ikinci amacı fiyat istikrarını bozmayacak şekilde APB içerisinde uygulanan genel ekonomi politikalarını desteklemek olacaktır. AMB ve ulusal merkez bankaları sözkonusu görevlerini yerine getirirken tamamen bağımsız olacaklardır. Ancak, AMB uyguladığı politikaların hesabını vermekle yükümlü bulunacaktır.

Euro'nun, AMB'nin enflasyonist baskıları önlemedeki başarısı, sağlayacağı kredibilite, benimseyeceği para politikası stratejisi ve araçları, parasal aktarım mekanizmaları ve Euro'ya geçişle genel para talebinde meydana gelebilecek değişimlerden etkilenmesi beklenmektedir.

Uygulanan para politikalarından kaynaklanan enflasyonist eğilim, senyoraj geliri elde etme ihtiyacından veya beklenmedik enflasyonist bir baskı sonucu nominal sözleşmelerin reel değerlerinin değiştirilmesi amacından kaynaklanabilir. İlk durum daha ziyade nispeten az gelişmiş ekonomiler açısından geçerlidir. Bu tür ülkelerde vergi toplamada çeşitli güçlüklerle karşılaşmakta ve nakit kullanımı kayda değer bir vergi tabanı oluşturabilmektedir. Böyle bir durumun AB üyesi ülkeler için geçerli olduğunu iddia edebilmek zordur. Teknolojik gelişmeler ve mali hizmetler sektöründe artan rekabet, nakit kullanımını ve dolayısıyla beklenen enflasyonun bütçe harcamalarını finanse etmesindeki rolünü azaltmaktadır. Bundan dolayı sözkonusu ülkelerde ortaya çıkan enflasyon eğiliminin belirlenmesinde beklenmeyen enflasyon daha önemli bir rol oynamaktadır.

Bu açıdan bakıldığında, enflasyon eğilimini önleyecek politika tercihlerinde AMB'nin kurumsal altyapısı, örneğin özerkliği ön plana çıkmaktadır. Parasal Birliğe üye ülkelerin hükümetleri AMB'na yetki devretmek suretiyle faaliyetlerinde özerklik tanıyacak ve bunun karşılığında AMB fiyat istikrarından sorumlu tutulacaktır. Burada yetki devri ile kastedilen fiyat istikrarının ekonomi politikasının tek amacı haline gelmesi veya para politikasının tek araç haline gelmesi değildir. Aksine, para ve maliye politikaları dengesi önemini korumakta ve hükümetler gerçekleştiren üretimin potansiyel üretimden sapmasına karşı olan hassasiyetlerinden vazgeçmemektedirler. Sonuç olarak yetki devrinin altında yatan temel görüş, üretim ve enflasyon dengesinin maliye otoritelerinin baskın olmadığı bir ortamda daha iyi sağlanabileceğini savunmaktadır.

Öte yandan APB üyesi ülkelerin üretim ve istihdamda dengeye geç ulaşma durumu, AMB'nin fiyat istikrarına ulaşma hedefini daha da zorlaştıracaktır. Böyle bir durum sürpriz bir enflasyonla yaratılacak ekonomik canlanmanın normalden daha uzun bir süre devam ettirilmesine olanak sağlayacak ve enflasyon eğilimini teşvik edebilecektir.

AMB'nin kredibilite sağlama sürecinde ise belirsizliklerle dolu bir dönemin aşılması gerekecektir. En dikkatli düzenlemeler bile belirli bir süre sınırdıktan ve çeşitli zorluklarla başa çıkabildikten sonra daha güvenilir bir hale gelmektedir. Örnek verilecek olursa, Parasal Birliğe üye bazı ülkelerin hükümetleri önceden tespit edilmiş olan para politikası uygulamalarından hoşnut olmayarak birtakım politikaların değiştirilmesi yönünde baskıda bulunabilir. Bunun gibi belirsizliğe yol açan birçok faktör gözönünde bulundurulduğunda, AMB'nin Parasal Birliğin ilk zamanlarında güvenilirliğini sağlamlaştırabilmek için normalde izlemesi gerekenden daha sıkı bir para politikası

izleyeceği sonucuna varılabilir. Bu durumun sonucunda ortalama enflasyon hedefi olması gerekenden daha düşük tutulabilir veya milli gelir dalgalanmaları, para politikası araçları ile herhangi bir müdahalede bulunulmayacağından daha da büyüyebilir.

Sağlanacak kredibilite, uygulanacak para politikalarının etkinliği ve manevra alanının genişliği açısından büyük önem taşımaktadır. Kredibilitenin sağlanması, uzun vadede istikrarlı ve güvenilir politikalar uygulamış olmanın yanında, baştaki yöneticilerin güvenilirliği gibi kişisel faktörlerin yardımıyla da mümkün olabilmektedir. Bu açıdan incelendiğinde, AMB'nın Yönetim Kurulu üyelerinin kendi ülkelerinin merkez bankalarında edinmiş oldukları tecrübe birikimi, AMB'nın kredibilite tesis etme çalışmalarına sıfırdan başlamayacağını göstermektedir.

Parasal Birliğe geçilmesi ile birlikte parasal aktarım mekanizmalarında ve para talebinde meydana gelebilecek değişimler AMB'nın uygulayacağı politikalar açısından bazı belirsizlikler yaratabilecektir. Yurtiçi fiyat ve ücret ayarlamalarının yavaş olduğu dışa açık küçük ekonomilerde para politikalarıyla sağlanabilecek potansiyel etkiler çok büyüktür. Son yıllarda, bir çok Avrupa ülkesinin para politikası araçlarına nispeten az başvurmuş olması, bu tür politikaların etkisiz kalacağından ziyade kurların sabitlenmesinin amaçlandığı bir ortamda kontrol edilebilenden fazla bir etkinin yaratılabileceği endişesinden kaynaklanmaktadır.

Parasal Birliğe geçilmesinden sonra parasal aktarım mekanizmalarında görülecek en belirgin değişiklik, kurların para politikasının etkilerini reel ekonomiye yansıtmada nispeten daha önemsiz bir rol oynamaya başlayacak olmasıdır. Dolayısıyla iç mekanizmaların, dış mekanizmalardan boşalan bu yeri doldurması beklenmektedir.

Bu durumun Euro'nun değeri üzerinde yaratacağı etkiler incelendiğinde, AMB'nın, dışa açık küçük Avrupa ekonomilerinin şu ana kadar uyguladıkları kurlar üzerinde yoğunlaşan politikalarından ziyade, Federal Rezerv Sistemi örneğinde görüldüğü gibi bazı acil durumlar dışında kurlara genelde müdahale etmeme gibi bir politika tercihinde bulunacağı öngörülmektedir.

APB çerçevesinde uygulanacak olan ortak para politikasının üye ülke ekonomilerinde, en azından ilk zamanlar farklı sonuçlar doğurabileceği dikkat edilmesi gereken bir başka husustur. Şu an için, Avrupa ülkeleri arasında parasal aktarım mekanizmaları açısından bazı farklılıklar gözlenmektedir. AB ülkeleri arasında özellikle, borçlanana kısa vadeli faiz oranlarındaki dalgalanmalara karşı koruma sağlayabilen ve dolayısıyla para politikasının toplam talep üzerindeki etkilerinin görülmesini geciktiren uzun vadeli mali araçlar kullanımında kaydedeğer farklılıklar mevcuttur.

Sözedilen tüm bu farklılıklara rağmen, uzun vadede Parasal Birlik üyesi ülkelerin mali sistemlerinin birbirine yaklaşabileceğini iddia edebilmek için iki neden bulunmaktadır. Bunlar; enflasyon oranları arasındaki farklılıkların ortadan kalkması ve mali hizmet sektöründe rekabetin daha da artacak olmasıdır. Şüphesiz bu değişimler çok kısa bir sürede gerçekleşmeyecektir. Bu yüzden AMB ilk yıllarında, üye ülkeler arasında birbirinden oldukça farklı parasal aktarım mekanizmalarıyla uğraşmak zorunda kalacaktır. Bu durum, AMB'nin kredibilitesini sağlama çabalarında açıkladığı hedeflere ulaşmaktan çok şeffaflığa önem vermesi gerektiği sonucunu ortaya çıkarmaktadır (Begg, 1997).

5.2 Avrupa Merkez Bankası'nın Olası Para Politikası Stratejileri

1 Ocak 1994 tarihinde şimdiki Avrupa Merkez Bankası'nın selefi olan Avrupa Para Enstitüsü (APE) Frankfurt'ta kurulmuştur. APE'nin görevleri, AB üyesi ülkeler arasındaki para

politikası koordinasyonunu güçlendirmek ve APB'nin üçüncü aşaması için gerekli hazırlıkları yapmaktır. APE, para politikası araçları ve prosedürleri üzerine yaptığı çalışmaların sonuçlarını Ocak 1997 ve Eylül 1997 tarihlerinde yayımladığı raporlarla açıklamıştır (European Monetary Institute, 1997a ve 1997b). AMB ise 1998 yılının Eylül ayında yayımladığı para politikası araç ve prosedürlerine ilişkin raporda, APE'nin 1997 yılının Eylül ayında yayımlanmış olduğu raporda yeralan hususları daha geniş bir şekilde ele almış ve güncelleştirmiştir (European Central Bank, 1998). Söz konusu çalışmalara daha sonra AMBS'nin para politikası araçları bölümünde ayrıntılı bir şekilde yer verilecektir. Bu çalışmaların dışında APE, 1997 yılının Şubat ayında AMBS'nin olası para politikası stratejileri üzerine bir rapor daha hazırlamıştır (European Monetary Institute, 1997c). APE'nin karar verme yetkisine sahip olmayıp, sadece tavsiye yetkisine sahip olması ve esas kararların Avrupa Merkez Bankası Yönetim Konseyi tarafından alınacak olması bu çalışmalar açısından kısıtlayıcı bir faktör olmuştur. APE tarafından yapılan çalışmaların amacı üçüncü aşamaya geçişin mümkün olduğunca yumuşak olmasını sağlamaktır.

APE tarafından hazırlanan AMBS'nin para politikası stratejisinin unsurları konulu raporda, öncelikli amaç olan fiyat istikrarının sağlanmasında, merkez bankalarının güncel uygulamaları ve bu konudaki ekonomi literatüründe yer alan stratejiler beş madde altında toplanmıştır (European Monetary Institute, 1997c). Bu maddeler:

- 1 . Kur hedeflemesi;
2. Faiz oranının sabitlenmesi;
3. Nominal milli gelir hedeflemesi;
4. Parasal hedefleme ve
5. Doğrudan enflasyon hedeflemesi olarak beşe ayrılmaktadır.

Euro Alanı gibi büyük bir bölge için kur hedeflemesi, fiyat istikrarı hedefi ile çatışabileceği görüşü ileri sürülerek değerlendirme dışı bırakılmıştır. İkinci olarak, fiyat istikrarını sağlayacak olan denge faiz oranının belirlenmesinde yaşanması muhtemel güçlükler nedeniyle, faiz oranının bir ara hedef olarak seçilmesi stratejisi de uygun görülmemiştir. Nominal GSYİH büyüme rakamlarının hedeflenmesi ise ilk bakışta fiyat istikrarı hedefi ile uyumlu olması, paranın gelir dolaşım hızında yaşanması mümkün şoklara karşı hassas olmaması ve anlaşılır olması gibi avantajlara sahip görünmektedir. Ancak, nominal GSYİH, AMBS tarafından kontrol edilmesi zor bir değişkendir. Bu da AMBS'nin asıl hedefi ile ilgili bazı yanlış anlaşılmalara ve kısa vadede fiyatlar seviyesi ile üretim hacminde belirsizliklere yol açabilecek bir durumdur. Ayrıca böyle bir uygulamanın daha önce hiçbir AB ülkesi tarafından kullanılmamış olması da bu yöntemin de tavsiye edilmemesinde önemli bir rol oynamıştır.

Geriye kalan iki yöntem (parasal hedefleme ve doğrudan enflasyon hedeflemesi) APE tarafından yayımlanan raporda çeşitli kriterler ışığında ayrıntılı olarak değerlendirilmiştir. Aşağıda yeralan ve bu iki stratejinin karşılaştırıldığı bölümde APE'nin bu konudaki raporu temel alınmıştır (European Monetary Institute, 1997c).

Raporda para politikasının temel aracının kısa vadeli faiz oranları olduğu belirtilmektedir. Belirlenen bu faiz oranlarının üretimi ve fiyatları etkilemesi ise iki yıla kadar uzayabilmekte ve bu süre içinde bazı ara hedefleri gerekli kılmaktadır. Böyle bir hedefin ise merkez bankasının kontrolü altında olması, nihai hedefle arasında öngörülebilir bir ilişki olması ve kamuoyunun beklentilerini etkileyebilme potansiyeli gibi özelliklere sahip olması gerekmektedir.

AMBS, kredibilite kazanabilmek için uygulayacağı stratejiyi önceden açık bir şekilde kamuoyuna duyurmak zorundadır. APE tarafından önerilen olası iki strateji **parasal hedefleme** ve **enflasyon hedeflemesidir**. Yalnız bu alternatiflerin teoride ayrı ayrı ele alınmalarına rağmen farklı ülkelerdeki çeşitli uygulamalarda bir arada kullanıldıkları da unutulma-malıdır.

Teorik olarak incelendiğinde, parasal hedefleme merkez bankasının parasal büyüklüklerden birisini ara hedef olarak seçmesi ve para politikası kararlarını tamamen hedeflenen ve gerçekleşen parasal gelişmeler bazında yapılan karşılaştırmalara dayandırması olarak tanımlanabilir. Öte yandan, enflasyon hedeflemesi stratejisi ise diğer ara hedefler olmaksızın doğrudan nihai hedef olan enflasyon üzerinde yoğunlaşmaktadır.

Uygulamada ise bu iki strateji arasındaki farklar o kadar da belirgin değildir. Hatta bu iki alternatifin bazı ortak yönleri olduğu söylenebilir. Sözkonusu benzerlikler her iki stratejinin de fiyat istikrarını sağlamayı amaçlaması, ileriye dönük olmaları ve para politikasının doğru yolda olup olmadığını değerlendirebilmek için birçok gösterge değişikene ihtiyaç duymalarıdır.

Sözkonusu stratejilerin AMBS için ne kadar kullanışlı olabileceğini daha önce de değinilmiş olan beş kriter bazında değerlendirmek mümkündür:

5.2.1 Fiyat İstikrarını Sağlamada Etkili Olma

Bir para politikası uygulamasının değerlendirilmesinde en önemli kriter, sözkonusu uygulamanın nihai amaç olan fiyat istikrarını sağlamada etkili olup olmadığıdır. AMBS'nin niyet ve sorumluluklarıyla ilgili kamuoyuna açıklanan bilgilerin farklılaşması nedeniyle sözkonusu iki stratejinin enflasyon beklentileri üzerindeki etkilerinin de değişik biçimlerde gerçekleşmesi sözkonusudur.

Parasal hedefleme ile ilgili olarak, kamuoyunun uygulanan para politikası hakkında basit ve etkili bir biçimde bilgilendirilmesinin mümkün olması için iki temel gereklilik vardır. Bunlardan birincisi seçilen parasal büyüklük ve nihai hedef arasında istikrarlı veya en azından öngörülebilir bir ilişkinin olması ve ikincisi de bu büyüklüğün merkez bankası tarafından para politikası araçları yoluyla kontrol edilebilir olmasıdır.

Çeşitli AB ülkeleri için APE tarafından yapılan bazı ampirik çalışmalar Parasal Birliğin üçüncü aşamasında sözkonusu şartların sağlanabileceği sonucuna varmıştır. Avrupa çapındaki toplam parasal büyüklüklerin tek tek Avrupa ülkelerinde görülenlerden daha istikrarlı olacağı yönünde bazı belirtiler bulunmuştur. Buna ilaveten kesin olmasa da, AB çapındaki parasal büyüklüklerin para politikası araçları ile kontrol edilebilir olacağı ve geniş tanımlı bir parasal büyüklüğün enflasyon tahmininde bulunmak için gerekli bilgiyi sağlayacağı yönünde birtakım bulgular elde edilmiştir.

Ancak sözkonusu çalışmaların sonuçlarını değerlendirirken birtakım nedenlerden dolayı ihtiyatlı olmakta fayda vardır. İlk olarak mali piyasa düzenlemelerinin gevşetildiği ve mali piyasalarda çeşitli yeniliklerin yaşandığı bir ortamda, mali piyasalardaki davranış kalıpları arasında geçmişte geçerli olan istikrarlı ilişkilerin halihazırda geçerli olmaması gibi bir durum sözkonusudur. Bu açıdan ele alındığında, (literatürde "**Lucas Critique**" olarak da geçen) para politikası rejiminde bir değişikliğin yaşanması nedeniyle ampirik ilişkilerde bazı değişiklikler ve hatta istikrarsızlıkların yaşanması güçlü bir olasılıktır. İkinci olarak merkez bankası parasal bir büyüklük hedefi açıkladığında o büyüklüğün istikrarının azalması riski sözkonusudur. Üçüncü ve son neden ise,

söz konusu çalışmaların hala yeterince gelişmemiş olmasının elde edilen bulguların yeterince kesin olmaması sonucunu doğurmasıdır.

Bunlardan başka, AMB'nin sıkı bir para politikası uygulayacağı izlenimini sağlamlaştırmaya öncelik vereceği varsayımı altında, karmaşık performans kriterlerinin bu tür bir çabayı zorlaştırabileceği söylenebilir. Bu yüzden hedef olarak parasal büyüklüklerin alınması, performans değerlendirmesinin ekonominin durumuna bağlı olarak karmaşık bir hal alma ihtimali nedeniyle bazı zamanlar yeterince etkin olamayacaktır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi ile ilgili olarak ise, bu stratejinin piyasalara somut bir referans enflasyon oranı sağlamasıyla enflasyon beklentilerini kırabilme avantajına sahip olduğu ileri sürülmektedir. Bu yöntemin etkili olabilmesi ancak merkez bankasının gelecekteki enflasyonu doğru tahmin edebilmesine ve kontrol edebilmesine bağlıdır. Söz konusu alternatifte tahmin yaparken parasal büyüklükler dışında bazı diğer önemli göstergelerin de kullanılabilmesi olanağı, yapılan tahminin sonucunun daha sağlıklı olması ihtimalini kuvvetlendirmektedir.

Ancak enflasyon, parasal büyüklükler ile karşılaştırıldığında, merkez bankaları için kontrol edilmesi daha zor bir değişkendir. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi stratejisinin benimsenmesi halinde AMB'nin kredibilite tesis etmesi daha da zorlaşabilir.

Ayrıca para politikasında enflasyon hedeflemesine gidilmesinin en büyük sakıncası, gerçekleşen enflasyonun para politikasındaki değişikliklerden etkilenme süresinin uzunluğudur. Bu durumun iki önemli sonucu vardır. Birinci sonuç AMB'nin performansında yaşanabilecek olan düşüklüğün farkına geç varılabilesidir. İkinci sonuç böylesine kötü bir performansın cezalandırılmasının aradan iki yıl gibi bir süre geçtikten sonra anlamını kaybetmesidir.

Üçüncü aşamaya geçilmesi ile beraber, parasal aktarım mekanizmalarının niteliği hakkındaki belirsizlikler ve ilerleyen yıllarda başka ülkelerin de Parasal Birliğe katılma ihtimali, söz konusu iki stratejinin etkili olma potansiyelinin değerlendirilmesi sırasında bu duruma özgü bir sorunu ortaya çıkarmaktadır. Dolayısıyla böylesine hızla değişen bir ortamda AMBS'nin benimseyeceği para politikası stratejisinde esnek olma ihtiyacı hissedeceği kesindir. Bu açıdan ele alındığında, üçüncü aşamanın ilk zamanlarında oluşacak belirsizlikler ve yapısal değişiklikler yüzünden enflasyon tahmini daha da karmaşık bir hale gelebilecektir. Diğer taraftan, mali piyasalarda görülen çeşitli finansal yenilikler ve Parasal Birliğin yatırımcıların portföy tercihlerinde yol açabileceği değişikliklerin para talebi üzerinde tahmin edilmesi zor bir takım etkileri olacaktır. Dolayısıyla böyle bir ortamda parasal hedefleme için uygun bir büyüklüğün tanımlanması oldukça zorlaşacaktır. Bu yüzden, üçüncü aşamanın ilk yıllarında her iki stratejinin de uygulanabilmesi çok zor bir hale gelebilecektir.

5.2.2 Hesap Sorulabilme

Maastricht Anlaşması'na göre AMBS'nin nihai hedefi enflasyonu kontrol altında tutmak olarak belirlenmiştir. Geçtiğimiz yıllarda birçok merkez bankası yıllarca bu tür amaçlar için parasal büyüklüklerin büyüme oranlarını kullanmışlardır. Parasal büyüklükler hakkındaki veriler kısa sürede elde edilebildiği için mevcut durumun hedeflenen durum ile karşılaştırılmasını mümkün kılabilir. Öte yandan en dar para tanımında bile merkez bankalarının parasal büyüklükler üzerindeki kontrolü para talebindeki dalgalanmalar nedeniyle mutlak değildir. Geniş para tanımlarında ise bankacılık sektöründe artan rekabet ve değişen kanuni düzenlemeler para talebinde önemli değişikliklere yol açmakta ve bazı belirsizlikler doğabilmektedir.

Diğer taraftan enflasyon hedeflemesi uygulamasıyla AMBS'nin bu hedef üzerine yoğunlaşması sağlanabilir. Ancak enflasyonun da, en azından kısa ve orta vadede merkez bankalarının kontrolü dışındaki birçok faktörden etkilenmesi sözkonusudur. Bu durum, enflasyon hedeflemesinin başarısız olduğu zamanlarda merkez bankalarına yaptıkları hataları bu faktörlerdeki değişimlerin arkasına gizleme olanağı vermektedir.

Sonuç olarak, hesap sorulabilme kriteri açısından incelendiğinde, AMBS'nin sadece daha iyi kontrol edebileceği parasal büyüklüklerin enflasyon üzerindeki etkilerinden sorumlu tutulmasının daha anlaşılır ve daha etkili bir strateji olacağı söylenebilir.

5.2.3 Şeffaflık

AMB, ilk yıllarında, özellikle 2002 yılında Euro'nun nakit işlemlerde de kullanılmaya başlanmasına kadar olan süre zarfında herhangi bir nedenle Parasal Birlik'ten ayrılmak isteyecek bir ülkenin ortaya çıkabilme riskinden dolayı politik açıdan da hissedilir bir baskı altında kalabilecektir. Bu baskıyı bertaraf edebilmek ancak uygulanan politikaların ve bu politikaların uygulanma gerekçelerinin ayrıntılı ve sık olarak açıklanmasıyla mümkün olabilecektir.

Bu nedenle, üçüncü aşamanın ilk yıllarında, para politikasının ayrıntıları, alınan kararların gerekçelerinin ve bu kararların nasıl alındıklarının açıklanmasıyla sağlanabilecek olan şeffaflığa nazaran daha önemsiz kalacaktır. Bir süre için piyasalarda bu konuda belirsizlik hakim olacağı için, daha önce açıklanmış ama uygulanabilirliği şüpheli hedeflerde ısrar etmek yerine, değişen koşullara gereken tepkiyi verebilmek daha doğru bir strateji olacaktır.

Eğer parasal hedef ile nihai amaç arasındaki ilişki ve parasal büyüklüklerdeki sapmalar bazında izlenen politikalar basit bir biçimde kamuoyuna aktarılabilirse, parasal hedefleme yeterince şeffaf bir strateji olabilir. Ancak, uygulamada parasal hedefleme stratejisinin sahip olacağı şeffaflık hedeflenen büyüklüğün istikrarıyla bağlantılı olacaktır.

Enflasyon hedeflemesinde ise, merkez bankasının para politikalarını belirlerken kendi kontrolü dışında olan birçok değişkeni de hesaba katması gerekmektedir. Bu durumun sonucunda oluşan, ekonometrik tahminler, uzman değerlendirmeleri ve diğer öznel faktörleri kapsayan karmaşık bir hesaplamanın kamuoyuna basit ve açık bir biçimde sunulması zorlaşabilmektedir. Diğer taraftan kamuoyunun genellikle enflasyon hedefini parasal büyüklükler ile ilgili hedeflerden daha somut bir hedef olarak algıladığını da unutmamak gerekir.

Sonuç olarak, üye ülkelerin parasal aktarım mekanizmaları arasında hissedilir değişikliklerin yaşanacağı bir ortamda parasal hedefleme daha şeffaf bir strateji olacaktır.

5.2.4 Ulusal Merkez Bankalarının Önceki Tecrübe Birikiminden Yararlanma

Tek paraya geçişten önce enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan AB üyesi ülkelerin merkez bankası sayısı parasal hedefleme uygulayanlardan daha fazladır. Ancak uygulamada izlenen stratejiler arasındaki fark o kadar da belirgin değildir. Dolayısıyla bu kriter açısından her iki alternatif de hissedilir bir farklılık göstermemektedir.

5.2.5 AMBS'nin Bağımsızlığı ile Uyumlu Olma

Bu açıdan ele alındığında ilk bakışta, iki strateji tercihi arasında ciddi bir fark yokmuş gibi görünmektedir. Buna rağmen enflasyon hedeflemesini benimseyen bir hükümetin müdahale riskinin daha büyük olduğu ileri sürülebilir. Merkez bankası parasal sınırlar belirleyerek kendi sorumluluk ve uzmanlık alanında daha çok söz sahibi olabilecektir. Ancak gözlenebilen ham veriler her zaman yoruma açık olabileceği için belirsizliklerin hakim olduğu bir ortamda, parasal hedefleme için de dışarıdan müdahale ihtimali daima sözkonusudur.

Tüm bu analizler sonrasında APE, AMB'nin parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi yöntemlerinden hangisini daha yoğun olarak kullanması gerektiği konusunda koşullara bağlı olmayan, kesin bir öneride bulunulmasının mümkün olmadığı sonucuna varmıştır.

AMB Yönetim Konseyi, 13 Ekim 1998 tarihinde yaptığı toplantıda para politikası stratejisinin temel unsurları üzerinde anlaşmaya varmıştır. Buna göre, Avrupa Topluluğu'nun temelini teşkil eden Roma Anlaşmasında da ifade edildiği üzere, AMBS'nin birincil amacı fiyat istikrarının korunmasıdır. AMBS'nin para politikası stratejisi de dolayısıyla bu amaca yönelik olacaktır. Bu çerçevede, AMB Yönetim Konseyi fiyat istikrarını:

“Euro alanında Uyumlaştırılmış Tüketici Fiyatları Endeksindeki (*Harmonised Index of Consumer Prices-HICP*) artışın yıllık yüzde 2'nin altında kalması” şeklinde tanımlamıştır. Ayrıca fiyat istikrarının orta vadede sürdürüleceği ifade edilmiştir (European Central Bank, 1998).

AMB Yönetim Konseyi yaptığı açıklamada sözkonusu fiyat istikrarı tanımının üç özelliğini vurgulamıştır:

- HICP, AMBS'nin fiyat istikrarı tanımına en uygun olan fiyat endeksidir. Bunun sebebi sözkonusu endeksin üçüncü aşamanın başlangıcı itibarıyla tüm Euro Alanı için yeterince harmonize edilmiş tek fiyat endeksi oluşudur.

- Tüm Euro Alanını kapsayan tek bir tüketici fiyatları endeksinin kullanılmasıyla, AMB Yönetim Konseyi'nin kararlarını tüm Euro Alanındaki parasal, ekonomik ve mali gelişmelere dayandırması temin edilecektir. Tek para politikası, bölgesel veya ulusal gelişmelere göre değil, tüm Euro Alanındaki gelişmelere göre yönlendirilecektir.

- Sözkonusu fiyat istikrarı tanımı, Euro Alanındaki ulusal merkez bankalarının şu anda benimsemiş oldukları tanımlarla uyumludur.

Fiyat istikrarının orta vadede sürdürülecek oluşu, para politikasının geleceğe yönelik, orta vadeli oryantasyonunu yansıtmaktadır. Ayrıca, fiyatlarda meydana gelebilecek kısa vadeli dalgalanmaların para politikası ile kontrol edilemeyeceği kabul edilmektedir.

Fiyat istikrarının sürdürülmesi için AMB Yönetim Konseyi iki temel unsurdan oluşan bir para politikası stratejisi benimsenmesi üzerinde anlaşmaya varmıştır. Bu iki temel unsur şunlardır (European Central Bank, 1998):

- Para politikası stratejisinde parasal büyüklükler önemli bir rol oynayacaktır. Bu çerçevede, geniş tanımlı bir parasal büyüklüğün artış oranı için rakamsal bir referans değer ilan edilecektir. İlan edilecek referans değer, fiyat istikrarı amacına uygun ve bu amaca hizmet edecek şekilde belirlenecektir. Parasal büyümede referans değerden sapmalar, normal şartlar altında fiyat istikrarı riskine işaret edecektir. Referans değer kavramı, kısa dönemli sapmaların mekanik olarak

düzeltileceği anlamına gelmemektedir. Önceden açıklanan referans değer ile gerçekleşen parasal büyüme arasındaki ilişki AMB Yönetim Konseyi tarafından düzenli olarak analiz edilecek ve bu analizin sonuçları ile para politikası kararları üzerindeki etkileri halka açıklanacaktır. Referans büyüklüğün ayrıntılı tanımı ve rakamsal değeri 1998 yılının Aralık ayında AMB Yönetim Konseyi tarafından ilan edilecektir.

- Parasal büyümenin referans değere göre analiz edilmesine paralel olarak, fiyat gelişmelerinin geniş çaplı değerlendirmesi ve Euro Alanı fiyat istikrarına ilişkin riskler AMBS'nin para politikası stratejisinde önemli rol oynayacaktır. Bu değerlendirme gelecekteki fiyat gelişmelerinin göstergesi olan birçok ekonomik ve finansal değişkenin kullanılması suretiyle yapılacaktır.

Ayrıca, AMBS'nin politikalarında şeffaflığın temini amacıyla, AMB Yönetim Konseyi Euro Alanındaki parasal, ekonomik ve mali durumun değerlendirilmesi ve politika kararlarının sebeplerine ilişkin olarak düzenli ve detaylı olarak halkı bilgilendirecektir.

5.3 Avrupa Merkez Bankaları Sistemi Para Politikası Araçları

APE tarafından önerilen para politikası araçlarının yapısı incelendiğinde, tavsiye edilen politika uygulamalarının özellikle merkezîyetçilikten uzak bir şekilde düzenlenmeye çalışıldığı görülmektedir. Ulusal merkez bankalarına ortak para politikasının yürütülmesinde önemli bir rol verilmiştir. Bunun yanı sıra, politika uygulamasına yönelik kararların Para Birliği'nde yer alan ülkelerin Ulusal merkez bankalarının başkanlarından ve Avrupa Merkez Bankası Yürütme Kurulu'ndan oluşan Avrupa Merkez Bankası Yönetim Konseyi tarafından alınması planlanmıştır.

APE tarafından hazırlanan raporlara göre, para politikasının en önemli aracı **açık piyasa işlemleri** olacaktır. Düzenli bir takvime bağlı olarak ulusal merkez bankalarınca yürütülecek olan bu işlemler, faiz oranlarının yönlendirilmesinde, sistemdeki likiditenin yönetilmesinde ve piyasalara para politikasına ilişkin sinyal gönderilmesinde önemli bir rol oynayacaktır. İki hafta vadeli olarak her hafta açılacak olan ihalelere genel uygunluk kriterlerini karşılayan tüm kuruluşlar katılabileceklerdir.

Mali sektörün daha uzun vadeli likidite ihtiyacını gidermeyi amaçlayan üç ay vadeli aylık ihaleler ise Avrupa Merkez Bankaları Sistemi tarafından piyasaya verilen likiditenin daha küçük bir kısmını oluşturacaktır.

Açık piyasa işlemlerinin yanı sıra, finansal kuruluşların her an başvurabilecekleri kredi ve mevduat gibi iki daimi imkanın (standing facility) uygulamaya konulması sistemin kendi kendini stabilize edebilme özelliğine sahip olmasına verilen önemi göstermektedir. Kredi imkanı, bankaların gecelik likidite ihtiyaçlarını karşılamayı amaçlamaktadır. Mevduat imkanı ise bankaların fon fazlalarını gecelik olarak değerlendirebilmelerini sağlayacaktır. Bu iki imkan, gecelik faizlerin taban ve tavan oranlarını belirleyerek piyasa faizlerinde yaşanabilecek dalgalanmaları azaltacaktır. Bu ise özellikle Euro talebinin değişken olacağı üçüncü aşamanın başlangıcında önemli olacaktır. Dar bir faiz aralığı faizlerdeki dalgalanmayı otomatik olarak azaltacak ve merkez bankasının sık müdahalesine ihtiyaç duyulma-yacaktır. Diğer taraftan çok dar bir faiz aralığı mali kuruluşların likidite yönetiminde bankalararası piyasayı kullanma ihtiyacını azaltacağından, likit bir Euro piyasasının gelişmesini önleme riski taşımaktadır. Sistemin tama-men yeni ve tarafların tecrübesiz olması nedenleriyle AMB'nin başlangıçta piyasalar tarafından yanlış anlaşılmalara fırsat vermemek için faaliyetlerinde açık ve anlaşılır olması gerekmektedir.

Sözkonusu temel araçların yanısıra likiditede yaşanabilecek kısa vadeli dalgalanmaları gidermek amacıyla diğer bazı araçların da kullanılacağı belirtilmiştir. Bu araçlar arasında ince ayar amacıyla yapılan ihaleler (fine tuning tenders), uzun vadeli finansman imkanı ve döviz “swap”ları bulunmaktadır. Bunların yanısıra, AMBS mali sistemle olan yapısal pozisyonunu ayarlama ihtiyacı duyduğunda borçlanma sertifikaları ihraç ederek, doğrudan alım satım veya repo/ters repo işlemleri yaparak yapısal operasyonlar da gerçekleştirebilecektir.

7 Temmuz 1998 tarihinde gerçekleştirilen AMB Yönetim Konseyi toplantısında, üçüncü aşamaya geçiş ile birlikte zorunlu karşılık sisteminin uygulamaya konulmasına karar verilmiştir. AMB'nin Eylül 1998 tarihinde yayımladığı raporunda bu sisteme ayrıntılı bir şekilde yer verilmiştir (European Central Bank, 1998). Zorunlu karşılık sistemi uygulamasının getirilmesindeki temel amaçlar şunlardır:

- Para piyasası faiz oranlarının istikrarının sağlanması: Zorunlu karşılık yükümlülüğünün yerine getirilmesinde ay boyunca ulusal merkez bankalarında tutulacak günlük rezervlerin ortalamasının kriter olarak alınması, kurumların geçici likidite dalgalanmalarının etkisini azaltabilmelerine imkan vererek para piyasası faiz oranlarının istikrarına katkıda bulunacaktır. Zorunlu karşılık sisteminin kullanılmaması durumunda, AMBS istikrarsız ve dalgalı faiz oranları ile karşı karşıya kalacak ve açık piyasa işlemlerini çok sık kullanmak zorunda kalabilecektir. Bunun sonucunda, piyasalar politika sinyalleri ile teknik ayarlamaları ayırmakta güçlük çekebileceklerinden para politikasının operasyonel etkinliği azalabilecektir.

- Yapısal likidite sıkışıklığı yaratılması: AMBS'nin uygulayacağı zorunlu karşılık sistemi yapısal bir likidite sıkışıklığının ortaya çıkmasına katkıda bulunabilecektir. Bu durum, AMBS'nin sisteme likidite arzı sağlayan taraf olarak daha etkin çalışmasına olanak sağlayacaktır.

- Zorunlu karşılık sistemi para talebinin faiz esnekliğini artırarak, parasal büyüklüklerin kontrolünü sağlayacaktır.

Zorunlu karşılık sistemi, Euro Alanında yeralan tüm kredi kuruluşlarına uygulanacak ve sisteme ödenecek faiz oranı açık piyasa işlemlerinin faiz oranı ile aynı olacaktır. Zorunlu karşılık faiz oranlarının piyasa faizlerine yakın tutulacak olması, bankaların aracı kurumlar karşısında dezavantajlı duruma düşmelerini önleyecektir.

5.4 TARGET Sistemi (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System)

Parasal Birlik, ortak bir ödemeler sistemi kullanılması gereğini de beraberinde getirmektedir. Sözkonusu gereklilik bir elektronik fon transfer sistemi olan TARGET aracılığıyla yerine getirilecektir. Düzgün işleyen eşanlı bir ödeme sistemi tek para politikasının gerçekleştirilmesi açısından mutlaka gereklidir. AMBS'nin para piyasası faiz oranlarını kontrol edebilmesi için para piyasalarının tam anlamıyla entegre olması şarttır. APB ülkelerinin tümünde faiz oranlarının aynı olabilmesi için fon fazlalıkların ülkeler arasında rahatlıkla akabilmesi gerekmektedir. Bu çerçevede bankalararası transfer sistemi TARGET sadece Avrupa para politikasını desteklemekle kalmayacak, aynı zamanda Avrupa içerisinde etkin ve güvenli bir ödeme sisteminin gelişmesine katkıda bulunacaktır. Sistem, AB ticari bankalarının aynı gün içinde sürekli sınırötesi fon transferi yapabilmelerine imkan tanıyacaktır.

TARGET, farklı ülkelerdeki para piyasaları arasında bağlantı sağlama açısından Avrupa Para Birliği'nin önemli bir unsuru olacaktır. Piyasaların entegrasyonunu destekleyecek ve faizlerin yakınlaşmasını sağlayacak olan sistem, temel olarak iki bölümden oluşmaktadır:

- Parasal Birliğe üye ülkelerde bulunan ulusal ödeme sistemleri;
- Tüm ulusal sistemleri birbirine bağlayan merkezi sistem.

Üçüncü aşamaya geçildiğinde, ulusal ödeme sistemleri hem ulusal parayı hem de Euro'yu kullanabileceklerdir. Ancak TARGET aracılığıyla yapılacak tüm transferler Euro cinsinden olacaktır. Sistemde, ödemelerden kaynaklanan açık pozisyonların tümünün teminat karşılığında olması teminat talebini arttıracak, bu da teminat tanımının genişletilmesine neden olabilecektir (Enoch, Hilbers ve Kovanen, 1997).

BÖLÜM VI

Tek Paraya Geçişin Avrupa Bankacılık Sistemine ve Uluslararası Mali Piyasalara Olası Etkileri

6.1 Tek Para Birimine (Euro'ya) Geçişin Avrupa Bankacılık Sistemi Üzerindeki Olası Etkileri

Tek para birimi uygulamasına geçilmesinin Avrupa bankacılık sistemi üzerinde hem doğrudan hem de dolaylı birtakım etkilerinin olması kaçınılmazdır. Bankaların faaliyet gösterdikleri makroekonomik ortam değişeceğinden özellikle Parasal Birliğe geçişin ilk yıllarında bazı belirsizliklerin ortaya çıkması beklenmektedir.

Son yıllarda Avrupa'daki yerel bankacılık sistemi, bazı yasal düzenlemelerin gevşetilmesi, sermaye üzerindeki birçok sınırlamanın kaldırılması ve tek piyasaya geçiş çabaları dahilinde rekabeti artırıcı birtakım baskılarla karşılaşmaktadır. Bu baskıların sonucunda bankaların halihazırda faiz oranı marjları ve karlılık oranları azalmıştır. Bu gelişmeler karşısında Avrupa bankaları, maliyetlerini düşürmede ve gelirlerini artırmada çoğu zaman başarısız olmuşlardır (Bkz. Tablo 6.1). Yerel para birimlerinin sağladığı avantajlar, kanuni sınırlamalar, esnek olmayan sermayedarlık yapıları, güçlü geleneksel ve kültürel ilişkiler Avrupa bankalarının birleşmeye karşı direnç göstermelerinde etkili olan başlıca faktörler olarak göze çarpmaktadır (White, 1998).

Diğer taraftan, tek paraya geçiş de rekabeti artırıcı bir başka faktör olacaktır. Ortak paranın, kur riskini ortadan kaldırıp, ülkeler arasındaki faiz oranlarını birbirine yaklaştırarak finansal hizmetlerde ülke sınırlarını ortadan kaldırması beklenmektedir. Özellikle, farklı ülkelerdeki bankalar tarafından önerilen faizlerin kolay karşılaştırılabilir hale gelmesi ve şeffaflığın artmasının faiz oranı marjları üzerindeki baskıları daha da artırması beklenebilir. Ayrıca, tek paraya geçişle birlikte, pazara girişte karşılaşılan birçok ekonomik engelin önemi nispeten azalacaktır.

Geçiş sürecinde, müşterilerin Parasal Birliğe ilişkin danışmanlık taleplerinin artması, bilgisayar sistemlerinde gereken değişiklikler, personelin eğitim ihtiyacının ortaya çıkabilecek olması bankalara bazı ek masraflar getirecektir. Avrupa'da birçok para biriminin ortadan kalkacak

olmasıyla şirket ve sanayi bazında döviz işlemlerine olan talebin düşmesi nedeniyle kurumsal bankalar ve yatırım bankalarınca verilen nakit yönetimi hizmetleri talebi azalabilecektir. Dolayısıyla, tek para birimine geçilmesi ile birlikte bankaların bazı gelir kaynaklarını kaybedeceklerdir (McCauley ve White, 1997).

Avrupa’da bireysel bankacılık hizmetleri veren ve yerel faaliyet gösteren banka sayısının olması gerektiği seviyenin çok üstünde olması nedeniyle sermayesi ve verimliliği yeterli olmayan birçok banka rekabet artışına karşı koyacak kadar güçlü değildir (Bkz. Tablo 6.2). Ortak paraya geçilmesi ile birlikte ortaya çıkacak doğrudan masraflar ve rekabetteki artış, banka karları üzerindeki aşağı doğru baskıyı artırarak bir yeniden yapılanma sürecinin yaşanmasına yol açabilecektir. Bu nedenle önümüzdeki yıllarda Avrupa bankacılık sistemi bazı radikal değişimler geçirebilecektir. Bu açıdan, önümüzdeki dönemde, Avrupa bankalarının artan rekabete nasıl tepki göstereceklerini incelemek oldukça önem kazanacaktır.

Bankaların artan rekabet karşısında değişik stratejiler uygulamaya yönelmeleri beklenmektedir. İlk olarak, verimliliklerini artırıp, giderlerini düşürmeye çalışacaklardır. 1990’lı yıllardan önce yapılan serbestleşme hareketleri sonrasında bir miktar verimlilik artışı sağlandıysa da, Avrupa bankacılık sisteminin, bu açıdan iyi bir konumda olduğunu söyleyebilmek zordur. Artan rekabet karşısında verimliliği yükseltmek için bankalar birleşme ve satın almalar yoluna gidebileceklerdir (Bkz. Tablo 6.3). Küçük ve orta ölçekli yerel kurumlarda birleşmelerin hızlanmasının ve sınırötesi birleşmelerin gündeme gelmesinin sektörde faaliyet gösteren kurum sayısını azaltması, elektronik hizmet ağlarını genişletmesi, daha iyi ve daha verimli hizmet verilmesi ile müşterilere bölgesel, uluslararası ve global piyasalara erişebilme olanaklarının sağlanması gibi birçok olumlu etkinin görülmesi beklenebilir. Bankalar arasındaki birleşmeler artacağı için kurum ve şube sayısının azalması ve mali kurumların ortalama büyüklüklerinde hissedilir bir artış olması beklenmektedir (Prati ve Schinasi, 1997).

Olası birleşmelerle birlikte bankacılık sektöründe istihdam hacminde azalma beklenmektedir. Ancak, Avrupa’daki iş kanunlarının katı olması, yüksek ölçüdeki sendikalaşma ve devletin bu sektördeki ağırlığı banka birleşmelerinden beklenen tasarrufu azaltabilecektir. Ancak, sözkonusu engeller aşıldığı takdirde, sağlanabilecek potansiyel verimlilik artışı çok yüksek olacaktır. Öte yandan işten çıkarmalarda çok daha esnek düzenlemelere sahip ABD’de bile birleşmelerin sağladığı karlılık artışının maliyet tasarruflarından çok fon kaynaklarının ve kredi risklerinin daha iyi bir şekilde dağıtılmasından kaynaklandığı da unutulmamalıdır.

Avrupa’daki büyük şirketler Avrupa çapında bankacılık hizmetleri talep etmektedirler. APB ile birlikte orta ve küçük ölçekli firmaların da bu tür hizmetlere olan taleplerini artırmaları beklenebilir. Ayrıca, bireysel müşterilerde de aynı yönde bir eğilimin gelişmesi ortaya çıkabilecek diğer bir gelişmedir. Dolayısıyla güçlü yerel bankalar ve diğer ülkelerdeki pazar paylarını genişletmek isteyen Avrupa bankaları arasında bu alanda ciddi bir rekabet yaşanacaktır. Bunun yanı sıra sözkonusu rekabete büyük ölçüde dikey ve yatay entegrasyona gitmiş küresel bankaların da (Citicorp ve Deutsche Bank gibi) aralarında bulunduğu büyük mali kurumların katılması güçlü bir olasılıktır.

Kurumsal bankacılık açısından incelendiğinde, Parasal Birlik içerisinde farklı para birimlerinin ve dolayısıyla kur risklerinin ortadan kalkmasıyla uluslararası büyük mali kuruluşların Euro piyasasına girmesinin önündeki birçok engelin de ortadan kalkması beklenmektedir. Genel olarak, kurumsal bankacılıkta rekabet, daha ziyade fiyat, geniş bir dağıtım ağına erişebilme ve coğrafi yaygınlık gibi faktörlerden etkilenmektedir. Dolayısıyla böyle bir piyasada aktif olabilmek için Chase Bank-Chemical Bank ile Morgan Stanley-Dean Witter örneklerinde de görüldüğü gibi

bir çok birleşmenin yaşanması mümkündür. Ortaya çıkacak birleşme ve satın almalar piyasadaki firma sayısının azalmasına ve bazı alanlarda yoğunlaşmanın artmasına yol açabilecektir.

Diğer taraftan, tek paraya geçiş ile, Avrupa sigorta şirketlerinin ve emeklilik fonlarının tabi olduğu, döviz cinsi yükümlülüklerin yüzde 80'i kadar aynı para cinsinden varlık bulundurma şeklindeki mevcut sınırlamanın, Avrupa içi yatırımlar açısından kalkması beklenmektedir. Bu durum sınırötesi sermaye akımlarını artırabilecektir. Ortaya çıkacak yeni yatırım imkanları APB içindeki yatırım bankalarının menkul değer arzı, ticareti, broker'lık hizmetleri ile şirket satın alma ve birleşmeler konusunda verdikleri danışmanlık hizmetlerine olan talebi artıracaktır. Yaygın bir hizmet ağına sahip olan ve sözkonusu alanlarda deneyimli olan bankaların bu birikimlerinin değeri artacak, bu deneyime sahip olmayanlar ise bu bankalar tarafından satın alınmaya aday bankalar haline geleceklerdir. Dolayısıyla APB, yatırım bankacılığı alanında tecrübeli ve tanınmış faaliyetleri olan küresel bankaların yararına bir gelişme olacaktır.

APB dışındaki bankaların APB alanı içinde ihtiyaç duyacağı muhabir banka sayısının azalacak olması muhabir bankacılık alanında da rekabetin artmasına yol açabilecektir. Avrupa'da birçok banka diğer bankaların müşterilerine yapılacak olan ödemeler dahil temel elektronik bankacılık hizmetlerinin sunulması için bu alanlarda konsorsiyumlar kurma yoluna gidebilir. TARGET sistemi yalnızca büyük boyutlu Euro işlemlerinde kullanılacağı için ufak bankalar ve şirketler diğer büyük bankaların elektronik bankacılık hizmetlerinden faydalanmak durumunda kalabileceklerdir. Şirketlerin sınırötesi faaliyetleri arttıkça, Euro cinsinden yapacakları işlemler için banka aracılığına daha az sıklıkta başvurmaları ve daha gelişmiş hazine yönetimi teknikleri uygulamaları toptan para transferi piyasasında da rekabeti artırabilecektir. Bu tür rekabetten en çok geleneksel yerel para birimleri cinsinden muhabir bankacılık hizmetleri sunan bankaların etkilenmesi beklenmektedir. Sözkonusu bankalar bu hizmetleri daha düşük maliyetle ve daha verimli bir şekilde sunabilecek büyük uluslararası bankalarla rekabet etmekte zorlanabileceklerdir.

Tek paraya geçiş ile birlikte, Parasal Birliğe mensup ülkeler arasındaki yasa ve düzenleme farklılıklarından doğan masrafların artma ihtimali yüksektir. Bu durumda hükümetler sözkonusu düzenlemelerin uyumlaştırılması hususunda mali kurumların artan baskısı ile karşı karşıya kalabileceklerdir. Bu nedenle, Parasal Birliğe dahil ülkelerde mali sektöre ilişkin yasa ve düzenlemelerin yakınlaştırılmasına yönelik çalışmaların daha da yoğunlaşmasını beklemek mümkündür.

Bunlara ilave olarak, bankaların karlarını artırmak amacıyla yeni alan ve ürünlere yönelmeleri beklenebilecek bir gelişmedir. Bu tür bir eğilime Avrupa bankacılık sisteminde halihazırda rastlanmaktadır. Euro cinsinden menkul kıymet ihracında meydana gelecek artışla birlikte menkul kıymet ihraç edenlerin aracılık hizmetlerinde Parasal Birlik üyesi ülkelere kurumlara tercih edecek olmaları Avrupa bankalarının lehine bir gelişme olarak görülebilir. Ancak yatırım bankacılığı alanı büyük altyapı ve kaynak gerektirdiğinden bu alanda global rekabetin daha yoğun olacağı beklenmektedir. Büyük bankalar, bankacılık kesimi aracılığıyla yapılan finansman hizmetlerinde ortaya çıkabilecek talep azalmasına karşı önlem olarak emeklilik fonları ve sigorta şirketleriyle çeşitli ortaklıklar kurarak risklerini dağıtmaya çalışacaklardır (McCauley ve White,1997).

Tüm bu gelişmelerin sonucunda Avrupa mali hizmetler sektöründeki mevcut sermayenin bir kısmı geri çekilecek, geri kalanında da birleşmeler yaşanabilecektir. Bu durumun piyasadaki ufak bankaların satın alınması veya kapanması şeklinde yavaş ve kademeli bir şekilde gerçekleşmesi piyasada bozucu etki ortaya çıkarmayabilecektir. Ancak, birleşme süreci devam ettikçe, piyasadaki

kurumların giderek büyüyecek olması, muhtemel bir banka iflasının piyasadaki bozucu etkisini artıran bir faktör olabilecektir.

Yoğunlaşacak rekabet ortamı ve ortaya çıkacak yeniden yapılanma süreci sağlıklı bir bankacılık sistemi için otoriteler tarafından bazı önlemler alınması zorunluluğunu da beraberinde getirmektedir. Mali açıdan sıkıntı yaşayabilecek bankaların kurtarılma beklentisi, bankacılık sisteminde riskli uygulamaları teşvik edici olabilecektir. Zor durumda kalacak bankaların kurtarılması yoluna gidilmesi, kısa vadede Parasal Birlik üyesi ülkelerin “İstikrar ve Büyüme Sözleşmesi”nden kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirirlerken ellerinde kalan kaynakların sınırlı olacağı da dikkate alındığında, kuvvetli bir ihtimal olarak görülmemektedir. Ancak, birleşme sürecinin sonucunda piyasada az sayıda ve iflas etmesi ağır sonuçlar doğurabilecek derecede büyük uluslararası mali kurumlar kalacaktır. Birden fazla merkezi mali otoritenin bulunduğu çokuluslu bir ortamda, bir kurtarma operasyonunun organizasyonunun oldukça kapsamlı ve zor olması beklenebilir. Bu durumun bankacılık sektörü tarafından doğru bir şekilde algılanması, bankaların aşırı riskli faaliyetlerde bulunmalarını engelleyici bir faktör olabilecektir.

Diğer taraftan, mevduat sigortası uygulaması fikri yaratabileceği faydaların yanısıra, bazı sorunları da beraberinde getirmektedir. Mevduat sigortası, mevduat sahiplerinin banka seçiminde daha dikkatsiz olmalarına yol açabilmektedir. Ancak mevduat sigortasının limitinin düşük tutulması bu olumsuz etkiyi azaltabilecektir. Halihazırda Avrupa ülkeleri arasında mevduat sigortası uygulamalarında önemli farklılıklar mevcuttur. Bu durum tek paraya geçişle birlikte, sigorta güvencesinin en yüksek olduğu ülkelerdeki bankalara doğru bir mevduat akımı doğurabilecektir. Bu durum gözönüne alınarak, bir ülkedeki yabancı banka şubelerinin, mevduat sahiplerine o ülke bankalarından daha fazla koruma sağlamaması hususu üzerinde anlaşılmıştır. Ayrıca, Avrupa Komisyonu’nun da bu konu üzerindeki çalışmaları devam etmektedir.

Son olarak, ortak para birimine geçişle birlikte, banka gözetim ve denetim yetkisinin ulusal otoritelerde mi yoksa, AMB’de mi olacağı sorusu gündeme gelmektedir. Bu yetkinin Maastricht Anlaşması’na göre ulusal denetim mekanizmalarına bırakıldığı görülmektedir. Anlaşma’nın 105’inci maddesinin 2’nci fıkrasında tanımlanan Avrupa Merkez Bankaları Siste-mi’nin temel görevleri arasında banka denetlemesine ilişkin herhangi bir hüküm bulunmamaktadır. Diğer taraftan, Anlaşma’nın 105’inci maddesinin 5’inci fıkrasında Avrupa Merkez Bankaları Sistemi’nin “mali sistemin istikrarını sağlamak üzere, kredi kurumlarının denetlenmesinden sorumlu otoritelerin benimsedikleri politikaların istikrarlı bir şekilde uygulanmasına katkıda bulunacağı” ifade edilmektedir. Bu düzenleme, para politikası fonksiyonun denetleme fonksiyonundan ayrılarak, mali kesimde istikrar amacının fiyat istikrarı amacının önüne geçmesini önleyebilecektir (Enoch, Hilbers ve Kovanen 1997).

6.2 Tek Para Birimine (Euro’ya) Geçişin Mali Piyasalar Üzerindeki Olası Etkileri

6.2.1 Avrupa Mali Piyasalarında Gözlenen Başlıca Eğilimler

Son yıllarda Avrupa mali sisteminde başlıca üç eğilim dikkat çekmektedir (Duisenberg, 1998). Bunlar: (i) liberalizasyon ve uluslararası piyasalara açılma, (ii) hızlı büyüme ile birlikte mali piyasalarda bankalar tarafından yapılan aracılık faaliyetlerinin rolünün azalması ve (iii) hızlı teknolojik gelişmelerdir.

Soğuk savaş sonrası dönemden kalan sıkı düzenlemelerin hakim olduğu uluslararası mali sistem, 1960’lı yılların ikinci yarısından itibaren serbestleştirilmeye başlanmıştır. Söz konusu

serbestleşme hareketleri 1980'li ve 1990'lı yıllarda yoğunlaşarak devam etmiştir. Bunun sonucunda, Avrupa'daki mali piyasa ve kurumlar giderek dış rekabete daha açık bir duruma gelmişlerdir.

Roma Anlaşması ile başlayan ve Ortak Pazar Programı ile hız kazanan gelişmeler yaşanan serbestleşmede önemli bir rol oynamıştır. Avrupa içi sermaye hareketlerindeki kısıtlamalar 1990'lı yılların ortalarında kaldırılırken, 1993 yılında kredi kurumlarına AB'ne üye bir ülkenin yetkililerinden önceden izin almadan o ülkede şube açabilmesi ve mali hizmetler verebilmesi imkanı tanınmıştır. Diğer taraftan menkul kıymetler sektörünün uyumlulaştırılması amacıyla gerekli yasal düzenlemeler gerçekleştirilmiştir.

Mali sektörü etkileyen ikinci önemli trend menkul kıymetler piyasalarının hızla büyümesidir. Geçtiğimiz 15 yıl içerisinde Avrupa'da tasarrufçular ve yatırımcılar arasındaki aracılık faaliyetlerinde menkul kıymetler daha fazla rol oynamaya başlamıştır. Birçok AB ülkesinde piyasadaki hisse senedi, tahvil, mevduat sertifikası, ve ticari senetlerin GSYİH'a oranı önemli miktarda artmıştır. Diğer taraftan, birçok AB üyesi ülkede yaş ortalamasındaki artışa paralel olarak kendi kendini finanse eden emeklilik sigortalarına artan talep dolayısıyla kurumsal yatırımcılar daha aktif bir rol oynamaya başlamışlardır. Bunların sonucunda, mali kesimde hizmet ve fonksiyonların geleneksel bankacılık yaklaşımından uzaklaştığı bir eğilim yaşanmaktadır.

Üçüncü önemli eğilim olan teknolojik gelişmeler, hem işlemler hem de ürünler açısından mali sektörde hızlı değişimlere yol açmaktadır. İletişim teknolojisindeki gelişmeler menkul kıymetlerin aracılık faaliyetlerinde artan işlevi ile birleştiğinde bankacılık aktivitelerinin ayrıştırılmasına ve daha önce tek bir banka tarafından yapılan işlemlerin farklı finansal kuruluşlar tarafından yerine getirilmesine imkan vermektedir. Bunun sonucunda finansal kesime, özellikle banka dışı yeni kuruluşların girişi kolaylaşmaktadır.

Öte yandan değişimi teşvik edici bunca gelişme mevcutken, yukarıda sayılan gelişmelerin Avrupa mali sektörünün yapısı üzerinde şimdiye kadar kaydedeğer bir değişiklik doğuramış olması ilginç sayılabilecek bir durumdur (McCauley ve White, 1997). Avrupa'daki bankacılık hizmetleri bireysel ve kurumsal bazda ağırlıklı olarak ulusal bir görünüm arz etmeye devam etmektedir. Bu durumun temel nedeni, değişimden yana olan faktörlerin yanısıra değişime karşı bazı faktörlerin de mevcut olmasıdır. Bu unsurların bazısının etkisinin bir süre sonra kaybolması beklenirken diğerleri daha kalıcı olacaktır. Her şeyden önce Parasal Birliğe üye ülkeler arasında mevzuat, vergilendirme ve denetim alanlarında mevcut farklı uygulamalar, finansal şirketlerin faaliyetlerinde gözle görülür farklılıklar yaratmaktadır. Bunun yanında muhasebeleştirme ve raporlama teknikleri, iş hayatı ve kültürel tercihlerde görülen farklılıklar bu ayrımların daha da derinleşmesine neden olmaktadır. Ayrıca, birçok ülkede kamu bankalarının hala önemli roller oynamaya devam ediyor olması, uluslararası rekabetin değişim lehine yarattığı baskıları azaltıcı bir etki yaratmaktadır.

Yukarıda sayılan tüm bu gelişmeler, mali sektörde dikkat çekici değişiklikler olmasına, aracılık faaliyetlerinde marjların daralmasına ve karlılığın azalmasına yol açmaktadır. Bu açıdan bakıldığında Parasal Birlik, mali piyasalar ve kurumlar açısından yeni fırsat ve tehditleri beraberinde getirmektedir.

Parasal Birliğe geçiş çeşitli açılardan ele alındığında, Euro'nun dünyanın en büyük iç mali piyasasını oluşturma potansiyeline sahip olduğu görülmektedir (Prati ve Schinasi 1997). 1995 yıl sonu rakamlarına göre, AB üyesi ülkeler tarafından piyasaya sürülen tahvil, hisse senedi ve banka aktiflerinin toplamı 27 trilyon Doları aşmaktadır. Bu rakam neredeyse dünya GSYİH toplamına eşittir.

AB üyesi ülkelerde özel teşebbüsler Amerikan şirketlerinin aksine faaliyetlerini banka kredileri yoluyla finanse etmeyi, tahvil veya hisse senedi ihracı ile finanse etmeye tercih etme eğilimine sahiptirler. Bu durum Grafik 6.1'de açıkça görülmektedir. AB üyesi ülkelerde banka kredileri toplam mali varlıkların yüzde 57'sini oluşturmaktadır. Bu rakam ABD'de yalnızca yüzde 22'dir.

Avrupa'da özel şirket tahvilleri piyasası, devlet tahvilleri piyasalarının aksine dağınık bir görünüm arz etmektedir. Avrupa'da sadece sayılı büyük şirket büyük çoğunlukla iç piyasalardan borçlanmaktadır. APB ülkelerinde banka kredisi yolu ile borçlanma miktarı, özel şirketler tarafından yapılan tahvil ihracı miktarının yaklaşık olarak iki katına eşittir. Japonya'da da bu rakam AB üyesi ülkelere yakındır. ABD'de ise tersine özel şirketler tarafından yapılan tahvil ihracı hacmi, banka kredileri toplamının yaklaşık iki katına eşittir.

Avrupa'lı özel şirketler tarafından ihraç edilmiş olan tahvil miktarı halen ABD'dekinin dörtte üçü kadardır. Ayrıca özel şirket tahvillerinin oldukça büyük ve derin bir piyasaya sahip olduğu görülmektedir. Buna rağmen bu tahvillerin büyük bir kısmı mali kurumlar tarafından piyasaya sürülmektedir. Mali sektör dışında faaliyet gösteren şirketlerin bilançoları incelendiğinde tahvillerin toplam yükümlülükler oranının Avrupa'da son derece düşük olduğu sonucuna varılabilir. Sözkonusu oran Fransa'da yüzde 5,7, Almanya'da ise yüzde 1'den daha düşüktür. ABD'de ise aynı oran yüzde 18,8'dir. Bu rakamlardan da anlaşılacağı gibi, mali kesim dışında faaliyet gösteren Avrupa'lı şirketler özellikle kısa dönemde finansman ihtiyaçlarını karşılamada bankaları tercih etmektedirler. Amerika'lı şirketler ise dünyanın en gelişmiş ve likiditesi en yüksek piyasalarından borçlanma imkanına sahip oldukları için bankalar tarafından sunulan aracılık hizmetlerine daha az ihtiyaç duymaktadırlar. Nitekim bu piyasalarda işlem gören tahvil hacmi dünya piyasalarında işlem gören toplam tahvil hacminin yarısından fazlasını oluşturmaktadır.

Tek para kullanımının ortaya çıkaracağı potansiyeli anlamak için diğer bir yol da şu anda Avrupa para birimleri cinsinden yapılan uluslararası mali işlemlerin miktarlarını incelemektir (Bkz. Tablo 6.5). 1996 yılı Eylül sonu itibarıyla uluslararası tahvil piyasalarında işlem gören tahvil stoğunun yaklaşık yüzde 35'i AB üyesi ülkelerin ulusal para birimleri cinsindedir. Bu rakam mevcut haliyle bile dünya piyasalarının önemli bir bölümünü oluşturmaya rağmen, Euro'ya geçişle birlikte sözkonusu miktarın daha da artması beklenmektedir. Bunun sebebi, AB üyesi ülkelerin ihraç ettikleri tahvil miktarının toplam uluslararası tahvil miktarına oranının yüzde 45 olması ve gelişmekte olan ülke tahvillerinin likidite sorunları yüzünden sadece küçük bir bölümünün sözkonusu ülkelerin para birimleri cinsinden olmasıdır.

Euro'nun mali piyasalarda üstlenebileceği potansiyel rolün önemini vurgulamak için kullanılabilir bir diğer yöntem de global döviz piyasalarındaki günlük işlem hacimlerini incelemek olacaktır. Bu konuda Bank for International Settlements (BIS) (1996) tarafından yapılan bir çalışma, 1995 yılının Nisan ayı itibarıyla bazı önemli bilgiler içermektedir. Sözkonusu çalışmaya göre ABD Doları tüm işlemlerin yüzde 42'sinde kullanılmaktadır. Aynı oran Alman Markı için yüzde 18,5, Japon Yeni için yüzde 12 ve İngiliz Sterlini için yüzde 5'tir (Bkz. Tablo 6.6). APS'ne dahil para birimleri bazında yapılan işlemler de hesaba katıldığında ise bu oran yüzde 35'e çıkmaktadır. Parasal Birliğe geçiş sonrası, AB üyesi ülkeler arasındaki işlemlerin ortadan kalkmasıyla Euro'nun payının azalacağı dikkate alınması gereken önemli bir husustur.

6.2.2 APB Üyesi Ülkeler Mali Piyasalarında Yapısal Değişim

Parasal Birliğe hazırlık sürecinde yakın geçmişte başlatılan makroekonomik politikaların uyumlaştırılması uygulaması ile sermaye hareketliliğinin artması, ulusal piyasalar arasındaki

ilişkileri güçlendirmiş, ülkeler arasındaki faiz farklarının azalmasını sağlamış, AB üyesi ülkelerde tahvil ve hisse senedi borsalarında getirilerin daha uyumlu hale gelmesine katkıda bulunmuştur (Prati ve Schinasi, 1997).

Sözkonusu gelişmelerin yanısıra, Euro'ya geçilmesi ile birlikte Avrupa mali piyasalarında daha yoğun bir menkul kıymetleştirme (securitization), piyasa uygulamalarında birbirine yakınlaşma, fiyatların şeffaflaşması ve yine piyasaların birbirlerine daha fazla entegre olması gibi gelişmelerin yaşanması beklenmektedir. İlk olarak farklı para birimlerinin tedavülden kalkmasıyla nispeten yüksek bir risk unsuru olan kur riski ortadan kalkacak, reel ve mali sektörlerde yapılan sözleşmelerin maliyetlerinde düşüşler gözlenecektir.

İkinci olarak ise kur riskinin ortadan kalkması ile kredi, likidite, yasal düzenlemelerden kaynaklanan veya işlem bazında ortaya çıkan riskler gibi diğer risk unsurları ön plana çıkacaktır. Bunlar arasından **kredi riski**, menkul kıymetlerin fiyatlandırılmasında en önemli rolü oynamaya adaydır.

Tek paraya geçişle birlikte kredi riskinin yanısıra diğer risk faktörleri de daha çok dikkate alınacaktır. Örneğin, aynı kredi riskine sahip biri Alman diğeri Fransız iki şirketin piyasaya arzettiği tahviller, piyasaya çıkarılma teknikleri, ödeme ve anlaşma prosedürleri ile yasal prosedürlerinde içerdikleri yerel farklılıklar nedeniyle farklı fiyatlara sahip olabileceklerdir. Kredi riski haricinde olan ve gelişmelere fazla duyarlı olmayan bu risk faktörlerinin finansman maliyetleri üzerindeki etkisi, menkul kıymet arzında bulunanları faiz farklılıklarını azaltabilmek için daha şeffaf olmak ve yatırımcıları cezbedecek yeni arz yöntemleri geliştirmek yönünde teşvik edici olacaktır. Bu yönde rekabeti artıracak gelişmeler, çeşitli yasal engellerle karşılaşmadıkları takdirde APB üyesi ülkelerde piyasa uygulamaları arasındaki uyumu artırabilecek ve coğrafi alanlara bölünmüş piyasaların sahip oldukları avantajları ortadan kaldıracaktır. Böylece kur riskinin ortadan kalkmış olması, APB üyesi ülkelerde piyasaların daha şeffaf ve birbirine daha benzer hale gelmelerine yolaçabilecektir. Bu gelişme, pazar bölümlendirmesinin (market segmentation) ve fiyatlarda görülen farklılıkların azalmasıyla sonuçlanabilecektir.

Kur riskinin ortadan kalkması, kredi faizlerinin birbirine yakınlaşması ve piyasa uygulamalarındaki farklılıkların azalması sonucunda Avrupa menkul kıymet piyasalarının derinliğini ve likiditesini artırması beklenmektedir. Ayrıca, tek paraya geçişle birlikte tahvil arz edenler arasındaki rekabette güçlü para birimi cinsinden ihraç etmenin pek bir öneminin kalmayacak olması, hükümetleri piyasalarda bazı reformlar yapmaya itebilecektir.

Burada vurgulanabilecek üçüncü nokta ise, sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve hayat sigortalarının portföylerini oluştururken bulun-dukları ülkenin tahvillerine ilgi göstermeye devam edip etmeyecekleridir (McCauley ve White 1997). Bu tür portföylerin birçoğu para birimleri bazında birtakım sınırlamalara tabidirler. Sözkonusu sınırlamaların temel amacı ise sözkonusu kurumsal yatırımcıların varlık ve yükümlülükleri arasında farklı para birimlerinin neden olabileceği kur riskini en aza indirmektir. Adıgeçen düzenlemelerden birçoğu, Parasal Birliğe geçilme-sinin ardından bölge ülkelerinde Euro cinsinden çıkarılacak borçlanma enstrümanlarına karşı herhangi bir sınırlayıcı etkisi kalmayacak şekilde kaleme alınmıştır. Diğer taraftan, tahvilin çıkartıldığı para biriminin yanısıra tahvili ihraç edenin milliyeti ile ilgili de hükümler içermekte olan düzenle-meler Parasal Birliğe geçildikten sonra da bağlayıcı olmaya devam edecektir. Her ne kadar zamanla bu tür düzenlemelerin ortadan kalkabile-ceği beklenebilirse de, Euro bazında entegre olmuş tek bir piyasanın oluşması yatırımcıların alışkanlıkları gibi bazı davranışsal faktörlerin de etkisiyle hemen gerçekleşmeyecektir. Öte yandan gerek büyüklük gerekse riski dağıtmak için yatırım yapılan ülke çeşitliliği açısından Avrupa menşeli emeklilik fonları Amerikan emeklilik fonları karşısında zayıf

bir konuma sahiptir. Avrupa menşeli emeklilik fonlarının, APB'nin yaratacağı hızlı büyüme ve yayılma imkanlarını kullanma eğilimleri, sözkonusu sürenin kısılmasına katkıda bulunabilecektir.

Avrupa'daki menkul kıymet piyasaları yukarıda sayılanların dışında başka faktörlerden de etkilenebilecektir. Teknolojik gelişme, Avrupa çapında bütünüyle entegre olmuş menkul kıymet ve türev piyasalarının oluşumunu kaçınılmaz kılacak ve işlemlerin yapıldığı yerin önemini büyük ölçüde azaltacaktır. Ayrıca, "İstikrar ve Büyüme Sözleşmesi" çerçevesinde daha da sıkılaşması beklenen kamu maliyesi politikaları ve yapılacak özelleştirmeler ihraç edilecek devlet tahvili miktarını azaltabilecektir. Bu durum özel şirketlere hisse senedi ve tahvil ihracında daha geniş imkanlar sağlayabilecektir. Son olarak karşılıksız transferlerle finanse edilebilen sosyal güvenlik sisteminin oynadığı rolün önemi azaldıkça, Avrupa ülkelerinde sigorta şirketleri ve emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcılar biraz daha ön plana çıkabilecek ve bu kesimin gerek kamu gerek özel sektör menkul kıymetlerine olan talebi artırabileceklerdir.

Ayrıca, tek paraya geçildikten sonra şirketlerin APB içinde doğrudan finansman veya bankacılık kesiminden finansman arasında tercihte bulunurken gözönüne aldıkları fayda ve maliyetlerde önemli değişiklikler görülecektir. Menkul kıymet ihracıyla finansman yoluna gitme maliyetinin, tek paraya geçişle birlikte farklı para birimlerine bölünmemiş bir piyasada aracılık hizmetlerinde artan rekabetle beraber azalması güçlü bir olasılık olarak görülmektedir. Buna ilaveten Avrupa devlet tahvili piyasalarının ulaştığı likidite derecesine paralel olarak aracı kurumların risk sabitleme faaliyetlerinden doğan maliyetlerin azalacak olması ve maliyetlerde meydana gelebilecek sözkonusu düşüşün ihraçta bulunanlara yansımaları da benzer bir etki doğurabilecektir. Euro'ya geçişten sonra bir kredi notuna sahip olma veya yapılacak ihracın pazarlanması gibi diğer maliyetlerde ise herhangi bir artışın yaşanması sözkonusu değildir.

Maliyetlerde ortaya çıkacak sözkonusu düşüşlerin yanısıra, Euro bazlı piyasalarda menkul kıymet ihracı ile borçlanmanın faydalarında önemli artışlar görülebilecektir. Bu durumun başlıca nedeni olarak tek paraya geçişle birlikte Parasal Birlik öncesine nazaran ulusal sınırların dışında yatırım yapmaya daha hevesli olacak yatırımcılar nedeniyle fon arzının artacak olması ve bu tür bir gelişmenin aynı kalitedeki tahvillerin getirilerinin daha düşük bir düzeyde gerçekleşmesine imkan tanıyacak olması görülebilir.

6.2.2.1 Repo ve Interbank Piyasaları

Günümüzde, Avrupa repo piyasaları hızlı bir gelişim içerisindedir (McCauley ve White, 1997). Özellikle AMB'nin repo piyasalarında işlem yapmaya başlamasıyla birlikte, Euro'nun bu gelişimi daha da hızlandırması beklenmektedir.

Parasal Birliğe geçiş sonrası menkul kıymet piyasalarında banka kredileri aleyhine bir büyüme gerçekleşmesi durumunda, Euro bazındaki repo piyasası kısa vadeli fonlar alanında banka mevduatlarına rakip olabilecektir.

Önceki bölümde bahsedilen unsurların beklenen ölçüde yapısal bir değişime yol açmaları durumunda, daha derin ve likiditesi daha yüksek piyasaların oluşmasına katkıda bulunup bulunmayacakları bir ölçüde arz-talep koşullarına ve sınırötesi rekabetin boyutlarına bağlıdır (Prati ve Schinasi, 1997).

Bir ülkede para piyasalarının gelişmişliği ve büyüklüğü, o ülkedeki menkul kıymet piyasasının gelişmişliğini ve derinliğini doğrudan etkilemektedir. Başta ABD'de olduğu gibi, likiditenin ve menkul kıymetleştirmenin çok yüksek olduğu piyasalarda, merkez bankaları

geleneksel olarak piyasalara günlük müdahalelerde bulunarak aktif bir rol oynamaktadırlar. Sözkonusu müdahalelerin amacı genelde piyasanın likiditesinde görülen günlük dalgalanmaları yumuşatmak ve faiz oranları ile gecelik fonların istikrarlı bir şekilde seyretmesini sağlamaktır. Dolayısıyla mali kurumlar bu türden müdahaleleri kanıksamış ve bu yöndeki beklentilerini mali yapıları ile bilançolarına yansıtılmışlardır. ABD'deki para ve sermaye piyasalarının bugün ulaştığı olduğu verimlilik düzeyi hiç şüphesiz bu tür aktif politikalarla mümkün olabilmektedir.

Avrupa'da ve özellikle Almanya'da gözlenen para politikası uygulamaları genellikle zorunlu karşılıkların ayarlanması ve ortalama onbeş günde bir bankacılık sektöründe likiditenin ayarlanması ile faizlerin istikrarını korumak amacı ile yapılan müdahaleler şeklindedir. Gerek zorunlu karşılıkların ayarlanmasına ağırlık verilmiş olması gerekse müdahalelerin seyrek olması sonucunda özel menkul kıymet piyasaları yeterince gelişmemiş ve bankacılık kesimi aracılığıyla yapılan finansman biçimleri ön plana çıkmıştır.

Halihazırda Euro Alanına dahil pek çok ülkede repo piyasaları mevcut olmasına rağmen bunlar ABD'deki repo piyasalarının derinliğine ve likiditesine sahip değildir. AMB'nın para politikasını uygulamada ağırlıklı olarak repo işlemlerine başvurması şeklinde alınacak bir karar APB çapında bir repo piyasasının gelişmesini teşvik edici olacaktır.

ABD'de repo işlemleri, para piyasası enstrümanları arasında önemli bir unsurdur. Bu piyasalar teminat karşılığı hızlı bir şekilde borçlanma imkanı sağladıkları ve likiditeyi artırdıkları için portföy finansmanında ve açığa işlem yapabilme konusunda önemli bir rol oynamaktadır. Bankacılık kesimi de repo işlemleri sayesinde, menkul kıymet alım satımı ile uğraşanlara açtıkları kredileri, risksiz devlet tahvillerinin teminat olarak gösterilmesi karşılığında genişletebilmektedir. Halen Avrupa'da sadece Fransa'da şeffaf ve likiditesi yüksek bir repo piyasası bulunmaktadır. İngiltere'de de bazı gelişmeler görülmesine rağmen başta Almanya ve İtalya olmak üzere diğer ülkelerde bazı kanuni düzenlemeler ve vergilendirme gibi konularda mevcut bulunan engeller neticesinde repo piyasalarının önemli bir kısmı Londra'ya kaymıştır.

Parasal Birliğe üye ülkelerdeki farklılaşmış piyasaların varlıklarını devam ettirip ettiremeyeceği veya bu piyasaların yerini APB çapında tek bir interbank piyasasına bırakıp bırakmayacağı sorularının cevabı henüz tam olarak açıklığa kavuşmamıştır. Yabancı bankaların bankalararası mevduat paylarının büyümesi ve faizler arasındaki farklılıkların azalmasıyla piyasalarda belirgin bir entegrasyon süreci yaşanmaktadır. Özellikle vadesi bir aydan daha kısa olan işlemler, faiz arbitrajı, vergilendirme ve kanuni düzenleme farklılıklarından dolayı hala istenilen düzeyde işleyememektedir.

Euro Alanında tek bir repo piyasasının gelişmesiyle birlikte, mali kurumlar bankalararası piyasada gerçekleşen faizlerden daha düşük faiz oranlarıyla faaliyetlerini finanse edebileceklerdir. Bu tür bir gelişme Avru-pa'daki sermaye piyasalarının gelişmesinde önemli bir rol oynayacaktır. Ayrıca, global mali kurumlar kısa vadeli APB piyasalarında, New York ve Londra piyasalarında da yaptıkları gibi daha yoğun ve aktif bir şekilde faaliyet göstererek likiditelerini düzenleme imkanına kavuşabileceklerdir. Sonuçta, Avrupa sermaye piyasaları global yatırımcıların artan faaliyetlerinin sonucunda gelişerek daha derin, likiditesi daha yüksek, daha verimli piyasalar haline gelebilecektir.

6.2.2.2 Tahvil Piyasaları

Euro'nun Avrupa tahvil piyasalarına olası etkileri üzerinde çalışma yapan iktisatçıların büyük bir kısmı özel tahvil piyasalarında hızlı bir entegrasyon yaşanacağını kabul etmektedir (McCauley ve White, 1997). Diğer taraftan, kalıcı ve değişken getiri farklılıkları nedeniyle devlet

tahvilleri piyasasının parçalanmış bir görünüm arz etmeye devam edeceği genelde kabul edilen bir görüştür.

6.2.2.2.1 Özel Sektör Tahvil Piyasası

Tek para uygulamasına geçilmesi, büyük bir olasılıkla Avrupa özel şirket tahvilleri piyasalarının gelişmesini hızlandıracaktır (Prati ve Schinasi, 1997). ABD’de ve İngiltere’de olduğu gibi Devlet tahvili piyasasında görülebilecek olan kredi riski üzerinde yoğunlaşma anlayışının Euro Alanında da yaygınlaşması durumunda ise sözkonusu hızlanmanın etkisi daha da büyüyebilecektir.

Bu sonucun ortaya çıkmasına yolaçan ilk sebep tek para birimi uygulamasının çok daha büyük bir kurumsal yatırımcı tabanı oluşumunu teşvik etmesidir. AB’de şu anda emeklilik fonları tarafından yönlendirilen yatırım miktarı 1.4 trilyon Dolar civarındadır (bkz tablo 5). Sonuçta, AB ile ABD ekonomilerinin boyutları da gözönüne alınarak bir kıyaslama yapıldığında ortaya çıkan menkul kıymetleştirme farklılığının yüzde 25 oranında azalması bile 2 trilyon Dolar civarındaki bir kaynağın uluslararası piyasalara girmesi anlamına gelmektedir. Sözkonusu rakam AB veya Japonya hisse senedi borsalarındaki toplam kapitilizasyonun yarısına eşittir.

İkinci neden ise AB firmalarının yaptıkları borçlanmalarda uluslararası piyasalara giderek daha fazla başvurma eğilimi göstermeleridir. Bu gelişmede Avrupa’lı firmalarının finansal yönetim tekniklerinin giderek karmaşıklaşması ve gelişmesi önemli bir rol oynamaktadır. Öte yandan iç borçlanma piyasalarının yeterince gelişmemiş olması, sözkonusu firmalar arasında en büyük ve en tanınmış olanlarını uluslararası piyasalardan borçlanmaya yönlendirmekte, diğerlerini ise bu piyasalara girmede çeşitli engellerle karşı karşıya bırakmaktadır.

Avrupa çapında bir özel sektör borçlanma piyasasının oluşması konusunda iyimser olmak için ortada birtakım nedenler olmakla birlikte, sözkonusu gelişmenin kısa bir sürede gerçekleşmesini beklemek mümkün değildir. Bu tür bir oluşumun önündeki engelleri ikiye ayırabilmek mümkündür. Bunlar, kanuni düzenlemelerin aşırı sıkı olması ve yeterince gelişmemiş kurumsal yatırımcı tabanıdır.

Özel tahvil piyasalarında ortaya çıkabilecek olası gelişmeler aracı mali kurumlar açısından ele alındığında ise sözkonusu kurumların rekabet güçlerinin aşağıda sayılan üç faktörden en az birinden etkilendiği görülmektedir (McCauley ve White, 1997). Bunlar;

- Tahvil çıkaran kurumlarla olan ilişkiler;
- Nihai yatırımcılarla olan ilişkiler ve
- Faizlerin yönünü ve faiz oranlarındaki farklılaşma hareketlerini de kapsayacak bir biçimde para ve tahvil piyasalarını anlayabilme yeteneğidir.

Mali kurumların rekabet gücünün yukarıda sayılan unsurlardan hangisinden kaynaklandığı Parasal Birliğin yaratacağı etkiler hususunda belirleyici bir rol oynayacaktır. Bir mali aracı kurumun rekabet gücü büyük ölçüde tahvil ihraç edenlerle olan ilişkilerine bağlı ise, Euro’nun rekabet şartlarında önemli bir değişikliğe yol açmaması beklenmektedir. Öte yandan bir aracı kurumun rekabet gücü ulusal faiz oranlarının yönünü anlayabilme veya ulusal yatırımcı tabanına hitap edebilme gibi özelliklerine bağlı ise; bu durumda Euro, rekabetin artması sonucunu doğurabilecektir. Örnek olarak, tek paraya geçişle birlikte bir Fransız bankası Fransa’daki para ve

maliye politikalarının faiz oranları üzerindeki etkilerini analiz edebilme veya Fransa içi yatırımcı tabanını kullanarak ihale kazanma gibi avantajlarından büyük ölçüde mahrum kalacaktır.

Özel tahvil piyasalarına arzda bulunacak şirketlerin konumu incelendiğinde, büyük bir olasılıkla Euro Alanını teşkil eden ülkelerin en yüksek kredi notuna sahip olma potansiyeli ve dolayısıyla şirketlerin buldukları ülkenin kredi notuyla sınırlandırılmaktan kurtulma imkanına kavuşmaları üzerinde durulması gereken bir konudur (Commission of the European Communities, 1997c). Ayrıca, bir sonraki bölümde de belirtilen sebeplerle üye ülkelerin kredi notları ile o ülkelerde faaliyet gösteren şirketlerin kredi notları arasındaki ilişkinin zayıflaması da ihtimal dahilindedir.

Yukarıda belirtilenlere ilave olarak, Euro Alanı ülkeleri ile sözkonusu bölgede yeralan şirketlerin kredi notlarında ciddi bir değişiklik yaşanması beklenmemektedir. Zaman içerisinde yatırımcılar portföylerini daha verimli bir şekilde çeşitlendirebilmek için diğer üye ülkelerdeki şirketlerin ihraç ettikleri menkul kıymetlere yönelmeleri güçlü bir olasılıktır. Bu durumun sonucunda şirketler açısından ismen tanınmanın önemi azalacak ve yapılacak kredi derecelendirmelerinin şirketlerin bu piyasa-lardan borçlanma şartları üzerindeki etkisi daha da belirginleşebilecektir.

6.2.2.2 Devlet Tahvili Piyasası

Euro'nun Avrupa devlet tahvili piyasalarının entegrasyonu üzerindeki etkilerini bir merkezde birleştirici veya merkezden uzaklaştırıcı etkiler olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür (McCauley ve White, 1997). Parasal politikaların tek bir otorite tarafından yürütülmesiyle ülke bazında risklilik değerlendirmesinde kamu maliyesi göstergelerinin daha fazla ön plana çıkacak olması kamu borçlanma kağıtları arasındaki fiyat farklılığını artırıcı bir etkide bulunabilecektir.

Yukarıda da belirtildiği gibi tek paraya geçişle birlikte kredi riskinin menkul kıymet fiyatlandırmasında en önemli rolü oynaması beklenmektedir. Kredi riski kavramı, faiz ve anapara ödemelerinin zamanında yapılamaması ile ortaya çıkmaktadır (Banque Paribas, 1997). Kredi riskinin belirlen-mesinde tahvil ihracında bulunan kuruluşun güvenilirliği önemli rol oynamaktadır. Sözkonusu güvenilirliğin değerlendirilmesi de borçlanıcıların mevcut ve geçmiş dönemlerdeki kredi notları aracılığıyla yapılmaktadır. Kredi riskinin tahvil piyasalarına yansımaları da riskten arındırılmış kabul edilen bir "benchmark" tahvilin getiri oranı arasındaki fark şeklinde olmaktadır.

Tek para kullanımının, üye ülkeler arasındaki işlemlerde kur riskini ortadan kaldıracak olması ve alım-satım işlemlerinde maliyetlerin azalacak olması nedenleriyle, devlet tahvili arzında ve devlet tahvillerine yapılacak yatırımlarda maliyetlerin azalması beklenmektedir (Prati ve Schinasi,1997). Fayda ve maliyetlerin daha şeffaf bir hale gelmesi arz ve talep üzerinde piyasa uygulamalarının uyumlulaştırılmasını teşvik edici yönde bir etkide bulunacaktır. Sözkonusu etkinin sonucunda yatırımcıların Parasal Birlik üyesi ülkeler arasında en uygun risk-getiri profiline sahip alternatiflere yönelmesiyle piyasanın alt bölümleri arasındaki farklılıkların azalması beklenebilir. Bu yüzden üye ülke yönetimleri artık kendi para birimleriyle işleyen piyasalar üzerindeki kontrollerini kaybedecekler ve daha geniş bir yatırımcı tabanına hitap etmeye çalışacaklardır. Bu uyumlulaşma süreci mükemmeliyete ulaşsın veya ulaşmasın, yatırımcılar artık kur riskini hesaba katmayacakları için hassasiyet derecesi nispeten daha düşük olan, başta kredi riski olmak üzere diğer riskler daha ön plana çıkacaklardır. Tahvil arzında bulunanların ve yatırımcıların kredi riski üzerinde yoğunlaşmaları aracı mali kurumlar arasında yeni yapılan arzlarda sınırötesi rekabeti

artıracaktır. Buna benzer bir durumun yeni borçlanmaların derecelen-dirilmesinde de görülmesi beklenmektedir. Sözkonusu rekabet artışından Avrupa'lı mali kurumlar kadar Avrupa dışındaki mali kurumların da etkilenmesi beklenmektedir. ABD'li aracı kurumlar tahvil arzı ve alımı konusunda daha çok uzmanlaşmış oldukları için göreceli bir avantaja sahip olabileceklerdir. Dolayısıyla APB'nin kurulması global yatırımcılık ve bankacılık faaliyetlerinin yeniden yapılanmasında önemli bir rol oynamaya adaydır.

Tek paraya geçiş mali piyasalarda, kamu borçlanmalarının fiyatlandırılmasında birtakım alışkanlıkların değişmesine yol açacaktır (Banque Paribas, 1997). Parasal Birlik üyesi ülkelerin riskleri, ABD veya Kanada eyaletleri ile bazı benzerlikler gösterebilecektir. Öte yandan vergi toplama ve harcama yapma konularında ülkelerüstü bir gücün olmaması APB'yi diğer parasal birliklerden ayırmaktadır. Üye ülkelerin vergi toplamadaki kapsamlı yetkilerinin devam edecek olması da bu ayırımın daha da belirginleşmesine neden olmaktadır.

Bu aşamada Maastricht kriterleri, mali piyasalar ve kredi derecelendirme kuruluşları açısından APB'nin kredibilitesini artırmasına rağmen, Parasal Birliğe üye ülkeler açısından birtakım risklerin doğmasına da neden olmaktadır. Sözkonusu kriterlerin sıkı bir şekilde uygulanması halinde APB'nin mali piyasalarda kredibilitesi yüksek olacaktır. Diğer taraftan bu hedefe ulaşmak için uygulanabilecek sıkı maliye politikaları ise, özellikle Parasal Birliğin ilk yıllarda piyasalarda APB'nin parçalanabileceği yönündeki beklentileri güçlendirebilecek ve böylelikle ortaya çıkacak bir riskin getiri oranlarına yansımaya yol açabilecektir.

Parasal Birliğe üye ülkelerin ekonomileri piyasa büyüklüğü, bütçe performansları ve borç yükleri açısından kaydadeğer farklılıklar göstermektedir (Bkz. Grafik 6.3 ve Grafik 6.4). Sözkonusu farklılıklar diğer sosyal ve siyasi unsurlarla da birleşerek mali piyasaların kredi riskini fiyatlandırmalarında etkili olmaktadır.

Diğer taraftan, belli başlı kredi derecelendirme kuruluşlarının Parasal Birlik üyesi ülkelerin değerlendirmeleri sırasındaki yaklaşımlarının da değişmesi ihtimal dahilindedir. Gelecekte, bu kuruluşlar üye ülkelerin vergi sistemleri veya vergi hasılatını artırabilme potansiyelleri gibi özellikleri üzerinde yoğunlaşacaklardır. Dolayısıyla ödemeler dengesi performanslarının arka planda kalması güçlü bir olasılıktır.

AB üyesi ülkelerde devlet tahvillerinin getiri oranları büyük ölçüde kısa vadeli faiz oranları, enflasyon oranları, kamu maliyesi performansları ve döviz kuru gelişmeleri ile Alman devlet tahvillerinin getiri oranlarından etkilenmektedir. Ayrıca yatırımcıların beklentileri ve risk algılama alışkanlıkları da tahvil piyasalarındaki getiri oranlarındaki mevcut farklılıkların meydana gelmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Sözkonusu beklenti ve alışkanlıklar genellikle yatırımcının geçmiş tecrübelerine ve coğrafi faktörlere dayanmaktadır.

“Benchmark” olarak nitelendirilen bir tahvile kıyasla göreceli getiri oranlarının hesaplanmasında genellikle aşağıda sayılan unsurlar gözönünde bulundurulmaktadır.

- **Kur ve Faiz Dalgalanmaları:** Tek paraya geçişle birlikte bu faktörün etkisi ortadan tamamen kalkacaktır;

- **Kredi Riski Kaygıları:** Kişi başına düşen gelirin yüksek olması ile kredibilite arasında sıkı bir ilişki gözlenmektedir. Düşük enflasyon ve düşük dış borç oranları da yüksek kredi notlarıyla istikrarlı bir ilişki içerisindedir;

- **İsme Tanınma / Kurumsal Tercihler:** Büyük bir olasılıkla, en azından Parasal Birliğin ilk dönemlerinde yatırımcılar, diğer ülkelerdeki getiri oranları ne olursa olsun kendi ülkelerindeki kuruluşlar tarafından piyasaya arz edilen tahvilleri tercih etme eğilimine sahip olabileceklerdir. Yatırımcılar arasında kredi riski merkezli bir anlayış hakim olmaya başladıkça sözkonusu türden eğilimlerin azalması beklenebilir;

- **Likidite:** Devlet tahvilleri piyasası açısından likiditenin özel tahvil piyasalarına nazaran daha önemsiz olacağı düşünülmektedir. Diğer taraftan likidite, farklı tahvil alternatiflerinin karşılaştırılmasında önemli bir unsur olmaya devam edecektir;

- **Vergi Politikasındaki Farklılıklar:** Bazı devlet tahvilleri, ait oldukları ülkenin vergi sistemlerindeki kendine has birtakım özellikler nedeniyle diğerlerinden farklı değerlendirilmeye devam edeceklerdir.

Parasal Birliğe geçilmesini müteakip meydana gelecek faiz farklılıklarını tahmin edebilmek için yapılacak hesaplamalarda, yukarıda sayılan faktörlerden bazılarının etkilerinin arındırılması gerekmektedir. Örneğin, tek paraya geçişle birlikte ülkeler arasındaki enflasyon oranları farklılıklarının tahvillerin getiri oranları üzerinde etkili olmayacağını iddia etmek ilk bakışta şaşırtıcı görünebilir. Bir ülkenin enflasyon oranı diğer ülkelerden ne denli farklı olursa olsun, bu durum sadece AMB'nın uygulayacağı para politikasını değiştirebilecektir. Tahvillerin getiri oranlarında bu nedenle oluşabilecek farklılıklar arbitraj nedeniyle ortadan kalkacaktır. Euro Alanında tek bir kısa vadeli faiz oranı oluşacağı için, (bir ülkenin APB'den ayrılması riskinin doğurdukları hariç) ülkeler arasında beklenen faiz oranları arasında herhangi bir farklılık yaşanmayacaktır.

Ayrıca ulusal tasarruf eğilimi gibi üye ülkelere özgü diğer bazı faktörler de sözkonusu enstrümanlardaki faiz oranı farklılıklarında belirleyici olabilecektir.

Bir ülke hükümeti tarafından ihraç edilen ve o ülkenin para birimi cinsinden çıkartılmış mali enstrümanlar için referans niteliği taşıyan tahviller "**benchmark**" olarak nitelendirilmektedir (Commission of the European Communities, 1997c). Bu tip ihraçlar riskten arındırılmış getiri oranlarına en yakın getiri oranlarına sahip olma gibi bir özelliğe sahiptir. Sözkonusu ihraçların hacimleri genelde büyük, likiditeleri yüksek, riskleri bazı türev enstrümanlar kullanılmak suretiyle azaltılmış ve alış ile satış fiyatları arasındaki fark nispeten daha düşüktür. Ayrıca, sözkonusu tahviller repo piyasalarında ve birçok değişik türde mali kontratlarda teminat olarak yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Arz edenler açısından, ödenecek faizin mümkün olduğunca düşük olması ve sağlanan likidite ile geniş bir yatırımcı tabanına hitap edebilme olanağı, bu tip tahvillerin en önemli avantajlarıdır. Bu nedenle bir tahvilin "benchmark" statüsünde olması, mümkün olan en düşük maliyet ve en yüksek likidite ile piyasadaki finansman sağlanması anlamına gelmektedir.

Diğer taraftan Euro Alanı için yukarıdaki tanıımı aynen kullanmak mümkün olmayacaktır. Bunun nedeni yakın gelecekte Parasal Birliğe üye hiçbir ülkenin Euro cinsinden menkul kıymet piyasaları üzerinde mutlak bir hakimiyet kurma ihtimalinin olmaması veya Euro Alanı içinde, örneğin federal bir borçlanma birimi gibi uygun özelliklere sahip tek bir ihraççı kuruluşun bulunmamasıdır.

Her ne kadar Euro Alanının tamamını içine alacak bir ihale programının açıklanması şu aşamada pek mümkün görünmese de, önemli ihaleler sırasında üye ülkeler arasında gayriresmi bir koordinasyonun ortaya çıkması Parasal Birliğin diğer bir olası sonucu olacaktır. "Benchmark"

konumu için aday olan ihraççıların, düzenli ihraçlar içeren ve önceden duyurulan ihale programları açıklamak durumunda kalacakları beklenmektedir.

Parasal Birlik içerisinde sözkonusu tipte borçlanma enstrümanları çıkarma potansiyeli en yüksek ülkeler Almanya ve Fransa'dır (McCauley ve White, 1997). Fransa'nın ilk bakışta bazı teknik avantajlara sahip olduğu görülmektedir. Örneğin Fransız devlet tahvillerinin hacimleri daha büyük, vade dağılımları daha dengelidir. Ayrıca şeffaf ve likiditesi yüksek repo piyasaları bu tahvillerin piyasasındaki derinliği artıran diğer bir unsurdur. Ayrıca, Fransa'da bir "strip piyasası" da oluşmuştur. Son olarak Fransız hükümeti halihazırdaki borç stokunu 1 Ocak 1999 itibarıyla Euro'ya çevireceğini açıklamıştır. Fransa için yukarıda sıralanan avantajlardan bir çoğu, gerekli düzenlemeler yapıldığı takdirde Almanya tarafından da kısa vadede tatbik edilebilecek unsurları içermektedir. Bu alanda beklenildiği gibi bir rekabet yaşanması halinde, Avrupa mali piyasalarının sözkonusu rekabetin sonucunda daha az parçalanmış, daha derin, likiditesi daha yüksek ve daha verimli piyasalar haline gelmeleri güçlü bir olasılıktır. Ayrıca kredi notu yüksek uluslararası kuruluşların da "benchmark" statüsü için Parasal Birliğe üye ülkelerle rekabet etmeleri sözkonusudur. Örnek olarak Avrupa Yatırım Bankası (AYB) yetkililerinin, bu yöndeki niyetlerini defalarca açıkladıkları bilinmektedir.

6.2.2.3 Hisse Senedi Piyasaları

Tek paraya geçiş, hisse senedi borsalarında yakın geçmişte yaşanan rekabetin yoğunlaşması, artan entegrasyon ve teknolojik ilerleme gibi süreçlerin daha da hızlanmasına yol açacaktır (Prati ve Schinasi, 1997).

Avrupa'daki hisse senedi borsaları karşılaştırıldığında Londra borsasının işlem gören şirket sayısı, sermaye birikimi (market capitalization) ve işlem hacmi olarak açık farkla önde olduğu görülmektedir. Londra piyasasına, işlem gören şirket sayısı ve sermaye birikimi açısından sadece Frankfurt ve Paris borsalarının rakip olabileceği düşünülmektedir. Euro Alanında yer alan diğer borsalar ise, derinlik ve likidite açısından yukarıda sözedilen borsalar ile kıyaslandıklarında oldukça zayıf bir konumdadır.

Euro'nun hisse senedi piyasalarında kullanılmaya başlanması, Avrupa borsaları elektronik alım-satım sistemleri arasındaki farklılıkların ortadan kalkmasına yol açacaktır. Böyle bir durum ise büyük bir ihtimalle Avrupa çapında sağlam ve tanınmış şirketlerin hisselerinin işlem göreceği elektronik bir borsanın oluşmasına yol açacaktır. Bu beklentilerin gerçekleşmesi durumunda ulusal borsalar, ülkeler arasındaki farklılıklardan doğan fırsatlar ve nispeten ufak yerel şirketlerin kağıtları üzerinde yoğunlaşmak durumunda kalacaktır. Sonuç olarak APB'nin, sınırötesi hisse senedi ticaretini daha da geliştirmesi ve ulusal para piyasalarının entegrasyonu ile mevcut likiditenin daha da artmasına katkıda bulunması beklenmektedir.

Hisse senedi borsalarının birleşmesinin önünde de birtakım engeller bulunmaktadır. Parasal Birlik çerçevesinde yapılan düzenlemeler ulusal borsalar için birtakım korumacılık olanakları tanımaktadır. Ayrıca muhasebe uygulamalarında görülen farklılıklar da kurumsal yatırımcıların bazı ülkelerde yatırım yapmalarında caydırıcı bir rol oynayabilir. Buna ilaveten, takas işlemlerinin işlem maliyetlerini artırma yoluyla hisse alım-satımını olumsuz şekilde etkilemesi sözkonusudur.

Söz konusu etkiyi azaltmak ise ancak merkezileştirilmiş bir sistemin kurulup işletilmesiyle mümkün olabilecektir.

6.2.2.4 Türev Piyasalar

Euro'nun türev piyasalarını iki şekilde etkilemesi beklenmektedir. Söz konusu etkiler, bazı kontrat çeşitlerinin ortadan kalkması veya tek bir kontrat tipi altında birleşmeleri ve azalan enstrüman sayısının çeşitli türev piyasaları arasındaki rekabetin yoğunlaşmasına yolaçması olarak özetlenebilir.

Parasal Birliğin türev kontratların yapısı üzerinde görülecek en doğrudan etkisi üye ülkelerin ulusal para birimlerinin ortadan kalkması şeklinde olacaktır. Buna rağmen Parasal Birliğin, üye ülkeler arasındaki ticaretin ve üye ülkelere giren sermaye miktarının artmasına yolaçması durumunda para piyasası ile ilgili türev enstrümanlara olan talep artabilecektir. Ayrıca özellikle, 1999-2002 yılları arasındaki geçiş döneminde piyasalarda oluşabilecek belirsizlikler, kurlar ve faiz oranları ile ilgili türev enstrümanlarının kullanımını yaygınlaştıracaktır. APB'nin oluşturulması, üye ülkelerin para birimlerinin tamamen birbirleriyle ikame edilebilmesi sayesinde faiz oranları swap'ini piyasasını daha da büyütecek ve bu piyasanın likiditesini artıracaktır. Buna ek olarak APB üyesi ülkelerde devlet ve özel sektör tahvillerinin faiz farklılıklarından kaynaklanan opsiyon kontratı talebinin de hissedilir bir şekilde canlanması beklenebilir.

6.3 Avrupa Para Birliği'nin Küresel Etkileri

APB'nin kurulması, Bretton Woods Sistemi'nin çöküşü ve 1970'li yılların başında esnek kur sisteminin benimsenmesinden bu yana uluslararası para sisteminde yaşanan en önemli gelişmedir (Bergsten 1997). Euro Alanında uygulanacak olan makroekonomik politikalar, bölgenin büyüklüğü nedeniyle dünya ekonomisini önemli ölçüde etkileyecektir. APB çapında uygulanacak makroekonomik ve yapısal politikaların bölge dışındaki diğer ülkeleri etkilemesi temelde *döviz kuru* ve *faiz gelişmeleri* aracılığıyla olacaktır.

6.3.1 Euro'nun Bir Uluslararası Para Birimi Olma Potansiyeli

Bir para biriminin uluslararası işlemlerde kullanılma potansiyelini belirleyen beş temel faktör vardır (Ayrıca Bkz. Bölüm 7.2). Bunlar;

- Ait olduğu ekonominin gücü ve bu ekonominin uluslararası ticaretinin boyutu;
- Ekonominin dış etkenlerden bağımsızlığı;
- Alım-satımı üzerinde sınırlandırma veya kısıtlamaların bulunmaması;
- Sermaye piyasalarının genişliği, derinliği ve likiditesi;

- Ekonominin kendisinin ve uluslararası konumunun gücü ve istikrarıdır.

İlk iki kriter açısından, bütünleşmiş bir Avrupa ABD'ye karşı az da olsa bir üstünlük sağlamaktadır. AB ülkelerinin GSYİH toplamı 8.4 trilyon Dolar iken bu rakam ABD için 7.2 trilyon Dolar'dır. Potansiyel üretim büyümesinin her iki bölge için de benzer seviyelerde gerçekleşmesinin beklendiği gözönünde bulundurulursa, bu açıdan mevcut durumun ileride de devam etmesi beklenebilir.

Global ticaret akımları sözkonusu olduğunda ve AB içi ticaret dahil edilmediğinde, AB'nin dış ticaretinin 1.9 trilyon Dolar ve ABD'nin dış ticaretinin ise 1.7 trilyon Dolar olduğu görülmektedir.

Dışa açıklık derecesi açısından iki bölge karşılaştırıldığında ise dış ticaretin toplam üretime oranının her iki bölge için de yüzde 23 olduğu görülmektedir. Her ne kadar son 25 yılda bu orandaki artış ABD'de AB'nin iki katı kadar gerçekleşmişse de sözkonusu oranın gelecek yıllarda da benzer seviyelerde seyretmeleri beklenmektedir. Dolayısıyla her iki bölgenin de dış sınırlamalardan yeterince bağımsız olduğu ve politika oluştururken dışsal şoklara karşı pek fazla duyarlı olmalarının gerekmediği sonucuna varılabilir.

AB ya da ABD'nin ileride döviz alım-satımı veya sermaye hareketleri üzerinde sıkı bir kontrol uygulayabilecekleri düşüncesi bu aşamada rasyonel bir beklenti olarak görünmemektedir. Dolayısıyla bu kriter açısından da Euro ile Dolar arasında herhangi bir belirleyici fark yoktur ve gelecekte de bu durumun değişmesi beklenmemektedir.

Geçiş döneminde Avrupa sermaye piyasalarına hakim olacak belirsizlik nedeniyle, ABD piyasaları ile genişlik, derinlik ve likidite açılarından objektif bir karşılaştırmanın yapılabilmesi, içinde bulunduğumuz aşamada belirsiz bir konudur. Halihazırda Amerikan yerel menkul kıymetler piyasasının büyüklüğü AB piyasalarının toplamının yaklaşık iki katıdır. Avrupa mali piyasaları bugün dağınık bir görünüm arz etmektedir. Ayrıca Euro Alanında ABD'de olduğu gibi, piyasaların gelişmesine yaptığı borçlanmalar yolu ile destek olabilecek tek bir merkezi hükümet de olmayacaktır. Parasal Birlik içerisinde standartların ve uygulamaların uyumlulaştırılmasının zaman alacağı beklenmektedir.

Bu konuda ele alınacak son kriter ise, APB ekonomisinin gücü ve istikrarı olacaktır. Euro'nun uluslararası konumunu olumsuz yönde etkileyebilecek hiperenflasyon ya da buna benzer bazı istikrarsızlıkların oluşması beklenmemektedir. Aksine mevcut beklentiler, AMB'nin sorumlu bir davranış içinde politika uygulayacağı ve olabildiğince hızlı bir şekilde kredibilite tesis edebileceği yönündedir. Ancak, ekonomik büyümenin sürdürülebilmesi için gerekli bazı yapısal reformların gerçekleştirilememesi ihtimali mevcuttur. Bununla beraber piyasaların, istikrara büyümeden daha fazla önem vermeleri, Euro'ya avantaj sağlayacak bir unsur olabilecektir.

Yukarıda sayılan tüm faktörlere ilave olarak, ABD'nin dış ekonomik konumu Doların gelecekte sahip olacağı istikrar ve değer hakkında bazı şüphelerin doğmasına yol açmaktadır. ABD geçtiğimiz 15 yılda devamlı olarak cari işlemler açığı vermektedir (Bkz. Grafik 6.5). Ayrıca, bu ülkenin net dış borç miktarı 1 trilyon Doları aşmaktadır ve borcun artış hızı da yıllık olarak yüzde 15 ila 20 arasında gerçekleşmektedir. Diğer taraftan AB, dengeli bir uluslararası varlık kompozisyonuna sahiptir ve içinde bulunduğumuz yıllarda uluslararası hesaplarında fazla vermektedir. Bu önemli kriter açısından AB ülkeleri, ABD'ye karşı belirgin bir üstünlük sağlamaktadır.

6.3.2 Euro'nun Diğer Para Birimleri Karşısındaki Değeri

Birçok gelişmiş ülkede enflasyonun düşük seviyelerde seyrediyor olması, orta vadede Euro'nun diğer başlıca para birimleri karşısındaki değerinin belirlenmesinde enflasyon farklılıklarının belirgin bir rol oynamayacağı konusundaki düşünceleri desteklemektedir (Funke ve Kennedy, 1997). Bu nedenle, kısa ve orta vadede Euro'nun Dolar ve Yen karşısındaki değerinin maliye politikalarındaki farklılıklardan etkilenmesi beklenmektedir. Parasal Birliğe dahil ülkelerde diğer ülkelere göre daha sıkı maliye politikaları izlendiği takdirde, bölgenin cari dengesi fazla verecek, net dış varlıklar artacaktır. Bu durum başlangıçta Euro'nun değeri ve faizler üzerinde aşağı yönlü bir baskı yaparak, yatırımların ve net ihracatın artmasına, ekonomik aktivitenin canlanmasına neden olabilecektir. Ancak zamanla dengeleme mekanizmalarının da etkisiyle Euro'nun değeri artmaya başlayacak, net dış varlıkların toplam servet içerisindeki payı Euro'nun daha yüksek reel değere sahip olduğu bir yerde dengeye ulaşacaktır. Diğer taraftan, Euro Alanında diğer ülkelere göre daha sıkı bir maliye politikası uygulanmasının belirsizlik ve riskleri azalttığı ölçüde, Euro'nun değeri yükselme eğiliminde olacaktır. Euro'nun diğer paralar karşısındaki değerinin fazla düşmeyeceği varsayımı altında, iç talebi canlandırmada faiz oranlarının daha büyük bir rol oynayacağı düşünülmektedir.

Diğer taraftan, Parasal Birliğe geçildikten sonra Euro, Dolar ve Yen arasındaki kurlar halen öngörüldüğünden daha dalgalı bir seyir izleyebilir. ABD, Japonya ve AB hem ticari açıdan nispeten daha kapalı, hem de ticari faaliyetlerinin iyi çeşitlendirilmiş olması nedeniyle maliyeti düşük olacağından para birimleri arasındaki kur dalgalanmalarına fazla önem vermeyebilirler. Bu takdirde, Parasal Birlik, kurun Dolar ve Yen karşısında daha önce olduğundan daha dalgalı bir seyir izlemesine neden olabilecektir. AMBS'nin kur gelişmelerine üye ülkelerin merkez bankalarının daha önce verdiğinden daha az önem verebileceği de gözardı edilmemelidir. Ayrıca, Euro'nun değerinin Dolar ve Yen karşısında dalgalı bir seyir izlemesi, ulusal para birimlerini sözkonusu üç para biriminden birine karşı sabitlemiş küçük ve dışa açık ekonomileri daha ciddi bir şekilde etkileyebilecektir.

6.3.3 Uluslararası Sermaye Akımları

Uluslararası sermaye hareketlerinin altında yatan temel nedenlerin açıklanmasında portföy dengesi teorisi önemli bir yere sahiptir (Shapiro, 1995). Özet olarak Portföy dengesi teorisi yatırımcıların, servetlerinin büyüklüğüne bağlı olarak farklı paya sahip menkul kıymetlerden oluşan portföyler oluşturduklarını belirtmektedir. Bu süreç sırasında yatırımcılar bir menkul kıymeti portföylerine katıp katmama kararı almadan önce, sözkonusu yatırım alternatifinin riskini ve beklenen getiri oranını gözönünde bulunduracaklardır.

Bu teoriye göre, uluslararası sermaye akımlarının iki kaynağı olabilir. Birinci kaynak, getiri ve risk oranlarında herhangi bir değişme mevcut değilken, yalnızca yatırımcıların servetlerinin arttığı bir durumda ortaya çıkmaktadır. Ortaya çıkan yeni servet yerli ve yabancı menkul kıymetler arasında eskisi gibi dağıtılacak ve bu dağıtım esnasında uluslararası piyasalarda bazı sermaye akımları görülecektir. Bu tip yatırımcıların reel gelirlerindeki artıştan kaynaklanan sermaye akımları, uluslararası sermaye akımlarının sürekli akımlar bölümünü oluşturmaktadır.

Uluslararası sermaye akımlarının diğer ve daha önemli olan kaynağı ise stok düzenlemelerine dayanmaktadır. Sözkonusu tipteki düzenlemeler yatırım alternatiflerinin risk ve getiri oranlarını değiştiren veya değiştirmesi beklenen birtakım gelişmelerin yaşanması sonucunda

ortaya çıkmaktadırlar. Yatırım portföylerinin ulaşmış olduğu büyüklüklerin yıllar süren birikimlerin sonucu olması nedeniyle, stok düzenlemelerinin yeni birikimlerden kaynaklanan akımlardan çok daha büyük boyutlarda olması doğaldır.

Bu açıdan ele alındığında Euro, büyük bir ihtimalle Parasal Birliğe üye ülkelere giren ve üye ülkelere çıkan sermaye akım miktarını ve uluslararası portföylerin yapısını değiştirecektir (Prati ve Schinasi, 1997). Sözkonusu akımın Euro'nun gelecekteki risk ve getirisiyle bağlantılı başlıca üç faktörden etkilenmesi beklenmektedir. Bunlar: (i) Euro'nun gücü ve istikrarı, (ii) Euro'nun uluslararası rezerv para olarak ve uluslararası ticari ve mali işlemlerinde kullanılma derecesi ve (iii) AB mali piyasalarının gelecekte sahip olacağı derinlik ve likidite şeklinde sıralanmaktadır.

6.3.3.1 Resmi Sermaye Akımları

Euro'nun uluslararası para sisteminde alacağı yerin belirlenmesinde Dolar ve Yen karşısında alacağı değerin istikrarı ve gücü ile uluslararası ticaret ve ödemelerde kullanılma oranı çok önemli bir rol oynayacaktır.

Gelişmekte olan ülkelerde ticari akımlar ile döviz rezervleri arasında sıkı bir ilişki varolmasına rağmen, bu tür bir ilişki gelişmiş ülkelerde genellikle zayıftır. Gelişmiş ülkelerde, ithalat her zaman rezervler ile finanse edilmez, çünkü özel sektör ithalattan doğan yükümlülükleri kendi kaynakları ile karşılayabilmektedir. Gelişmiş ülkelerde döviz rezervleri daha ziyade piyasalara müdahale etmekte kullanılmaktadır. Sermaye kontrollerinin olmadığı bir ortamda, AMBS'nin döviz rezervi büyüklüğünün ve değişkenliğinin dış ticaret akımlarından ziyade sermaye akımları, AMB'nin uyguladığı kur politikaları ile Döviz Kuru Mekanizması 2'den doğacak yükümlülüklerden etkilenmesi beklenmektedir. Tablo 6.7'den de görülebileceği gibi gelişmiş ülkelerde sınırötesi mali işlemler zamanla oldukça büyük boyutlara ulaşmış ve dış ticaret rakamlarını gölgede bırakmıştır (McCauley, 1997).

Parasal Birliğe üye ülkelerin dışında ise, resmi uluslararası rezervlerde ortaya çıkabilecek değişimler, büyük ölçüde Euro'nun döviz piyasalarında oynayacağı rol, Euro cinsinden hazine bonusu piyasasının likiditesi ve Euro'dan sağlanabilecek istikrar ve risk dağıtımını faydalarından kaynaklanacaktır.

Dünya uluslararası rezervler toplamı 1.4 trilyon ABD Doları civarındadır. Bu miktar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında yaklaşık olarak eşit bir şekilde bölüşülmektedir (Bergsten, 1997). Gelişmekte olan ülkelerin döviz rezervlerinin yüzde 60'ı ABD Doları, yüzde 20'si ise Avrupa para birimlerinden oluşmaktadır. Türkiye'nin resmi rezervlerinin ise yüzde 60'ı Avrupa Birliği ülkeleri para birimleri cinsindedir. APB'ne geçişle birlikte toplam rezerv talebinde bir değişiklik yaşanmayacağı ve yukarıda bahsedilen oranların birbirlerine eşitleneceği varsayıldığında, bu, 150 milyar Dolara yakın bir miktarın uluslararası rezervlerde Dolar'dan Euro'ya kaydırılması anlamına gelmektedir.

Gelişmiş ülkelerde de buna benzer boyutlarda gelişmeler yaşanabilir. 200 milyar Dolar'dan fazla döviz rezervi bulunan ve sözkonusu rezervin tamamını Dolar olarak tutmakta olan Japonya, Euro'ya gerektiğinde müdahalede bulunabilmek için bu miktarın önemli bir kısmını Euro'ya kaydırabilecektir. ABD de gelecekteki Euro rezervlerinin miktarını şu anki Alman Markı olarak sahip olduğu 20 milyar Dolar seviyesinin üstüne çıkarmak isteyebilecektir.

Parasal Birlik üyesi ülkeler ise tek paraya geçişle birlikte daha az rezerv miktarına ihtiyaç duyacaklardır. Bundan dolayı büyük bir kısmı Dolar olmak üzere ellerindeki rezervlerin yaklaşık 50

ila 200 milyar Dolarlık bir kısımdan kurtulmak isteyeceklerdir. Diğer taraftan bu ülkelerle yakın ilişkileri olan ve Euro karşısında istikrarlı bir kur amaçlayan Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri ile bazı Kuzey Afrika ülkelerinin para birimlerinin değerini Euro'ya sabitlemeleri sözkonusu olursa Euro'nun rezerv para olarak oynayacağı rol daha önemli bir hale gelebilecektir. Ayrıca bir ülkenin para birimini Euro'ya sabitlemesi çeşitli Avrupa ülkeleri para birimlerine sabitlemesinden daha kolay olacağı için, ileride para birimlerini Euro'ya sabitleyecek ülke sayısının şu anda para birimlerinin değerini çeşitli Avrupa ülkeleri paralarına sabitlemiş ülke sayısından daha fazla olması beklenebilir.

Yukarıda kısaca ele alınan beklentiler ve varsayımlar gözönüne alındığında karşımıza Dolar'dan Euro'ya kayması beklenebilecek 100 ila 300 milyar Dolar arası bir miktar çıkmaktadır. Ayrıca, Tablo 6.8'de Parasal Birliğe geçişten sonra AB üyesi ülkeler için yapılan farklı döviz rezervi fazlası tahminleri verilmiştir.

6.3.3.2 Özel Sermaye Akımları

Euro Alanına girmesi beklenen sermaye akımları arasında özel yatırımcılardan kaynaklanan sermaye akımları, merkez bankaları kaynaklı olanlardan çok daha belirgin bir rol oynayabileceklerdir (Prati ve Schinasi, 1997). Euro Alanında oluşması beklenen özel sermaye akımlarının yönü ve miktarı, Avrupa sermaye piyasalarının büyüklüğü, derinliği ve likiditesi ile Euro'nun diğer para birimlerine kıyasla getireceği risk dağıtma faydalarından doğrudan etkilenecektir. Avrupa devlet tahvili piyasalarında beklenmekte olan entegrasyonun boyutları ve hızı ile Euro cinsinden işlem yapılacak olan tek bir devlet tahvili piyasasının oluşumu uluslararası sermaye akımlarını Euro Alanına çekmekte anahtar rol oynayacaktır. Tek para birimi ve tek para politikasının sonucunda yine tek bir repo piyasası oluşabilecek ve Euro cinsinden işlem yapılacak olan tek bir devlet tahvili piyasasının gelişmesi yönünde teşvik edici bir unsur olacaktır. Böyle bir piyasa uluslararası sermaye çekmede ABD tahvil piyasasının en büyük rakibi haline gelebilecektir. Uluslararası kurumsal yatırımcıların böyle bir piyasa tarafından cezbedilmeleri ve portföylerinin önemli bir kısmını Euro bazındaki sermaye piyasalarına tahsis etmeleri kaçınılmaz olacaktır. Orta vadede, tek paraya geçiş Euro cinsinden tek bir şirketler kesimi tahvil piyasasının oluşmasına da yolaçabilecektir. Bu tür bir gelişme kredi notuna sahip Avrupa'lı firma sayısını artırabilecek, bu durumda sadece kredi notuna sahip şirketlere yatırım yapmakla sınırlandırılmış kurumsal yatırımcıları bu piyasada yatırım yapmaya teşvik edebilecektir. Euro cinsinden tahvil arzının artacak olmasının Euro'nun değerini olumsuz bir şekilde etkileyebilmesi mümkündür ancak büyük bir ihtimalle talep artışından kaynaklanan etkilerin daha ağır basması beklenmektedir.

APB hisse senedi borsalarının ufak olmaları sebebiyle sözkonusu borsalardan uzak duran bazı kurumsal yatırımcılar, piyasaların entegre olmasıyla portföylerinin daha büyük bir kısmını üye ülkeler piyasalarına kaydırabileceklerdir. Ancak, tahvil piyasalarına kıyasla bu piyasalara olan akımlar yerel piyasalar arasında mevcut birtakım farklılıkların ortadan kalkmama ihtimali nedeniyle sınırlı miktarlarda kalabilecektir.

Tek paraya geçişin üye ülke ekonomilerinin ve mali piyasalarının entegrasyonunu artırma derecesine paralel olarak bu ülkelerdeki konjonktürel dalgalanmalar arasındaki ilişkiyi de artırması beklenmektedir. Kurucu ülkelerin temel göstergeleri arasındaki ilişkinin belirginleşmesiyle ve farklı para politikası uygulamalarından kaynaklanan farklı şokların ortadan kalkmasıyla, Euro Alanındaki tahvil ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin de güçlenmesi büyük bir olasılıktır. Öte yandan, sözkonusu ilişkinin güçlenmesi Euro'dan sağlanabilecek risk dağıtma faydalarının üye ülkelerin para birimlerinin ayrı ayrı sağladığı faydalara kıyasla azalmasına yolaçacaktır. Kaybedilen risk

dağıtımını faydalarının telafi edilebilmesi için yatırımcıların portföylerinde APB-dışı (İsviçre Frangı ve İngiliz Sterlini gibi) para birimlerine kaymanın görülmesi beklenebilir. Çekirdek AB ülkelerinde son yıllardaki mali varlık fiyatlarının sıkı bir ilişki içinde olduğu da gözönünde bulundurulduğunda, bu türden bir kaymanın halihazırda büyük oranda gerçekleşmiş olduğu ve portföy yapılarında görülebilecek bu tür değişikliklerden sağlanabilecek faydaların çok da fazla olamayacağı sonucuna varılabilir.

Tek paraya geçişin AB emeklilik fonlarının Euro Alanı dışındaki yatırımları üzerinde pek fazla etkisi olmayacağı beklenmektedir. Öte yandan orta vadede bu fonların geçirmesi beklenen yapısal değişimler nedeniyle getiri oranları üzerinde daha çok yoğunlaşmalarıyla uluslararası piyasalarda yaptıkları yatırım miktarında bir artış görülebilecektir.

AB ülkeleri arasındaki varlıklar hariç tutulduğunda, global mali varlıkların toplamı 3,5 trilyon Dolar civarındadır (Bergsten, 1997). Söz konusu varlıkların yüzde 50'si Dolar cinsinden ve sadece yüzde 10 kadarı Avrupa para birimleri cinsindedir. Bu iki oranın dengelenmesi 700 milyar Dolarlık bir akımın oluşması anlamına gelmektedir. Kamu ve özel kesim kaynaklı akımlar hakkında yapılmış olan tahminler biraraya getirildiğinde ise ortaya 500 milyar Dolar ila 1 trilyon Dolar arasında bir rakam çıkmaktadır.

Yatırımcıların Euro Alanı'na yönelmesi, Euro ve APB'nin güvenilirliğini ispat etmesine bağlı olarak adım adım gerçekleşebilecektir. Euro'nun nasıl bir para birimi olacağı açıklık kazanmaya başladıkça ve Euro cinsinden tahvil piyasaları derinleştikçe, kurumsal yatırımcıların ve merkez bankalarının portföy oluşturmada Euro'ya daha olumlu yaklaşımları kaçınılmazdır. Bu tür bir gelişme hiç şüphesiz Euro'nun değeri üzerinde olumlu bir etkide bulunacaktır. Uzun vadede Euro rezerv para olarak kullanılmada Doların rakibi olabilecektir. Öte yandan uluslararası ticarete kullanılmada Dolara rakip bir konuma gelmesi, şu anda Dolar kullanımının sahip olduğu yaygınlığı ve düşük maliyeti gibi özellikler nedeniyle daha uzun bir zaman alabilecektir.

TABLO 6.1

Ülke Bazında Başlıca Bankaların Karlılığı

Ülke	Banka Sayısı	Kar*/Toplam Varlıklar		Net Faiz Marjı/Toplam Varlıklar		İşletme Masrafları/Toplam Varlıklar	
		1995	1996	1995	1996	1995	1996
Avusturya	4	0,38	0,36	1,79	1,72	1,79	1,80
Belçika	4	0,59	0,53	1,65	1,62	1,66	1,66
Fransa	6	0,21	0,32	1,15	1,09	1,43	1,40
Almanya	3	0,46	0,51	1,55	1,37	1,87	1,98
İtalya	8	0,42	0,41	2,45	2,27	2,46	2,42
Hollanda	3	0,72	0,79	2,18	2,21	2,26	2,39
İspanya	6	0,78	0,89	2,58	2,57	2,55	2,51
İngiltere	4	1,27	1,22	2,28	2,24	2,87	2,72
A.B.D.	13	1,71	1,86	3,30	3,42	3,64	3,83
İsviçre	3	0,54	-0,07	1,05	0,96	2,20	2,18

* Vergi öncesi kar.

KAYNAK: White (1998)

TABLO 6.2
Bankacılık Sektörü'nün Yapısı

Ülke	Banka Sayısı			Yoğunluk		
	1980 ¹	1990	1996	1980 ²	1990	1996 ³
				(En büyük beş bankanın toplam varlıklarının bankacılık sisteminin toplam varlıkları içerisindeki payı)		
Avusturya	1,595	1,210	1,019	—	—	42
Belçika	176	157	141	53	48	58
Fransa	1,033	786	570	57	52	52
Almanya ⁴	5,355	4,180	3,392	—	—	16
İtalya	1,071	1,067	911	26	24	29
Hollanda	200	180	172	73	77	80
İspanya	357	327	313	38	38	48
İngiltere	796	665	557	63	58	57
A.B.D.	36,103	28,044	22,846	9	9	16
İsviçre	478	499	403	45	45	51

TABLO 6.3
Bankacılık Sektöründe Birleşme ve Satın Almalar

Ülke	(Milyar \$)				(Yüzde ¹)			
	1991-92	1993-94	1995-96	1997-98 ²	1991-92	1993-94	1995-96	1997-98 ²
Avusturya	1,7	0,4	1,4	2,8	-	16,8	65,3	-
Belçika	1,0	0,6	0,4	5,1	14,1	7,0	4,4	71,3
Fransa	2,4	0,5	6,1	1,3	4,3	1,0	8,9	2,1
Almanya	3,5	1,9	1,0	19,3	6,5	7,6	4	54,6
İtalya	5,3	6,1	6,2	8,7	15,6	17,7	21	39,9
Hollanda	0,1	0,1	2,2	0,4	0,2	0,5	13,7	1,2
İspanya	4,3	4,5	2,0	0,7	13,5	21,5	10,5	4
Toplam	18,2	14,1	19,3	38,3	8,8	9,1	11,4	22,1
İngiltere	7,5	3,3	22,6	2,3	6,5	3,4	10,7	1,4
A.B.D.	56,8	55,3	114,9	107,6	18,7	9,0	10,6	11,2
İsviçre	0,4	3,9	0,5	23	9,5	43,4	1,2	90,1

1-Tüm endüstrilerdeki birleşme ve satın almalar içerisinde bankacılık sektörünün payı.

2-17 Şubat 1998 tarihi itibarıyla.

KAYNAK: White (1998)

TABLO 6.4
Bankacılık Sektörü Dış Mevduat ve Kredi Miktarı (Milyar \$)

ÜLKE	KREDİ				MEVDUAT			
	1995	1996	1997	1998-Mart	1995	1996	1997	1998-Mart
Avusturya	71,4	69,3	65,4	73,2	60,4	63,8	61,8	67,5
Belçika	197,1	192,1	181	169,3	259,9	254,9	250,9	230,1
Finlandiya	15,1	18,4	18,7	16,6	15,6	11,9	12,5	11,0
Fransa	530,4	474,6	498,8	502,4	470,1	466	471,7	498,9
Almanya	498,2	481,8	515,0	504,5	475,2	482	554,6	586,5
İrlanda	35,3	53,2	75,4	82,1	44,3	62,6	92,7	101,2
İtalya	153,6	194,8	176,5	167,4	229,4	245,7	236,7	254,0
Lüksemburg	341,8	332,2	320,8	333,8	358,1	354,1	334	339,2
Hollanda	177,9	172,2	180,6	202,6	182,4	193,8	218,9	236,2
İspanya	137,7	115,6	94,3	99,2	112	126,4	137,7	158,4
İsviçre	427,0	473,8	518,2	509,4	366,6	404,0	443,9	432,6
İngiltere	1123,6	1196,2	1367,9	1348,3	1399,8	1499,9	1616,2	1612,7
Japonya	894,5	782,8	835,3	790,5	731,9	688,5	699,5	648,9
A.B.D.	600,7	667,1	791	769,7	870,2	870,9	1016,0	966,4

KAYNAK: Bank for International Settlements (BIS) 68th Annual Report (1998)

TABLO 6.5
İhraç Edildikleri Para Birimleri ve Ülkelere Göre Dolaşımdaki Uluslararası Borçlanma Senetleri, Haziran 1998

	Dolaşımdaki Miktar (Milyar ABD \$)	Yüzde Pay
İhraç Edildikleri Para Birimlerine Göre		
ABD Doları	1,668.2	43,3
Japon Yeni	408.6	10,6
APB-11 ülkeleri para birimleri + ECU	971.9	25,2
AB-15 ülkeleri para birimleri + ECU	1,302.3	33,8
<i>Tüm Para Birimleri</i>	3,851.5	100
İhraç Eden Ülkelere Göre		
ABD	675.5	17,5
Japonya	290.9	7,5
APB-11	1,225.5	31,8
AB-15	1,714.4	44,5
<i>Tüm Ülkeler</i>	3,851.5	100

TABLO 6.6**Başlıca Para Birimlerinin Global Döviz Piyasaları İşlemlerinde Kullanılma Oranları
(Çift taraflı, Yüzde Pay)**

Para Birimi	Nisan 1989	Nisan 1992	Nisan 1995
ABD Doları	90	82	83
Alman Markı	27	40	37
Japon Yeni	27	23	24
İngiliz Sterlini	15	14	10
Fransız Frangı	2	4	8
İsviçre Frangı	10	9	7
ECU Dahil APS Para Birimleri	48	70	70
Tüm Para Birimleri	200	200	200

KAYNAK: Bank for International Settlements (BIS) (1996)

TABLO 6.7**GSYİH'ların Yüzdesi Olarak Uluslararası Hisse Senedi ve Tahvil İşlemleri**

Ülke	1975	1980	1985	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
ABD	4	9	35	101	89	96	107	129	131	135	163
Japonya	2	8	62	156	119	92	72	78	60	65	84
Almanya	5	7	33	66	57	55	85	170	158	172	200
Fransa	-	5	21	52	54	79	122	187	197	187	228
İtalya	1	1	4	18	27	60	92	192	207	253	468

KAYNAK: McCauley (1997)

TABLO 6.8

**Parasal Birliğe Geçişten Sonra Avrupa Birliği Üyesi Ülkelerin Bütünü
İçin Bazı Döviz Rezervi Fazlası Tahminleri
(Milyar ABD Doları)**

KAYNAK	FAZLA	KULLANILAN YÖNTEM
JP Morgan <i>Persaud ve Dambassinas (1996)</i> ¹	30-70	23 ülkenin rezerv / ithalat oranlarının ortalaması
Goldman Sachs <i>Brookes (1996)</i> ²	123	AB ülkelerinin ayrı ayrı 1994 yılı rezerv / ithalat oranları
Nomura <i>Golden (1996)</i> ³	100	1997 yılı AB toplam rezervler / ithalat oranı
Morgan Stanley <i>Bulchandani (1997)</i> ⁴	Açık olabilir	Daha gelişmiş ve likiditesi daha yüksek Euro mali piyasalarının gelişmesi ile daha büyük portföy hareketlerinin yaşanması
Deutsche Bank <i>Deutsch (1997)</i> ⁵	>200	ABD rezervleri gibi rezervlerin 1-1,5 aylık ithalat seviyesinde gerçekleşmesi
Deutsche Bank <i>Hoffman ve Schröder (1997)</i> ⁶	130	ABD rezervleri gibi rezervlerin 1-1,5 aylık ithalat seviyesinde gerçekleşmesi

¹ **Persaud, A. D. ve Dambassinas D. (1996)**, "Euro, FX Reserve and Vehicle Currencies: Some Unusual Findings". JP Morgan Foreign Exchange Research, London, 29th August. Revised 13th September.

² **Brookes, M. (1996)**, "EMU's Excess Foreign Reserves", Goldman Sachs EMU Briefing, Issue 6, London, 4th September.

³ **Golden, C. (1996)**, "The Effects of EMU on the Major Trade Currencies" Nomura Fixed Income Research, September.

⁴ **Bulchandani, R. (1997)**, "More on the Euro as a Reserve Currency". Morgan Stanley Investment Research – U.K. and Europe, Economics EMU Insights, 7th March, s. 10-2.

⁵ **Deutsch, K. G. (1997)**, "EMU and Reserve Management at European Central Banks – Consequences and Unanswered Questions", Deutsche Bank Research, EMU Watch, No. 29, 12th March.

⁶ **Hoffman, R. ve Schröder U. (1997)**, "The Euro – A Challenge to the Dollar?" Deutsche Bank Research EMU Watch, No. 33, 25th June.

KAYNAK: McCauley (1997)

TABLO 6.9
Parasal Birlik Öncesi Başlıca Para Birimlerinin Uluslararası
Piyasalarda Kullanım Oranları
(Yüzde Pay)

KULLANILAN ALAN	PARA BİRİMİ	PAY
Resmi Rezervler	AB para birimleri	16
	ABD Doları	76
	Japon Yeni	8
Uluslararası Mali Varlıklar	AB para birimleri	13
	ABD Doları	53
	Japon Yeni	15
Döviz Piyasası İşlemleri (Çift taraflı)	AB para birimleri	56
	ABD Doları	92
	Japon Yeni	26
Dış Ticaret İşlemleri	AB para birimleri	22
	ABD Doları	59
	Japon Yeni	6

KAYNAK: McCauley (1997)

TABLO 6.10
Başlıca Para Birimlerinin Uluslararası Ticarete Kullanılma Oranları

	1980	1987	1992					
			<i>Dünya</i>		<i>AB-İçi</i>		<i>AB-dışı</i>	
			<i>Milyar Dolar</i>	%	<i>Milyar Dolar</i>	%	<i>Milyar Dolar</i>	%
ABD Doları	56	48	1741	48	141	4	1599	59
AB'ne Üye Başlıca Ülke Para Birimleri	31	34	1225	34	627	17	598	22
Alman Markı	14	16	559	15	297	8	263	10
Fransız Frangı	6	7	230	6	117	3	114	4
İngiliz Sterlini	7	6	208	6	103	3	105	4
İtalyan Lireti	2	3	124	3	62	2	62	2
Hollanda Florini	3	3	102	3	48	1	54	2
Japon Yeni	2	4	176	5	4	0	171	6

Küresel İhracat	100	100	3656	100	-	-	2693	100
AB-15							679	25

KAYNAK: McCauley (1997)

GRAFİK 6.1

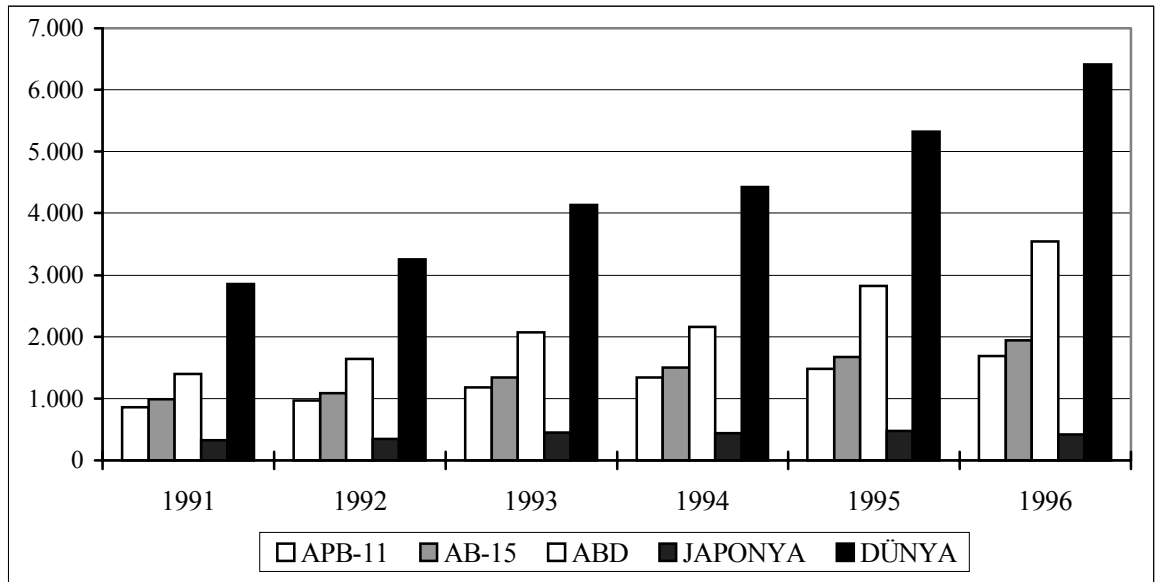
Başlıca Ekonomilerde Mali Varlıkların GSYİH'lara Oranları (1995, Yüzde)



KAYNAK: Prati ve Schinasi (1997)

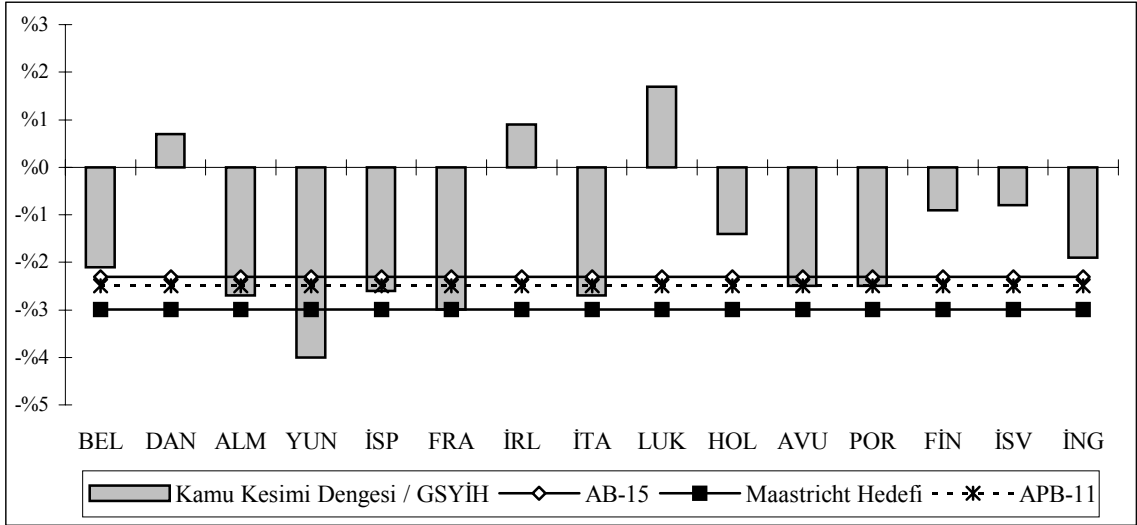
GRAFİK 6.2

Yatırım Fonlarının Büyüklüğü (Milyar ABD Doları)



GRAFİK 6.3

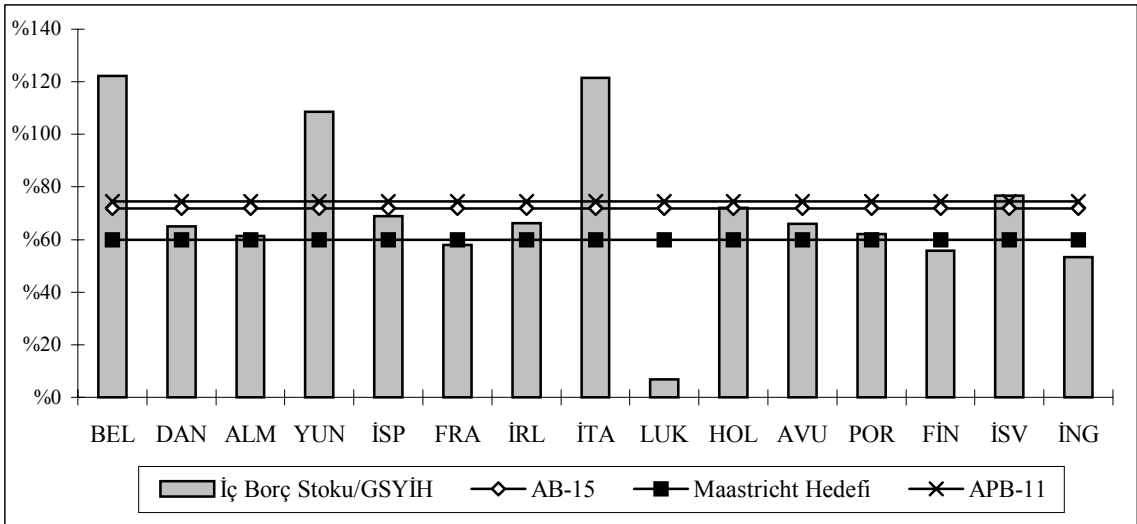
Avrupa Birliği Üyesi Ülkelerde Kamu Kesimi Dengesi / GSYİH (1997, %)



KAYNAK: EUROSTAT

GRAFİK 6.4

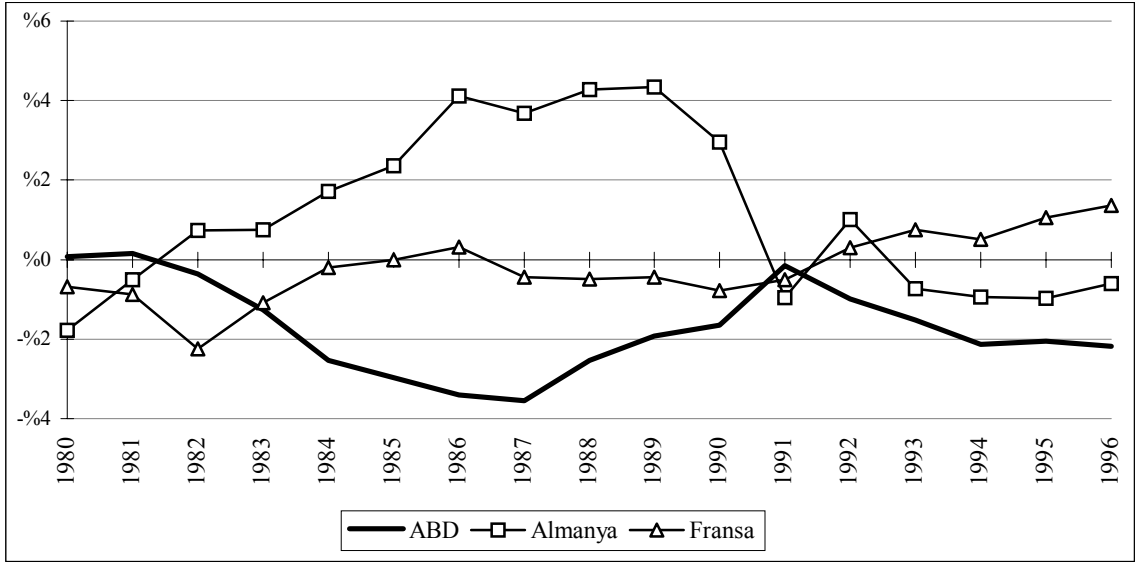
Avrupa Birliği Üyesi Ülkelerde Toplam İç Borç Stoku / GSYİH (1997, %)



KAYNAK: EUROSTAT

GRAFİK 6.5

ABD, Almanya ve Fransa'da Cari İşlemler Açığı /GSYİH (%)



KAYNAK: International Financial Statistics (IFS)

BÖLÜM VII

Avrupa Para Birliği, Türkiye ve Potansiyel Etkiler

7.1 Avrupa Para Birliği ve Türkiye'nin Dış Ticaretine Olası Etkileri

7.1.1 Parasal Birliğin Dış Ticaret Üzerindeki Genel Etkileri

1 Ocak 1999 tarihinden itibaren mali piyasalarda kaydi olarak kullanılmaya başlanan Euro'nun çeşitli aktarım mekanizmaları vasıtasıyla Birlik dışı ülkelerde önemli makroekonomik etkilere yolaçması beklen-mektedir. Sözü edilen aktarım kanallarından şüphesiz en önemlilerinden birisi dış ticarettir. Parasal Birliğe geçişin katılımcı ülkelerde beklenildiği gibi ekonomik büyümeye ve refah artışına katkıda bulunması halinde, tek paranın gerek Birlik içinde gerekse Birlik dışında

dış ticareti arttırıcı şekilde etkide bulunabileceğini söylemek mümkündür. Konunun önemi nedeniyle ilk olarak, parasal birliğin üye ülkelerde hangi kanallardan büyümeye pozitif etki sağlayabileceğine kısaca değinmekte fayda vardır;

- Euro'nun mali işlemler ve dış ticarete kullanılmaya başlanması ile birlikte kurlarda yaşanabilecek dalgalanmaların ortadan kalkması ve bunun sonucunda işlem maliyetlerinden önemli ölçüde tasarruf sağlanma-sının Birlik üyesi ülkelerde harcanabilir reel gelir üzerinde olumlu bir etkide bulunması beklenebilir (Ayrıntılı bilgi için bkz. Bölüm 2.3.1). Sözedilen bu iki durumun Euro Alanı ülkeleri arasında ticaret arttırıcı bir etkide bulunması beklenmektedir. Tüm bunlara ilaveten, Parasal Birlik üyesi ülkeler arasın-daki ticari ve mali işlemlerde birden fazla para biriminin kullanılmasının getirdiği maliyetlerin ortadan kalkmasının refah düzeyi üzerinde olumlu etkide bulunması kaçınılmazdır.

- Euro Alanı'na dahil ülkelerde para ve maliye politikalarına daha sıkı bir disiplin gelmesi sonucunda faiz oranları üzerindeki risk priminin düşeceği beklentileri hakimdir. Risk priminde meydana gelecek düşüşün yatırımlar, büyüme ve refah düzeyi üzerinde pozitif bir etkide bulunması beklenebilir. Baldwin (1994) risk priminde yaşanacak yüzde 0,5'lik bir düşüşün uzun dönemde AB toplam GSYİH'sında yüzde 5-10 arasında bir artışa yolaçacağını vurgulamaktadır. Bu durumun sonucunda ortaya çıkacak gelir etkisi, rekabet gücünü muhafaza edebilen ve pazara yakın olabilen Türk firmalarının mevcut pazar paylarını artırabilmelerine olanak sağlayarak Türkiye'de reel sektör üzerinde olumlu etkide bulunabilecektir.

- Birlik içerisinde fiyatlarda ortaya çıkacak şeffaflık ve ilk maddede belirtilen sebepler nedeniyle ortaya çıkacak rekabet neticesinde Birlik üyesi ülkelerde üretimde etkinlik artışı olacağı, faktör verimliliğinin artacağı, birçok firmanın sektörel bazda uzmanlaşmaya gideceği ve ölçek ekonomilerinin avantajlarından faydalanarak birim maliyetleri düşürecekleri beklenmektedir. Ayrıca, halihazırda giderek artma eğilimi gösteren Avrupa merkezli şirket birleşme ve devralmalarının hız kazanacağı, bunun neticesinde Avrupa'lı şirketlerin rekabet güçlerinin daha artacağı beklenmektedir. Faktör verimliliğinin yükselmesi ve buna bağlı olarak sermaye stokunda meydana gelebilecek artışlar bu ekonomilerdeki üretim miktarını ve buna bağlı olarak reel gelir düzeyini artıracak, böylelikle bu ülkelerde reel büyümeyi destekleyici bir unsur haline gelebilecektir. Söz konusu durumun üçüncü ülkeler açısından ortaya çıkaracağı etkinin ticaret yaratıcı veya ticaret saptırıcı nitelikte olup olmayacağı birtakım faktörlere bağlıdır. Söz konusu faktörlere ilerdeki bölümlerde yeri geldikçe değinilecektir.

IMF (1997b) tarafından yapılan ve EK: I'de ana hatlarıyla yeralan senaryo analizi, Euro Alanında ortaya çıkabilecek yapısal değişikliklerin ve yaşanabilecek olası şokların Parasal Birliğe dahil ülkelerde ve Birlik-dışı ülkelerdeki büyüme ve ihracat artış hızı gibi göstergeler üzerinde ne gibi etkileri olabileceği konusunda bir fikir vermektedir.

- Gerek ortak para politikasının tek elden AMB tarafından yürütülecek olması, gerekse "İstikrar ve Büyüme Sözleşmesi" ile üye ülke-lerde maliye politikalarının birbiriyle uyumlu bir hal alacak olması netice-sinde kamu maliyesinde yüksek bir disiplin sağlanacağı beklenmektedir. Ortaya çıkacak parasal ve mali disiplin, katılımcı ülkelerin asimetrik şoklara olan hassasiyetlerinin azalmasını kolaylaştırıcı bir etkide bulunabilecektir. Euro Alanı ülkelerinde iktisadi şokların simetrik olma derecesinde, Euro'nun kullanılmaya başlanması ile birlikte uluslararası platformda borçlanma ve yatırımların finansmanı daha büyük önem kazanacak ve katılımcı ülkelerdeki devresel dalgalanmalar birbirlerine daha da yakınlaşabilecektir. Euro Alanı ülkelerinde devresel hareketlerin farklı safhalarının benzerlik derecesinin, Birlik dışı ülkelerin reel ekonomilerine dış

ticaret ilişkileri ve uluslararası piyasalar vasıtasıyla etkide bulunması kaçınılmazdır. Farklı ülkelerde gözlenen devresel hareketler, normal zamanlarda üçüncü ülkeler üzerinde ortaya çıkabilecek bir şokun şiddetini hafifletici yönde etkide bulunabileceken, Euro Alanının tamamında ortaya çıkabilecek refah veya durgunluk hali Parasal Birlik öncesine nazaran üçüncü ülkeler açısından daha yüksek şiddetli bir şokun ortaya çıkmasına neden olacaktır. Ortaya çıkabilecek şokun boyutu tabii olarak üçüncü ülkelerin Euro Alanı ülkeleri ile olan ekonomik ilişkilerine ve sözkonusu ülkelere ekonomik açıdan bağımlılık derecelerine bağlıdır. Bu açıdan bakıldığında, Türkiye Euro Alanı ülkeleri ile dış ticaretinin ve mali ilişkilerinin yoğun olması nedeniyle Euro Alanındaki devresel hareketlerden tek paraya geçiş öncesine nazaran daha fazla etkilenme ihtimali ile karşı karşıyadır.

Parasal Birliğin kurulmasındaki temel nihai amacın Avrupa Ortak Pazarı'nda sağlanacak fiyat istikrarı neticesinde Birlik içi ticareti daha da artırmak olduğu bir gerçektir. Bu nedenle, yukarıda sözedilen ve ortaya çıkması beklenen uygun iktisadi ortamdan Birlik dışı ülkelerin ne ölçüde faydalanabileceklerini kestirmek şu aşamada mümkün gözükmemektedir.

Bununla beraber, sözedilen etkiler gözönüne alındığında, iyimser bir ifadeyle Euro Alanına dahil ülke ekonomilerinin büyüme dönemlerinde Birlik dışı ülkelere olan ithalat talebinde tek para öncesi döneme göre belli bir artış olabileceği sonucu çıkarılabilir. Ayrıca, tek paraya geçilmesi ile birlikte katılımcı ülkelerin ulusal para birimlerini devalüe ederek fiyat avantajı sağlayamayacak olmaları Birlik dışı ülkelere açısından bir avantaj yaratabilecektir. Bu iki açıdan bakıldığında, tek paraya geçişin Türkiye açısından yeni fırsatlar anlamına gelebileceğini ifade etmek mümkündür.

Kur riskinin ve uluslararası işlemlerde birden fazla para biriminin kullanılmasının yarattığı maliyetin ortadan kalkacak olması, ortak pazarda etkinliğin artmasını sağlayarak Euro Alanı ülkelerinde mal ve hizmet sektörlerinin rekabet gücünün artmasına katkıda bulunabilecektir. Ayrıca, tek paraya geçişle birlikte katılımcı ülkelerin ekonomilerinde reel sektörde etkinliğin artması ve bazı malların üretiminin karşılaştırmalı avantaja sahip belli ülke veya bölgelerde yoğunlaşması durumlarında APB'nin birçok alanda büyük ölçüde kendi kendine yetebilecek bir üretim yapısına kavuşma ihtimali de gözardı edilmemelidir. Gerek ortaya çıkabilecek rekabet artışı, gerekse de APB'nin boyutu tam olarak tahmin edilememekle birlikte iç piyasaya yönelme ihtimali Türk ihracatçıları açısından önemli bir sorun yaratabilecektir. Bu nedenle Türk firmaları, mevcut pazar paylarını koruyabilmek ve pazara daha yakın olabilmek için Avrupa kökenli firmalar ile ortaklık kurmak veya birleşmek durumunda kalabileceklerdir. Türk firmalarının bu şekilde rekabet güçlerini artırabilmeleri için Türkiye açısından makroekonomik ve siyasi istikrarın sağlanması zorunluluğu bir kez daha ortaya çıkmaktadır. Çünkü ekonomik dengesizlikler ve siyasi belirsizlik ortamı sonucu ortaya çıkabilecek riskler Türk firmaları ile ortaklık kurabilecek potansiyel partnerlerin temel endişesini teşkil etmektedir. Bu nedenle, APB ve Euro'ya geçilmesi ile ortaya çıkan yeni iktisadi düzen ve sözkonusu yapısal değişimden azami bir şekilde yararlanma gereği, yapısal reformları gerçekleştirme konusunda Türkiye üzerinde itici bir güç olmalıdır.

7.1.2 Euro Alanındaki Gelişmelerin Türkiye'nin Dış Ticareti Üzerindeki Olası Etkileri

Euro Alanı'nda ortaya çıkabilecek gelişmelerin olası etkilerine kısaca değindikten sonra, APB üyesi ülkelerin dünya ticaretindeki yerine ve Türkiye'nin bu ülkelerle olan ticari ilişkilerine gözetmek yerinde olacaktır.

Euro Alanı'nı teşkil edecek ülkelerin dünya ekonomisindeki payına bakıldığında, 1997 yılında Dünya toplam GSYİH'sının yüzde 18'nin Euro Alanı ülkeleri, diğer yüzde 18'nin ABD ve yüzde 11'nin Japonya tarafından üretildiği görülmektedir. Bu açıdan bakıldığında Euro Alanı, halihazırda ABD ile birlikte dünyadaki en önemli iki ekonomik güçten birisi durumundadır. Buna

benzer bir durum dış ticaret açısından da sözkonusudur. 1997 yılında dünya toplam ihracatının yüzde 20'si Euro Alanı ülkeleri, yüzde 16'sı ABD ve yüzde 10'u Japonya tarafından gerçekleştirilmiştir. Dünya toplam ithalatında ise ABD yüzde 19, Euro Alanı yüzde 16 ve Japonya yüzde 7'lik paya sahiptir (Eurostat, 1998a).

Tablo 7.1 ve Tablo 7.2'den de anlaşılacağı üzere, Türkiye'nin AB ve dolayısıyla Euro Alanı ülkelerine olan ihracatı 1980'lerden bu yana artan bir seyir izlemiştir. 1998 yılında Türkiye'nin toplam ihracatı içerisinde AB ülkelerinin payı yüzde 50,1 iken APB ülkelerinin payı yaklaşık yüzde 41 olarak gerçekleşmiştir. Bu rakam Türkiye GSMH'sının yüzde 5,4'üne tekabül etmektedir.

Ihracata benzer bir şekilde Türkiye'nin AB ve APB ülkelerinden olan ithalatı da zaman içerisinde artan bir trend izlemiştir (Bkz. Tablo 7.1 ve Tablo 7.3). 1998 yılında Türkiye'nin yaptığı toplam ithalat içerisinde AB ülkelerinin payı yüzde 52,4 seviyesindedir. Aynı dönemde APB ülkelerinden yapılan ithalatın toplam ithalat içindeki payı yaklaşık yüzde 43,3'tür. Bu rakam Türkiye GSMH'nın yüzde 9,7'si gibi yüksek bir seviyededir.

AB ve dolayısıyla APB ülkeleri Türkiye'nin dış ticaretinde en önemli partner durumunda iken, Tablo 7.4, 7.5 ve 7.7'den de izlenebileceği gibi sözkonusu ülkelerin dış ticaretinin yüzde 60'tan fazlası, Birlik içerisinde gerçekleşmektedir. 1997 yılında AB ülkelerinin Birlik dışı toplam ihracatında Türkiye yüzde 3,1'lik payıyla 7. ülke konumundadır. Toplam Birlik dışı ithalatta ise Türkiye yüzde 1,8'lik payıyla 9. ülke durumundadır (Bkz. Tablo 7.6) (Eurostat, 1998b).

Türkiye ve AB üyesi ülkeler arasındaki ticaret gözönüne alındığında dış ticaret açısından Euro'nun Türk ekonomisini etkileme derecesi Euro'nun ABD Doları, Japon Yeni ve TL gibi para birimleri karşısındaki seyrine bağlı olacaktır. Euro'nun piyasalarda değer kazanması durumunda, APB ülkeleri ile ticarete ihracat gelirleri artarken, ithalat giderleri azalacaktır. Diğer taraftan gelir ve gider üzerindeki net etkiyi hesaplayabilmek için Türkiye'nin dış ticaret işlemlerinde kullandığı Dolar ve Yen gibi diğer para birimlerinin Euro karşısında değer yitirmesinin ortaya çıkaracağı durumu da gözönüne almak gereklidir.

Tek paraya geçişin Türkiye ekonomisi üzerinde yaratabileceği olası etkilerin yönü ve şiddeti konusunda kesin bir yargıya varabilmek bu aşamada mümkün olmamakla birlikte, yapılan bazı çalışmalar bu konuda birtakım fikirlerin oluşmasına katkıda bulunacak niteliktedir.

Örneğin, IMF (1998), Euro Alanı GSYİH'sında ortaya çıkacak yüzde 1'lik bir artışın Birlik dışı ülkelerin ekonomik büyümesi ve ihracatı üzerinde ne gibi bir etki yaratacağını hesaplamıştır. Bu çalışmada, APB'ni teşkil edecek 11 ülkenin ithalat talebinin gelir esnekliği katsayısı APB ülkelerinin Birlik dışı ülkelere yaptıkları ithalat rakamları ile çarpılmıştır. IMF'nin hesaplamalarına göre, Euro Alanı toplam GSYİH'sında ortaya çıkabilecek yüzde 1'lik bir artış, Türkiye'nin toplam üretim hacminde yüzde 0,1, toplam ihracatında ise yüzde 0,8'lik bir artışa yolaçacaktır. IMF, Euro Alanı GSYİH'sında meydana gelecek artışın, özellikle Tunus ve Macaristan gibi ülkelerin büyüme ve ihracatı üzerindeki etkisinin daha büyük olacağını hesaplamıştır. Bu durumun temel nedeni bu ülkelerde (Tunus'ta yüzde 79,6 ve Macaristan'da yüzde 60,3) Parasal Birlik ülkelerine yapılan ihracatın toplam ihracat içerisindeki payının oldukça yüksek olmasıdır.

Ayrıca, sözkonusu çalışmada Birlik-içi ticarete liberalleşme konusunda daha ileri adımlar atılması durumunda Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin daha fazla fayda sağlayabilecekleri belirtilmektedir. Ancak, Euro Alanında, özellikle işgücü piyasalarında ihtiyaç duyulan reformların beklenildiği gibi hızlı bir şekilde gerçekleştirilememesi ve/veya işsizliğin yüksek seyretmeye devam

etmesi nedeniyle bazı korumacı önlemlere başvurulması gelişmekte olan ülkelerin ihracatı üzerinde ters yönde etkide bulunabilecektir.

Sonuç olarak Bölüm 7.1.1’de de belirtildiği üzere tek paraya geçişle birlikte Türk firmaları ve Türkiye’nin ihracat sektörleri artan rekabet, fiyat ve maliyet değişimleri ile yeni piyasa koşullarından etkilenecektir. Söz konusu etkinin boyutu ihracatçı firmanın rekabet ettiği sektör, firmanın büyüklüğü ve dış ticarete açıklık derecesine bağlıdır. Önceki bölümde de belirtildiği üzere Parasal Birliğe geçişle birlikte meydana gelen yeni ekonomik düzenin sonucunda Euro Alanındaki ekonomik büyümenin ve bu durumun ortaya çıkaracağı gelir etkisinin Birlik-dışı ülkeler açısından ticaret yaratıcı bir etkide bulunması halinde Türkiye’nin söz konusu durumdan yararlanabilme derecesi temel olarak aşağıda sıralanan faktörlere bağlı olacaktır:

- Türkiye’deki makroekonomik ve siyasi istikrar;
- Türk firmalarının rekabet güçlerini artırabilmek için uygulayacakları stratejiler;
- Euro Alanında uygulanacak politikalar;
- Söz konusu politikaların ortaya çıkaracağı yayılma etkisi;
- Euro’nun uluslararası mali ve ticari işlemlerde kullanılacak bir mübadele aracı olabilme derecesi;
- Euro’nun uluslararası piyasalarda ABD Doları ve Japon Yeni gibi değer standartı olan para birimleri karşısındaki istikrarı;
- Euro Alanı ülkelerinin Türk ihraç mallarına karşı olan talep esneklikleri;
- Euro Alanı ülkelerinin ekonomik büyümelerinin dış ticaret esnekliği;

7.2 Bir Ödeme Aracı Olarak Euro’nun Konumu ve Üçüncü Ülkeler Açısından Ulusal Para Birimlerinin Euro’ya Bağlanmasının Etkileri

7.2.1 Bir Ödeme Aracı Olarak Euro’nun Konumu

Tek paraya geçişin Birlik dışında yeralan gelişmekte olan ülkelerde ve dolayısıyla Türkiye’de yaratabileceği diğer bir etki mevcut kur politikaları üzerinde olabilecektir. Bu nedenle ilk olarak Euro’nun uluslararası ticaret ödemelerinde kullanılabilme potansiyelinin kısaca irdelenmesi yerinde olacaktır.

Uluslararası ticaretin finansmanında Euro’nun bir ödeme aracı olarak ne ölçüde kabul göreceği konusu “kur politikası” açısından büyük önem taşımaktadır. Tablo 7.8’den de anlaşılacağı gibi ABD Doları uluslararası ticarete en yaygın kullanılan para birimidir. Bu durumun temel sebepleri olarak daha önceden Euro gibi tek bir Avrupa para biriminin mevcut olmaması ve Asya ülkelerinin dış ticaretlerinde çoğunlukla ABD Dolarını kullanmayı tercih etmeleri gösterilmektedir (Crowley, 1997). Ayrıca, Iwami (1994) Japonya’nın Yen’in uluslararası işlemlerde yoğun bir şekilde ve yaygın bir ödeme aracı olarak kullanılmasını desteklememe gibi bir politika izlediğini öne sürmektedir.

Literatürde, bir para biriminin uluslararası ticaretin finansmanında kullanılma derecesinin, bu para biriminin sahip olduğu “Parasal Ağ Dışsallığı”nın (Monetary Network Externality) boyutuna bağlı olduğu bilinmektedir. Burada sözü geçen dışsallık, belli bir mübadele aracının yoğun bir şekilde kullanılması sonucu ortaya çıkan faydanın, daha fazla bireyin mal ve hizmet alım-satımında bu mübadele aracını kullanmaya teşvik etmesi ile ortaya çıkmaktadır. Bu kavram likidite ile yakından ilgilidir. Yani dışsallık ne kadar büyükse, sözkonusu mübadele aracının diğer para birimleri ile değişimi veya mal ve hizmet alımında kullanılması daha kolay, yani likiditesi yüksek olacaktır. Ayrıca, kullanılan para biriminin işlem maliyetlerinden tasarruf sağlıyor olabilmesi de parasal dışsallık açısından önemli bir unsurdur (Crowley, 1997). Sonuç olarak, burada sözedilen parasal dışsallık belli bir para biriminin kullanılmasını teşvik edici bir eğilim yaratacak ve bu para biriminin uluslararası düzeyde kabul görme derecesinin artmasını sağlayacaktır. Tüm bu açıklamalardan da anlaşılacağı gibi APB bünyesinde tek bir para biriminin daha yaygın bir coğrafyada kullanılacak olması sözkonusu dışsallıktan dolayı ekonomik ajanların Euro’yu daha fazla kullanmasını teşvik edecektir.

Bu konuda bir çalışma yapan Hartmann (1996), uluslararası ticaretin finansmanında sıklıkla kullanılan para birimlerinin temel ortak özelliklerini ortaya koymaya çalışmıştır. Buna göre;

- Grassman Kanunu’na göre, sanayileşmiş ülkeler arasındaki imalat malları ticaretinde, ihracat yapan ülkenin para birimi daha yaygın olarak kullanılmaktadır (Grassman, 1973);
- Düşük enflasyona sahip ülkelerin para birimleri, yüksek enflasyona sahip ülkelerin para birimlerine nazaran daha sık kullanılmaktadır;
- Kuzey ve güney yarıküre ülkeleri arasındaki ticarete çoğunlukla ABD Doları veya bir kuzey ülkesinin para birimi kullanılmaktadır;
- Hammadde ticaretinde, daha ziyade ABD Doları veya İngiliz Sterlini tercih edilmektedir. Bunun sebebi uluslararası piyasalarda ham-madde fiyatlarının çoğunlukla bu iki para birimi cinsinden ifade edilmesidir;
- ABD Dolarının, uluslararası ticaretin finansmanındaki payı, ABD’nin dünya ticaretindeki payından daha yüksektir. Bu bir istisna teşkil etmektedir;
- Büyük ve küçük ülkeler arasındaki ticarete ekseriyetle büyük ülkenin milli para birimi kullanılmaktadır.

Yukarıda özetlenen bulgular, bir para biriminin dış ticaret finansmanında tercih edilmesinin ticarete konu olan malın cinsi ve bu para biriminin değerinin istikrarı gibi faktörlerden etkilendiğini ortaya koymaktadır. Bu nedenle Euro’nun sahip olacağı dışsallığın boyutu sözedilen bu iki faktöre yakından bağlı olacaktır.

Tablo 7.8’de, 1995 yılında dünya toplam ihracatının yüzde 24,8’lik bölümünün Euro Alanına dahil dört ülkenin para birimleri ile gerçekleştiği görülmektedir. Bununla birlikte, Bekx (1998) tarafından halihazırdaki bu durumun adigeçen para birimlerinin tedavülden kalkmasını müteakip aynen Euro’ya yansması rasyonel bir beklenti olarak görülmemektedir. Çünkü, tek paraya geçişle birlikte, Euro Alanında yer alan ülkelerin kendi aralarında yapacakları ticaret yerel para birimi ile yapılan bir “iç” ticaret olarak sayılacaktır. Böylece, bu dört büyük ülke para biriminin toplam payında bir düşüş gerçekleşecektir. Ayrıca, APB’ne üye diğer ülkelerin de kendi

aralarında yapacakları ticaretin aynı çerçevede değerlendirileceği dikkate alındığında, yukarıda sözedilen oranın Hartmann (1996) yüzde 18,3'e ve Bekx (1998) ise yüzde 20 civarlarına düşeceğini ifade etmektedir.

Diğer taraftan Alogoskoufis ve Portes (1997), son 15 yıl içerisinde ABD Dolarının uluslararası ticarete bir ödeme aracı olarak payının giderek azaldığını vurgulamaktadırlar. Bu nedenle, dış ticaret işlemlerinde Euro'nun payının APB üyesi ülkelerin milli para birimlerinin halihazırdaki paylarından daha yüksek olabileceği ifade edilmektedir (Chauffour ve Stemitsiotis, 1998). Tek paraya geçişle birlikte Euro Alanı'ndaki ihracatçı ve ithalatçı firmalar dış ticaret işlemlerinde faturalandırmayı Euro cinsinden yapmaya başlayacaklardır. Hartmann (1996) tarafından ifade edilen bulgular gözönüne alındığında, Euro Alanı ülkelerinin Birlik dışında yeralan ufak ülkeler ile yapacakları ticarete Euro'nun temel para birimi olarak kullanılacağı sonucu çıkarılabilir. Özellikle Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri ile birçok Afrika ülkesinin APB ile ticaretlerinde ABD Dolarının yerini tamamen Euro'nun alacağı beklentileri hakimdir. Tüm bu beklentiler gözönüne alındığında, Euro'nun dış ticaret finansmanındaki toplam payının yüzde 30-35'lere çıkacağı tahmin edilmektedir. Böyle bir durumun ortaya çıkması, Türkiye'nin gerek dış ticaretinde, gerekse de kur politikasında birtakım etkilere neden olabilecektir.

7.2.2 Euro'nun Nominal Çıpa Olarak Kullanılma Potansiyeli ve Makroekonomik Etkileri

Tablo 7.9'dan da anlaşıldığı gibi 1996 yılında Türkiye'nin toplam ithalat ve ihracatında kullanılan temel para birimi ABD Doları olmuştur. Diğer taraftan, AB üyesi ülkelerin Türkiye'nin dış ticaretindeki payı oldukça yüksek olmasına karşın, bu ülkelere ait para birimlerinin dış ticarete kullanım paylarının son derece düşük olduğu dikkat çekicidir.

Geçmişte Türkiye ve AB üyesi ülkeler arasındaki ticarete sıklıkla kullanılan temel para birimi Alman Markı olmuştur. Diğer taraftan, Türkiye'nin AB'nin özellikle ufak ekonomileri ile yaptığı ticarete kullanılan temel para biriminin ABD Doları olduğu bilinmektedir. Euro'nun dış ticaret işlemlerinde kullanılmaya başlanması ile birlikte Euro Alanı ülkeleri ile Türkiye arasındaki ticarete faturalandırmanın Euro ile yapılacağı gözönüne alındığında, halihazırdaki AB para birimleri talebine nazaran Türkiye'nin dış ticaretinde Euro'nun ağırlığının artacağı sonucu çıkarılabilir. Bu arada, tek paraya geçişle birlikte Euro'nun uluslararası işlemlerde kullanımını sonucu ortaya çıkacak dışsallığın boyutunun Türkiye açısından birtakım politika değişikliklerini gerekli kılacağı gerçeği gözardı edilmemelidir.

Bundan sonraki bölümde, Euro'nun kullanılmaya başlamasının Birlik dışı ülkelerdeki kur politikaları üzerindeki muhtemel etkileri tartışılacaktır.

Euro'nun bir uluslararası rezerv para olması ve uluslararası ticarete yaygın bir şekilde kullanılmaya başlanması durumunda, özellikle APB ülkeleri ile yoğun ticari ilişkileri olan ülkeleri döviz kuru politikalarında birtakım değişiklikler yapmaya itebilecektir. Bu ulusal para birimlerinin değerlerinin ya doğrudan Euro'ya veya Euro'nun ağırlıkta olduğu bir sepete bağlanması şeklinde olacaktır. Halihazırda Polonya, Çek Cumhuriyeti ve Slovakya gibi Orta ve Doğu Avrupa'daki geçiş ekonomilerinin milli para birimlerini değeri Alman Markı'na veya Mark'ın ağırlıkta olduğu para sepetlerine bağlıdır. Estonya'da ise Alman Markı'na bağlı olarak çalışan bir para kurulu mevcuttur.

Tamamı Afrika ülkelerinden oluşan CFA Frank Alanı ülkeleri, CFA Fransı ile Fransız Fransı arasındaki mevcut paritenin yerinin Euro'nun alacağını açıklamışlardır (IMF, 1997). Aynı şekilde, Bulgaristan, Estonya, Litvanya ve K. Rum Kesimi gibi ülkelerin tek para uygulamasının

başlamasını müteakip ulusal para birimlerinin değerini Euro'ya bağlama eğiliminde oldukları bilinmektedir.

Bir ülkenin ulusal para birimini çıpa olarak ifade edilen diğer bir para birimine bağlamasının altında yatan temel mantık döviz kurunda ortaya çıkabilecek dalgalanmaları önleyerek kur riskini azaltmak, uluslararası mali ve ticari işlemlerde kur dalgalanmalarından doğacak belirsizliği en aza indirmek, döviz spekülasyonunu önlemek ve enflasyonu istikrarlı hale getirmek olarak özetlenebilir (Salvatore, 1990). Dolayısıyla ulusal para birimlerinin değerini Euro'ya bağlayan ülkelerin, APB ülkeleri ile yapacakları ticarete kur dalgalanmalarından doğabilecek herhangi bir rekabetçilik kaybına uğramayacakları beklenmektedir. Bu ülkeler açısından ulusal para birimlerinin Euro gibi ortak bir para birimine bağlanacak olması, APB ile kıyaslandığında oldukça ufak pazarlar konumunda olan Almanya ve Fransa gibi ülkelerin para birimlerine bağlanmasından daha avantajlı olabilecektir. Diğer taraftan, Euro'nun ABD Doları ve Japon Yeni gibi diğer temel uluslararası para birimleri karşısında istikrarsız bir seyir izlemesi durumunda, para birimlerinin değerini Euro'ya bağlayan ülkelerin dış ticaret hadlerinde ve rekabet güçlerinde birtakım dalgalanmalar yaşanabilecektir.

Bununla birlikte, sağlayacağı avantajlara karşın, ortaya çıkabilecek olası kur dalgalanmaları milli para birimlerinin değerini Euro'ya bağlamayı planlayan CFA ülkeleri ve diğer gelişmekte olan ekonomilerin borç servisi kapasiteleri üzerinde önemli etkilerde bulunabilecektir.

Ayrıca, etki derecesi uluslararası mali sisteme entegre olma derecesine bağlı olmak kaydıyla, para birimlerinin değerini Euro'ya bağlayacak ülkelerin, Euro Alanı'nda ortaya çıkacak faiz oranı değişikliklerinden daha fazla etkilenebilmeleri doğaldır. Bu durumda mevcut pariteyi koruyabilmek için yurtiçi para politikasında bazı ayarlamalar yapmak durumunda kalabileceklerdir.

Faiz oranlarında meydana gelebilecek değişimlerin diğer iki etkisi-nin de yurtiçi talep ve borç servisi maliyetleri üzerinde olması beklenebilir.

Dış borçların önemli bir kısmı Dolar cinsinden ve dış borç stoku yüksek olduğunda, para biriminin değerini Euro'ya bağlayan bir ülke Euro'nun Dolar karşısında değer kaybetmesi halinde, ulusal para birimi cinsinden dış borç servisinin maliyetinin yükselmesi olgusu ile karşı karşıya kalabilecektir. Bu durum özellikle uluslararası mali piyasalara ulaşımda bazı kısıtlamalar ile karşı karşıya kalan ve dış yükümlülüklerinin yapısını çeşitlendirmede zorlukları olan ülkeler açısından önemli bir sorun yaratabilecektir.

Diğer taraftan, Euro'nun uluslararası ticaret ve mali piyasa işlemlerinde yaygın bir şekilde kullanılmaya başlanması ile birlikte, Euro cinsinden borçlanma enstrümanlarının payı artacak ve para biriminin değerini Euro'ya bağlayacak ülkeler ABD Doları cinsinden çıkartılmış bulunan borçlanma enstrümanlarının faiz oranlarında ortaya çıkabilecek dalgalanma riskine daha az maruz kalacaklardır.

Ayrıca, dış borç stoku yönetimi üzerindeki etkilerinin yanısıra Euro'nun değerinde meydana gelebilecek dalgalanmaların ulusal parasını Euro'ya bağlamış bir ülkenin milli para birimi cinsinden ithalat ve ihracat fiyatları üzerinde bazı etkilerde bulunması doğaldır. Bu nedenle Euro bir döviz kuru çıpası olarak sözkonusu ülkelerin dış ticaret hadlerinde bazı dalgalanmalara neden olabilecektir. Örneğin, Euro'nun değerlenmesi ve kurdaki hareketten kaynaklanan arz ve talep değişmelerinin Euro ve Dolar fiyatlarındaki değişimlerle dengelenemediği bir durumda ithalatın milli para birimi cinsinden değeri yükselecek, ihracatın değeri düşecektir.

Milli para birimlerinin değerini Euro'ya bağlayıp, toplam ihracatında Euro Alanı ülkelerinin payı yüksek olan ülkeler, Euro'nun ABD Doları karşısında değer kazanmasından fayda sağlayabileceklerdir. Fakat, aynı zamanda bu ülkelerin ABD Doları cinsinden dış borçlarının yüksek olması durumunda, yukarıda anlatılan durumun gerçekleşmesi milli para birimi cinsinden dış borç servisinin düşmesine, Dolar cinsinden dış borç servisi maliyetinin yükselmesine neden olacaktır. Böyle bir durumun, ihracat gelirlerinden doğan faydayı sınırlayıcı bir etki yaratacağı muhakkaktır. Bunun tersi durumda, Euro'nun Dolar karşısında değer yitirmesi halinde, ulusal para cinsinden borç servisi maliyetinin yükselmesi beklenebilir.

Son olarak, Türkiye'nin APB ülkeleri ile olan güçlü ticari ve mali bağları dikkate alındığında, dış ticaret kompozisyonu ve finansal ilişkileri daha iyi yansıtacak bir döviz sepetini işlemlerde dikkate almak düşüncesi akla gelebilecektir.

Bir ulusal para biriminin değerinin ABD Doları veya Alman Markı gibi değer standartı olan uluslararası bir para birimine bağlanması konusu Optimum Para Alanları Teorisi çerçevesinde değerlendirilebilir (Daha fazla bilgi için bkz. Bölüm II). Sözkonusu teori çerçevesinde iki ülkenin ulusal para birimlerinin nominal kurlarının birbirine sabitlenebilme şartları gözönüne alındığında, Türkiye açısından bu konuda kesin bir yargıya varabilmek yapılacak kapsamlı bir çalışma ile mümkün olabilecektir.

Ancak, konu literatürdeki şartlar açısından ele alındığında, Türkiye'nin yüksek enflasyon, kamu açıkları, yüksek faiz harcamaları ve yüksek reel faizler gibi makroekonomik göstergelerinin APB ekonomileri ile kıyaslanamayacak derecede olması, yaşanan şokların çoğunlukla asimetrik olması nedeniyle etkilerinin farklı yönlerde olması ve Türkiye ekonomisinin devresel hareketler açısından birçok AB ülkesinden farklı bir yapı göstermesi nedenleriyle TL'nin değerinin şu aşamada herhangi bir para birimine bağlanması gerçekleştirilebilir bir politika değişikliği olarak görülmemektedir. Öte yandan, TL'nin değerinin Euro'ya bağlanması bir anlamda APB'nin para politikalarının ithal edilmesinin amaçlandığı şekilde yorumlanacaktır.

Son olarak, toplam dış borç yükümlülüğünün yaklaşık yarısı ABD Doları cinsinden olan Türkiye açısından, TL'nin değerinin Euro'ya bağlanması durumunda dış borç stoku ve dış borç servisinin maliyeti Euro'nun Dolar karşısındaki seyrine bağlı olarak artıp azalabilecektir (Bkz. Tablo 7.10). Bu durum Türkiye açısından başta kur riski olmak üzere birtakım riskleri beraberinde getirebilecektir.

7.3 Avrupa Para Birliği ve Türk Mali Piyasaları

Euro'nun bir para birimi olarak yürürlüğe girmesi hiç kuşkusuz ülkemiz mali sektörünü dolaylı yollardan da olsa etkileyecektir. Söz konusu etkilerin boyutlarını net olarak ortaya koymanın güçlüklerine rağmen, Euro'nun uluslararası finans piyasalarında yol açacağı değişimlerden yola çıkarak ülkemizde yaratabileceği potansiyel etkilerin yönünü genel hatlarıyla tespit etmek mümkün görünmektedir.

İlk olarak, operasyonel etkilerden söz etmek yerinde olacaktır. Bilindiği üzere Alman Markı, Almanya ile olan yakın ekonomik bağlarımızın bir yansıması olarak ülkemizde değer saklama aracı olarak yaygın şekilde kullanılmaktadır. Euro'nun tedavüle çıkmasıyla birlikte anılan fonksiyon çerçevesinde ülkemizde Alman Markı'nın yerini almasını beklemek yanlış olmayacaktır. Ancak yine de, geçiş döneminde Euro'nun Türk kamuoyu nezdinde ne ölçüde itibar göreceği AMBS'nin izleyeceği politikalara, bu bağlamda Euro'nun istikrarına ve uluslararası piyasalardaki itibarına bağlı olacaktır. Bu dönemde özellikle küçük tasarruflular arasında geçici de olsa ABD Doları'nın

kullanımında bir artış gözlenmesi beklenebilir. Ayrıca, Alman Markı'nın Türkiye'de nakit olarak yaygın kullanımının bir sonucu olarak Euro'nun piyasaya verilmesi ve Mark'ın piyasadan çekilmesinin getireceği bir takım maliyetlerin ortaya çıkması kaçınılmazdır. Bu maliyetler taşıma, depolama, takas vb. operasyonel işlemlerden kaynaklanacaktır. Bu çerçevede gerek bankaların gerekse diğer mali kurumların geçiş döneminde personel eğitimi, muhasebe sisteminin ve bilgisayar yazılımlarının uyumlulaştırılması, fiziki olarak AB ülkeleri para birimlerinin Euro ile değiştirilmesi, işlem görmekte olan menkul kıymetler ile yürürlükte olan finansal kontratlarla ilgili dönüşümlerin yapılması, vb. zorunlu faaliyetler sonucunda bazı operasyonel maliyetler üstlenmeleri kaçınılmazdır. Ancak söz konusu maliyetlerin ne boyutta olacağını kestirmek güç olmakla birlikte, ülkemiz mali kurumlarının karlılık düzeyini etkilemeyeceğini beklemek yanlış olmayacaktır.

Euro'nun yürürlüğe girmesi ile birlikte Para Birliği'ne üye ülkelerin para birimleri arasındaki döviz alım-satım işlemleri, "hedging" işlemleri, birlik-içi ticarete aracılık hizmetleri ve döviz transferleri vb. gelir getirici faaliyetlerin ortadan kalkacağı aşıkardır. Ancak gerek Türk bankalarının uluslararası finans piyasalarında ve dışticaret işlemlerinde önemli bir ağırlıklarının olmaması, gerekse de Alman Markı dışındaki diğer AB para birimlerinin Türk ekonomisi için önemlerinin ihmal edilebilir düzeyde olması nedeniyle Türk bankacılık sisteminin ortadan kalkacak olan bu faaliyetler nedeniyle kayda değer bir gelir kaybına uğrayacağı düşünülmemektedir.

Yukarıda kısaca değinilen doğrudan operasyonel etkilerinin yanı sıra Euro'nun tek para birimi olarak kullanılması, Türkiye ekonomisini uluslararası finans piyasalarındaki koşulların değişmesi dolayısıyla da etkileyecektir. Euro'ya geçişle birlikte AB'nde görülmesi beklenen muhtemel değişimler şu şekildedir:

- AB ülkelerinde, özellikle de bankacılık alanında önemli ölçüde şirket birleşmesi eğilimi ortaya çıkacaktır. Bu çerçevede piyasalarda bir toplulaşma olması, kurum sayısının azalması ancak bunların gerek coğrafi kapsam gerekse de ürün yelpazesi açısından daha geniş ölçekli olmaları, sermaye tabanlarının büyümesi beklenmektedir. Uzun dönemde halen geçerliliğini koruyan coğrafi uzmanlaşmanın yerini ürün ya da hizmet yelpazesi bazındaki uzmanlaşma alacaktır.

- Mali piyasaların entegre olmasıyla artan rekabet ortamı, azalan işlem maliyetleri, katılımcı ülkelerdeki mali disiplinin artması ile piyasalar daha istikrarlı bir yapıya kavuşacaktır. Bunun sonucu olarak risk primleri azalırken kur riski ortadan kalkacak, faiz oranları düşecek, yatırımlar ve Parasal Birliğe üye ülkelerin uzun dönem büyüme oranları artacaktır.

- Şirket birleşmeleri ve sermaye piyasalarının entegrasyonu sonucunda yatırım portföylerinin boyutu büyüyecek; emeklilik fonları, banka ve sigorta şirketleri, yatırım fonları gibi kurumsal yatırımcıların aracılığında toplam yatırımcı tabanı genişleyecektir. Büyüyen portföylerin yatırımlarını çeşitlendirme olanakları ve ihtiyaçları artacaktır.

- Artan entegrasyon ve verimlilik düzeyi ile büyüyen portföy yapısı sayesinde ABD piyasalarına alternatif teşkil edecek gelişmiş bir varlık yönetimi (asset management) piyasası ortaya çıkacaktır. Yoğunlaşan rekabet ortamı sayesinde yeni finansal ürünlerin sunulmaya başlanması ile türev piyasalar gelişecek Euro cinsinden menkul kıymetlerin likiditesi artacaktır. Bu sayede fon toplama ve fon sağlama şekli değişecek, Birlik üyesi ülkelerde ABD'ye göre oldukça yüksek düzeyde olan banka kredilerinin bir finansman şekli olarak payı azalırken, menkul kıymet piyasalarının önemi artacaktır.

Tüm bu beklentiler ışığı altında, Türk ekonomisinin kaynak temininde büyüyen bir pazardan yararlanacağını söylemek yanlış olmayacaktır. Bu çerçevede gerek mali kuruluşlarımızın gerekse

mali olmayan özel sektör kuruluşlarımızın uzun dönemde APB tahvil piyasalarından yararlanması mümkün görülmektedir. Ayrıca Avrupalı kurumsal yatırımcıların gelecekteki portföy çeşitlendirme çabalarını ve AB ile mevcut ekonomik bağlarımızı göz önünde bulundurarak, İMKB'nın söz konusu yatırımcılar için cazip bir pazar teşkil edeceği söylenebilir. Ancak, kur riskinin ortadan kalkması, işlem maliyetlerinin azalması, Euro Alanındaki büyüme potansiyeli, AB'de yoğun olarak görülecek şirket birleşmeleri vb. faktörler düşünüldüğünde, yukarıda belirtilen olumlu beklentilerin kısa dönemde gerçekleşmesi düşünülmemektedir. Özellikle geçiş döneminde yukarıda sayılan tüm bu olumlu gelişmelerden Birliğe üye olan küçük ekonomiler yararlanacak, Türkiye bu bakımdan daha sonraki döneme bırakılan alternatif pazar konumunda olacaktır.

Tek paraya geçiş sonrası AB finans piyasalarında gerçekleşmesi beklenen gelişmeler, kamu borçlanmaları açısından da ülkemize uzun dönemde faydalar sağlayabilecektir. Önceki yıllarda Hazine Müsteşarlığı tarafından Alman Markı cinsinden gerçekleştirilen tahvil ihraçlarının yerini Euro cinsi borçlanmalar alacaktır. Bu sayede daha geniş bir yatırımcı tabanına ulaşılabilmesi ve kur riskinin ortadan kalkması sonucunda borç bulma kapasitesinin artması faiz oranlarında ise az da olsa bir azalma görülmesi beklenebilir.

Bu bölümde özetlenmeye çalışılan potansiyel fırsat ve faydalardan Türkiye'nin azami şekilde yararlanabilmesi ve Parasal Birliğe geçiş. sonrasında ortaya çıkabilecek olumsuz koşulların etkisini en aza indirebilmesi için bazı tedbirlerin alınması kaçınılmazdır.

Avrupa Birliği ile bütünleşme çabasında olan ve nihai hedefi tam üyelik olan Türkiye, Euro ile birlikte Avrupa'da oluşacak daha istikrarlı bir ekonomik yapı karşısında yapısal sorunlarını çözme ve makroekonomik istikrarı sağlama konularında üzerinde daha yüksek bir baskı hissedecektir. Bu noktada Türkiye'nin alması gereken en önemli tedbir makroekonomik istikrarın sağlanmasıdır. Türkiye'nin en önemli ekonomik sorunları olan yüksek enflasyon ve bütçe açıkları, alınacak yapısal tedbirlerle Maastricht kriterlerine uyum sağlayacak seviyelere indirilmelidir. Ancak bu şartların yerine getirilmesi halinde, Türkiye Euro'nun ortaya çıkaracağı fırsatlardan faydalanma imkanına erişebilecektir

Tablo 7.1
Türkiye ve Avrupa Birliği Ülkeleri Arasındaki Dış Ticaret Göstergeleri (1980-1998)

	AB Ülkelerine Toplam İhracat (Milyon \$)(1)	Toplam İhracat (Milyon \$)	AB Ülkelerine İhracatın Toplam İhracat İçindeki Payı	AB Ülkelerine Toplam İhracat/GSMH	AB Ülkelerinden Toplam İthalat (Milyon \$)(2)	Toplam İthalat (Milyon \$)	AB Ülkelerinden İthalatın Toplam İthalat İçindeki Payı	AB Ülkelerine Toplam İthalat/GSMH	AB Ülkelerine İhracatın İthalatı Karşılama Oranı
1980	1,322	2,910	45,43	1,89	2,507	7,909	31,70	3,59	52,73
1981	1,626	4,702	34,58	2,27	2,770	8,933	31,01	3,87	58,69
1982	1,863	5,746	32,42	2,88	2,756	8,842	31,17	4,26	67,60
1983	2,123	5,728	37,06	3,49	2,971	9,235	32,17	4,88	71,45
1984	2,862	7,133	40,12	4,76	3,505	10,757	32,58	5,83	81,65
1985	3,278	7,958	41,19	4,87	4,117	11,343	36,30	6,11	79,60
1986	3,321	7,456	44,54	4,42	4,777	11,104	43,02	6,36	69,52
1987	4,992	10,190	48,99	5,73	5,921	14,158	41,82	6,79	84,30
1988	5,177	11,662	44,39	5,71	6,170	14,335	43,04	6,81	83,91
1989	5,420	11,624	46,63	5,00	6,299	15,792	39,89	5,81	86,05
1990	6,916	12,959	53,36	4,55	9,613	22,302	43,10	6,32	71,94
1991	7,106	13,593	52,28	4,68	9,644	21,047	45,82	6,36	73,68
1992	7,671	14,714	52,14	4,78	10,374	22,871	45,36	6,47	73,95
1993	7,288	15,384	47,37	4,02	12,950	29,429	44,00	7,14	56,28
1994	8,634	18,105	47,69	6,60	10,279	23,270	44,17	7,85	84,00
1995	11,078	21,636	51,20	6,47	16,860	35,707	47,22	9,85	65,71
1996	11,492	23,224	49,48	6,25	22,688	43,627	52,00	12,34	50,65
1997	12,115	26,244	46,16	6,20	24,013	48,558	49,42	12,29	50,45
1998	13,488	26,881	50,17	6,59	24,082	45,921	52,44	11,77	56,00

(1) 1980-1992 yılları arası Danimarka, Finlandiya, İsveç, Portekiz ve İrlanda'yı kapsamaktadır.

(2) 1980-1992 yılları arası Danimarka, Finlandiya, Portekiz ve İrlanda'yı kapsamamaktadır.

KAYNAK: Devlet İstatistik Enstitüsü

Tablo 7.2
Türkiye'nin Seçilmiş Avrupa Birliği Üyesi Ülkelere İhracatı (1980-1998)

	Almanya		İtalya		Fransa		İngiltere		Hollanda	
	Toplam İhracat (Bin \$)	AB Ülkelerine Toplam İhracat İçindeki Payı	Toplam İhracat (Bin \$)	AB Ülkelerine Toplam İhracat İçindeki Payı	Toplam İhracat (Bin \$)	AB Ülkelerine Toplam İhracat İçindeki Payı	Toplam İhracat (Bin \$)	AB Ülkelerine Toplam İhracat İçindeki Payı	Toplam İhracat (Bin \$)	AB Ülkelerine Toplam İhracat İçindeki Payı
1980	603,969	45,69	218,448	16,52	163,897	12,40	104,533	7,91	84,380	6,38
1981	643,245	39,56	246,096	15,14	215,721	13,27	147,961	9,10	95,963	5,90
1982	707,449	37,97	327,493	17,58	194,826	10,46	189,029	10,15	104,750	5,62
1983	837,776	39,47	422,688	19,91	180,450	8,50	247,039	11,64	140,850	6,64
1984	1,279,699	44,72	501,160	17,51	200,610	7,01	261,045	9,12	181,102	6,33
1985	1,390,989	42,44	502,216	15,32	215,281	6,57	538,724	16,44	213,317	6,51
1986	1,443,985	43,48	579,841	17,46	298,680	8,99	334,213	10,06	222,380	6,70
1987	2,183,644	43,75	850,614	17,04	499,603	10,01	541,407	10,85	280,240	5,61
1988	2,148,978	41,51	954,748	18,44	498,571	9,63	576,142	11,13	351,054	6,78
1989	2,175,425	40,14	978,078	18,04	594,795	10,97	615,923	11,36	406,867	7,51
1990	3,063,574	44,30	1,106,319	16,00	736,799	10,65	744,786	10,77	435,355	6,30
1991	3,412,921	48,03	971,581	13,67	688,657	9,69	676,045	9,51	474,866	6,68
1992	3,660,428	47,72	942,713	12,29	808,881	10,54	796,311	10,38	499,785	6,52
1993	3,654,177	50,14	750,298	10,29	771,205	10,58	835,075	11,46	517,022	7,09
1994	3,934,285	45,57	1,033,619	11,97	851,187	9,86	888,890	10,30	621,037	7,19
1995	5,036,174	45,46	1,457,002	13,15	1,033,072	9,33	1,135,657	10,25	736,770	6,65
1996	5,165,250	44,95	1,442,803	12,55	1,044,674	9,09	1,250,364	10,88	766,270	6,67
1997	5,190,518	42,84	1,376,792	11,36	1,148,589	9,48	1,486,420	12,27	772,234	6,37
1998	5,447,980	40,99	1,555,117	11,69	1,300,142	9,78	1,710,219	12,86	885,722	6,66

KAYNAK: Devlet İstatistik Enstitüsü

Tablo 7.3
Türkiye'nin Seçilmiş Avrupa Birliği Üyesi Ülkelerden İthalatı (1980-1998)

	Almanya		İtalya		Fransa		İngiltere		Hollanda	
	Toplam İthalat (Bin \$)	AB Ülkelerine Toplam İthalat İçindeki Payı	Toplam İthalat (Bin \$)	AB Ülkelerine Toplam İthalat İçindeki Payı	Toplam İthalat (Bin \$)	AB Ülkelerine Toplam İthalat İçindeki Payı	Toplam İthalat (Bin \$)	AB Ülkelerine Toplam İthalat İçindeki Payı	Toplam İthalat (Bin \$)	AB Ülkelerine Toplam İthalat İçindeki Payı
1980	845,735	33,73	284,432	11,34	380,152	15,16	321,865	12,84	206,435	8,23
1981	958,126	34,59	372,045	13,43	400,039	14,44	433,655	15,65	166,322	6,00
1982	1,009,105	36,62	414,971	15,06	263,222	9,55	433,798	15,74	158,462	5,75
1983	1,052,849	35,44	510,274	17,18	218,341	7,35	440,680	14,83	181,659	6,11
1984	1,172,465	33,45	630,343	17,98	242,514	6,92	444,964	12,70	212,369	6,06
1985	1,368,779	33,24	658,173	15,99	513,936	12,48	468,429	11,38	218,254	5,30
1986	1,771,866	37,09	865,981	18,13	545,317	11,41	518,924	10,86	264,067	5,53
1987	2,108,828	35,62	1,076,006	18,17	607,833	10,27	697,035	11,77	366,754	6,19
1988	2,054,385	33,30	1,005,690	16,30	828,814	13,43	739,111	11,98	384,896	6,24
1989	2,203,987	34,99	1,070,964	17,00	744,905	11,83	727,720	11,55	445,249	7,07
1990	3,496,831	36,38	1,727,064	17,97	1,340,354	13,94	1,013,686	10,55	572,939	5,96
1991	3,232,028	33,51	1,845,372	19,13	1,226,566	12,72	1,165,598	12,09	641,650	6,65
1992	3,754,465	36,19	1,918,569	18,49	1,350,861	13,02	1,187,330	11,45	698,094	6,73
1993	4,532,910	35,00	2,557,823	19,75	1,952,364	15,08	1,545,696	11,94	869,799	6,72
1994	3,645,617	35,47	2,008,524	19,54	1,458,206	14,19	1,169,767	11,38	740,002	7,20
1995	5,547,588	32,90	3,193,129	18,94	1,995,845	11,84	1,829,761	10,85	1,084,328	6,43
1996	7,583,772	33,43	4,245,116	18,71	2,739,576	12,08	2,468,472	10,88	1,416,751	6,24
1997	7,704,868	32,09	4,317,061	17,98	2,873,401	11,97	2,680,956	11,16	1,443,767	6,01
1998	7,310,606	30,36	4,248,919	17,64	3,033,242	12,59	2,681,442	11,13	1,446,093	6,00

KAYNAK: Devlet İstatistik Enstitüsü

Tablo 7.4
Avrupa Birliği Üyesi Ülkelerin İhracatının Dağılımı (1997)
(Toplam İçerisinde Yüzde Pay)

	Almanya	Fransa	İtalya	İspanya	Bel-Lük.	Hollanda	Avusturya	Finlandiya	Portekiz	İrlanda	ABD	Japonya	Türkiye	APB-11
Almanya	—	10,64	7,37	3,72	5,81	6,98	5,17	0,92	1,06	0,48	8,61	2,31	1,55	42,16
Fransa	15,50	—	9,07	7,85	7,87	4,57	1,02	0,45	1,38	0,63	6,36	1,68	0,99	48,34
İtalya	16,36	12,18	—	5,18	2,72	2,85	2,27	0,51	1,33	0,37	7,93	1,99	1,84	43,76
İspanya	13,42	18,33	9,78	—	2,78	3,67	0,83	0,39	9,03	0,41	4,43	1,05	1,18	58,65
Bel-Lük.	18,23	16,04	5,11	2,98	—	11,89	1,03	0,58	0,71	0,42	4,76	1,06	0,77	56,98
Hollanda	27,45	10,72	5,82	3,08	12,97	—	1,54	0,93	0,78	0,78	3,77	0,84	0,82	64,06
Avusturya	34,79	4,20	8,20	2,25	1,71	2,71	—	0,59	0,41	0,23	3,67	1,25	0,93	55,09
Finlandiya	11,03	4,20	3,00	2,18	2,34	4,10	0,96	—	0,56	0,82	7,03	1,93	0,78	29,20
Portekiz	19,99	14,06	3,88	14,10	4,46	4,78	1,16	0,80	—	0,43	4,84	0,65	0,43	63,66
İrlanda	12,21	7,73	3,29	2,49	4,93	6,83	0,40	0,43	0,42	—	11,40	3,21	0,34	38,73
ABD	3,55	2,41	1,30	0,80	2,05	2,88	0,30	0,25	0,14	0,67	—	9,54	0,51	14,37
Japonya	4,27	1,35	0,90	0,53	0,98	2,33	0,24	0,32	0,19	0,52	28,12	—	0,42	11,62
Türkiye	20,02	4,44	5,29	1,70	2,15	2,97	1,14	0,19	0,37	0,33	7,70	0,55	—	38,59
APB-11	12,95	9,64	6,11	4,28	5,51	5,22	2,46	0,66	1,51	0,50	6,75	1,74	1,21	—

KAYNAK: IMF Direction of Trade Statistics Yearbook, 1998

Tablo 7.5
Avrupa Birliği Üyesi Ülkelerin İthalatının Dağılımı (1997)
(Toplam İçerisinde Yüzde Pay)

	Almanya	Fransa	İtalya	İspanya	Bel-Lük.	Hollanda	Avusturya	Finlandiya	Portekiz	İrlanda	ABD	Japonya	Türkiye	APB-11
Almanya	—	10,27	7,63	3,30	6,02	8,31	3,59	0,93	1,13	1,07	7,58	4,77	1,28	42,26
Fransa	16,34	—	9,66	6,57	7,93	4,95	0,79	0,74	1,12	1,51	8,65	3,31	0,48	49,61
İtalya	17,96	13,19	—	4,72	4,67	6,15	2,29	0,54	0,45	1,00	4,98	2,03	0,73	51,03
İspanya	14,80	17,46	9,41	—	3,48	3,92	1,04	0,74	2,70	1,19	6,33	2,76	0,45	54,75
Bel-Lük.	17,98	13,64	3,80	1,70	—	17,52	0,59	0,63	0,55	1,68	7,26	2,33	0,32	58,09
Hollanda	20,76	7,01	3,53	2,36	10,70	—	0,73	0,89	0,61	1,28	9,52	3,66	0,47	47,88
Avusturya	41,09	4,58	8,31	1,45	2,38	3,24	—	0,61	0,59	0,44	5,31	2,20	0,60	62,70
Finlandiya	14,49	4,82	4,02	1,42	2,57	3,98	1,05	—	0,73	0,77	7,43	5,50	0,25	33,84
Portekiz	15,02	10,77	8,06	22,96	3,12	4,50	0,60	0,62	—	0,66	3,28	2,50	0,33	66,30
İrlanda	5,88	4,61	1,74	1,06	1,09	3,21	0,19	0,83	0,26	—	14,89	6,85	0,22	18,88
ABD	4,92	2,37	2,25	0,55	0,93	0,85	0,27	0,28	0,13	0,66	—	13,82	0,25	13,22
Japonya	3,65	1,71	1,75	0,40	0,54	0,58	0,26	0,26	0,05	0,67	22,43	—	0,05	9,89
Türkiye	16,49	6,10	9,17	2,62	2,50	3,05	1,03	0,70	0,20	0,42	8,94	4,20	—	42,30
APB-11	13,11	8,94	6,06	3,79	5,49	6,56	1,74	0,76	0,97	1,16	7,50	3,52	0,72	—

KAYNAK: IMF Direction of Trade Statistics Yearbook, 1998

TABLO 7.6
AB Ülkelerinin Dış Ticaretinde Başlıca Ülkeler ve Toplam Payları (1997)

	AB İhracatı		AB İthalatı		AB Dış Tic. Dengesi (Milyar ECU)
	1996/97 Artış Hızı	1997 Payı	1996/97 Artış Hızı	1997 Payı	
ABD	23,1	19,6	21,3	20,5	4,0
İsviçre	3,9	7,4	5,4	6,7	8,4
Japonya	1,1	5,0	13,1	8,9	-23,3
Norveç	18,4	3,2	9,8	5,0	-10,3
Çin	11,6	2,3	24,4	5,6	-20,9
Rusya F.	32,0	3,5	14,1	4,0	-1,4
Polonya	26,1	3,5	15,6	2,1	10,9
Türkiye	22,1	3,1	16,2	1,8	10,4
Hong Kong	16,8	2,8	15,1	1,2	12,1
Tayvan	27,2	1,8	20,8	2,3	-3,0

KAYNAK: Eurostat. 1998b

TABLO 7.7
Avrupa Birliği Ülkelerinin Birlik Dışı ve Birlik İçi Ticareti (1997)

	<i>Birlik Dışı Ticaret</i>		<i>Birlik İçi Ticaret</i>	
	1997 (Milyar ECU)	Toplam İçindeki Payı	1997 (Milyar ECU)	Toplam İçindeki Payı
İhracat	718,4	38,38	1153,4	61,62
İthalat	668,2	37,95	1092,5	62,05

KAYNAK: Eurostat. 1998b

TABLO 7.8
Dünya Ticaretinde Kullanılan Temel Para Birimleri
(Yüzde pay)

	1980	1995
ABD Doları	56,4	52,0
Alman Markı	13,6	13,2
Fransız Frangı	6,2	5,5
İngiliz Sterlini	6,5	5,4
İtalyan Lireti	2,2	3,3
Hollanda Florini	2,6	2,8
Japon Yeni	2,1	4,7

KAYNAK: Bekx (1998)

TABLO 7.9
Türkiye'nin Mal İhracatı ve İthalatında Bazı Bölge ve Ülkelerin Payları ile
Dış Ticaretin Döviz Kompozisyonu (1996)
(Yüzde pay)

	TÜRKİYE'NİN İHRACATI		TÜRKİYE'NİN İTHALATI	
	İhracat Yönü	Bölge veya Ülke Para Birimi	İthalat Yönü	Bölge veya Ülke Para Birimi
APB-15	49,5	40,0	52,0	32,0
ABD	7,1	57,0	7,5	60,0
Japonya	0,7	—	3,3	2,0
Diğer	42,7	3,0	37,2	6,0

KAYNAK: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Devlet İstatistik Enstitüsü.

TABLO 7.10
Türkiye'nin Toplam Dış Borç Stokunun Döviz Kompozisyonu
(Yüzde Pay) (1998-İlk Dokuz Ay)

	ABD Doları	Alman Markı	Japon Yeni	Diğer
Kısa Vadeli	59,6	29,2	2,5	8,7
Orta-Uzun Vadeli	44,0	36,1	11,0	8,9
TOPLAM	48,2	34,2	8,7	8,9

KAYNAK: Hazine Müsteşarlığı.

EK: I

Avrupa Para Birliği'nin Global Etkileri Konusunda IMF tarafından yapılan Senaryo Analizi

I.1 Giriş

IMF (1997b) tarafından farklı varsayımlar altında yapılan senaryo analizlerinde, Euro'ya geçişin APB üyesi ülkeler ile Birlik dışındaki ülkeler açısından büyüme, işsizlik oranları ve dış ticaret büyüklükleri gibi makro göstergeler üzerindeki olası etkileri konusunda tahminler yapılmıştır. Çalışmada yapılan varsayımlar temelde, Parasal Birliğe geçişle birlikte işgücü piyasası reformu, mali uyum ve mal piyasalarında serbestleşme gibi iktisadi reformların gerçekleşmesine dayanmaktadır. Gerçekleşecek yapısal reformların muhtemel etkileri IMF'nin çoklu ülke modeli olan "MULTIMOD" kullanılarak analiz edilmiştir.

Senaryoda yapılan ilk varsayım, APB'nin tüm AB üyesi ülkeleri içine alacak şekilde oluşması ve AMB'nin ara hedef olarak bir parasal büyüklüğü seçmesidir. Ayrıca AMB'nin Euro Alanında para politikası uygulamasında kredibilite tesis ettiği de varsayımlar arasındadır. Senaryoların başlangıç tarihi 2000 yılıdır ve varsayımlarla belirlenen politikalarda herhangi bir değişiklik olmaması durumu "baz senaryo" olarak adlandırılmaktadır.

I.2 I. Senaryo

Baz senaryoda APB'nin kuruluşunun Avrupa'da yapısal reformların gerçekleştirilebilmesi için bir itici güç olacağı varsayılmaktadır. İşgücü piyasalarında yapılacak reformlar neticesinde yapısal işsizlikte önemli bir düşüş sağlanacaktır. Ayrıca, APB ülkelerinde kamu harcamaları azalacak, bu durum borç stoklarında belli bir düşüşe yolaçacaktır. Bu senaryoda yapılan diğer bir varsayım ise mal piyasalarında yapılacak reformların faktör verimliliğini artıracığıdır.

Tablo I.1'den de anlaşılacağı gibi, yapısal işsizlik oranlarında yaşanan düşüş ve kamu maliyesinde sağlanan olumlu gelişmeler AB üyesi ülkelerde büyüme açısından olumlu sonuçlar doğurmaktadır. Ayrıca, sermayenin marjinal verimliliğinde artış meydana geleceği, işsizlik, uzun vadeli faiz oranları ve kamu borçlarında düşüşler yaşanacağı tahmin edilmektedir. Artan yatırımlar sonucu gelir artacak ve bu durumun sonucunda tüketimde de artışlar gözlenecektir.

Tablo I.1

**Euro Alanında Beklenen Yapısal Reformların Gerçekleşmesi
Durumunun Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkisi
(Baz Senaryodan Yüzde Sapma)**

	2000	2001	2002	2003	2010
APB ÜLKELERİ ¹					

¹ İlk aşamada tüm AB üyesi ülkelerin parasal birliğe dahil olacakları varsayılmıştır.

Reel GSYİH	0,2	0,9	1,0	1,1	2,9
GSYİH Deflatörü	-0,3	-0,7	-1,1	-1,4	-1,9
Uzun Vadeli Faiz Oranı	0,1	-0,1	-0,3	-0,4	—
İşsizlik Oranı	-0,2	-0,4	-0,6	-0,8	-2,0
Kamu Kesimi Dengesi/GSYİH	0,4	0,9	1,5	2,1	0,8
Kamu Borçları/GSYİH	-0,4	-1,4	-2,7	-4,5	-12,6
Ticaret Dengesi (milyar ABD \$)	-3,5	13,8	22,8	31,6	27,9
AVRUPA DIŞI G7 ÜLKELERİ²					
Reel GSYİH	-0,1	—	—	0,1	0,1
Ticaret Dengesi (milyar ABD \$)	-0,6	-16,6	-25,5	-31,5	-31,9
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER³					
Reel GSYİH	—	0,1	0,2	0,2	0,3
Ticaret Dengesi (milyar ABD \$)	5,1	4,7	5,3	3,4	5,7

KAYNAK: IMF (1997b)

Diğer taraftan bu senaryoda, yapısal reformların AB dışı ülkelerdeki etkisinin sınırlı düzeyde kalacağı tahmin edilmektedir. Dünya toplam borç stokunda ortaya çıkacak azalmaların, uluslararası piyasalardaki faiz oranlarında düşüslere neden olacağı ve bu durumun yatırımları uyarıcı bir etkide bulunabileceği tahmin edilmektedir. Bu durumdan özellikle gelişmekte olan ülkeler faydalanacağı ve bu ülkelerin GSYİH'lerinde yüzde 0,25-1 arası bir artış gözleneceği belirtilmektedir.

I.3 II. Senaryo

Bu senaryoda yapılan temel varsayım, APB'nin beklenildiği gibi kurulması ve enflasyonun düşük seviyelerde seyretmesidir. Bununla birlikte, işgücü ve mal piyasalarında beklenen reformlar gerçekleştirilememiştir. Bu durumun sonucunda, tüm AB üyesi ülkelerde doğal işsizlik oranı halihazırdaki seviyesinin 2 puan üzerine çıkacaktır. Artan işsizlik kamu harcamalarında artışa neden olacak, bu durum kamu açıklarını artırarak kamu borçlanmasının yükselmesine yolaçacaktır. Ayrıca, Euro üzerindeki risk primi de artmaya başlayacaktır.

² ABD, Kanada ve Japonya.

³ Geçiş ekonomileri dışındaki diğer ülkeler.

Tablo I.2
Euro Alanında Beklenen Yapısal Reformların Gerçekleşmemesi
Durumunun Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkisi
(Baz Senaryodan Yüzde Sapma)

	2000	2001	2002	2003	2010
APB ÜLKELERİ¹					
Reel GSYİH	0,1	-0,3	-0,6	-0,9	-2,5
GSYİH Deflatörü	0,1	0,3	0,6	0,9	2,3
Uzun Vadeli Faiz Oranı	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5
İşsizlik Oranı	0,2	0,4	0,7	0,9	2,0
Kamu Kesimi Dengesi/GSYİH	-2,0	-0,5	-0,7	-0,9	-1,3
Kamu Borçları/GSYİH	0,1	0,7	1,4	2,3	9,8
Ticaret Dengesi (milyar ABD \$)	-1,7	22,1	31,7	38,8	67,3
AVRUPA DIŞI G7 ÜLKELERİ²					
Reel GSYİH	-0,1	—	—	0,1	0,1
Ticaret Dengesi (milyar ABD \$)	-2,6	-22,6	-29,5	-33,7	-57,5
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER³					
Reel GSYİH	—	—	—	-0,1	-0,2
Ticaret Dengesi (milyar ABD \$)	5,1	2,9	0,9	-1,5	-3,7

KAYNAK: IMF (1997b)

Tablo I.2’den de anlaşılacağı üzere, simülasyon sonuçlarına göre 2000-10 yılları arasında APB üyesi ülkelerde işsizlik giderek artacak ve üretim hacmi düşecektir. Gelir düzeyi ve servet miktarında meydana gelecek düşüş neticesinde tüketim miktarında azalma ortaya çıkacaktır. Risk primlerinde ortaya çıkacak yükselme ile kamu borçlanması ve kamu açıklarının artması sonucunda faiz oranlarında ilk 5 yıl içerisinde 1,5 puan artış olacağı hesaplanmıştır.

Ayrıca, AB ülkelerinde kamu açıklarının ve borç stoklarının artmaya başlamasının uluslararası piyasalar üzerinde baskı yaratarak faiz oranlarının yükselmesine neden olacağı, bu durumun Birlik dışı ülkelerin üretim miktarlarında olumsuz bir etkide bulunacağı tahmin edilmektedir.

I.4 Duyarlılık Analizi I: APB Üyesi Ülkelerde Toplam Talep Şoku Ortaya Çıkması

I. ve II. Senaryo ile oluşturulan modeller tüketim ve yatırım kaynaklı şoklara maruz bırakılarak, bu şokların makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri incelenmiştir. Ortaya çıkabilecek talep kaynaklı şokların nihai etkisinin APB ülkelerince yapılacak yapısal reformların başarısına bağlı olduğu unutulmamalıdır.

Euro Alanında yapısal reformların gerçekleştirilebilmesinin APB üyesi ekonomilerdeki devresel hareketlerden doğan reel dalgalanmaların emilebilme kapasitesi üzerinde önemli bir etkisi olacağı beklenmektedir. Örneğin, işgücü piyasalarında esnekliğin artmasının (Senaryo I-A), fiyat ve ücret ataletini kıracağı ve ekonomileri uzun dönem büyüme trendlerine yakınlaştıracağı iddia

edilmektedir. Ayrıca, yapısal reformların gerçekleştirilmesinin, ekonomideki devresel hareketin düşüş safhasında iç istikrar kuvvetlerinin işlemeye başlaması için gerekli ortamı sağlayacakları beklenmektedir.

Talep şokunun ortaya çıkması, APB üyesi ülkelerde GSYİH'nın baz senaryoya göre 2001 yılında yüzde 2,1 düşmesine neden olmaktadır (Senaryo I-A). Talep şoku neticesinde yatımlarda ortaya çıkacak düşüş uzun vadeli faiz oranlarında düşmeye neden olmaktadır. Artan işsizlik karşısında hükümetin transfer harcamaları artmaktadır. Euro Alanında ortaya çıkan bu durumun neticesinde ortaya çıkan dağılma etkisi sanayileşmiş ve gelişmekte olan ülkelerde de benzer şekilde üretimde azalma ile sonuçlanmaktadır.

Tablo I.3 (Senaryo I-A)
Euro Alanında Beklenen Yapısal Reformların Gerçekleşmesi ve Euro Alanında Toplam Talep Şokunu Ortaya Çıkmasının Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkisi
(Baz Senaryodan Yüzde Sapma)

	2000	2001	2002	2003	2010
APB ÜLKELERİ¹					
Reel GSYİH	-0,8	-2,1	-1,3	-0,6	-0,2
GSYİH Deflatörü	-0,6	-1,5	-2,2	-2,4	-0,6
Uzun Vadeli Faiz Oranı	-0,9	-1,3	-1,5	-1,3	-0,1
İşsizlik Oranı	0,2	0,5	0,5	0,3	0,1
Kamu Kesimi Dengesi/GSYİH	-0,5	-1,0	-0,4	0,2	0,1
Kamu Borçları/GSYİH	1,3	3,6	3,8	3,1	-0,4
Ticaret Dengesi (milyar ABD \$)	11,6	48,9	47,8	41,5	1,0
AVRUPA DIŞI G7 ÜLKELERİ²					
Reel GSYİH	-0,1	-0,2	—	0,2	0,1
Ticaret Dengesi (milyar ABD \$)	-9,5	-36,9	-34,9	-29,4	-1,7
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER³					
Reel GSYİH	-0,1	-0,3	-0,1	0,1	—
Ticaret Dengesi (milyar ABD \$)	1,8	-2,9	-3,6	-4,2	2,1

Tablo I.4 (Senaryo II-A)
Euro Alanında Beklenen Yapısal Reformların Gerçekleşmemesi ve Euro
Alanında Toplam Talep Şokunu Ortaya Çıkmasının Makroekonomik
Göstergeler Üzerindeki Etkisi
(Baz Senaryodan Yüzde Sapma)

	2000	2001	2002	2003	2010
APB ÜLKELERİ¹					
Reel GSYİH	-1,3	-2,9	-1,4	-0,5	-0,6
GSYİH Deflatörü	-0,5	-1,3	-2,0	-2,4	-0,3
Uzun Vadeli Faiz Oranı	-0,9	-1,3	-1,5	-1,4	—
İşsizlik Oranı	0,3	0,8	0,6	0,3	0,2
Kamu Kesimi Dengesi/GSYİH	-0,3	-0,7	-0,3	0,3	-0,2
Kamu Borçları/GSYİH	1,4	3,6	3,3	2,5	-1,1
Ticaret Dengesi (milyar ABD \$)	17,6	58,2	41,9	33,9	-0,2
AVRUPA DIŞI G7 ÜLKELERİ²					
Reel GSYİH	-0,2	-0,3	0,1	0,2	0,2
Ticaret Dengesi (milyar ABD \$)	-13,6	-42,6	-30,1	-24,3	—
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER³					
Reel GSYİH	-0,2	-0,4	—	0,2	—
Ticaret Dengesi (milyar ABD \$)	0,5	-5,1	-2,9	-2,5	1,2

KAYNAK: IMF (1997b)

Sonuçları Tablo I.4’de verilen Senaryo II-A ise işgücü ve mal piyasalarında beklenen reformlar gerçekleştirilemediği bir ortamda aynı şiddette bir talep şoku çıkması durumunu yansıtmaktadır. Euro Alanında birçok ülkenin devresel olarak daralma aşamasında olması, iç istikrar kuvvetlerinin devreye girmesi açısından manevra alanını kısıtlamaktadır. Bu senaryo’nun temel varsayımlarından birisinin APB üyesi ülkelerin birçoğunda kamu açıklarının yüzde 3’lük sınırdan olması gözönüne alındığında, ekonomideki daralmanın sonucunda kamu gelirlerinin düşmesiyle birlikte, hükümetler “İstikrar ve Büyüme Sözleşmesi” ile öngörülen sınırın dışına çıkmamak için kamu harcamalarında kısıntıya gideceklerdir. Bu nedenle, üretimdeki daralmanın I-A Senaryosundaki daralmadan çok daha büyük olması beklenmektedir.

I.5 Duyarlılık Analizi II: APB Üyesi Ülkelerde Asimetrik Talep Şoku Ortaya Çıkması

I. ve II. Senaryolarda oluşturulan modeller, I. Duyarlılık Analizindeki ile aynı şiddette bir asimetrik talep şokuna maruz bırakılmıştır. Birinci analizden farklı olarak bu kez Euro Alanını oluşturan ülkelerin sadece bir bölümünün şoka maruz kaldığı varsayımı yapılmıştır. Ancak I-B ve II-B Senaryolarında ortaya çıkan şok, Euro Alanında daha büyük bir etki yaratacaktır. Çünkü yapısal reformların yerine getirilememiş olması (Senaryo II-B) negatif şoka maruz kalan ülkeleri daha derinden etkileyecektir. Bu durumun sebebi AB para politikasının Euro Alanı şartlarına uygun şekilde yürütülüyor olması ve ortaya çıkabilecek asimetrik bir şok hesaba katılmaksızın uygulanıyor olmasıdır. Bunun sonucunda faiz oranlarında yaşanacak düşüş, simetrik bir şoka maruz kalınması halinde yaşanacak olandan daha az olacaktır.

Diğer taraftan, Euro Alanında bu şoka maruz kalmamış ve konjonktürel olarak daralma aşamasında olmayan diğer ülkelerde faiz oranlarının düşmesinin yarattığı olumlu etki faiz oranları üzerindeki toplam etki üzerinde dengeleyici bir rol oynayacaktır. Sonuçta, daralma aşamasında olan APB ülkelerinde GSYİH, yapısal reformların gerçekleşmeyeceği varsayımı üzerine kurulu II-B Senaryosunda I-B Senaryosuna göre 1,5 puan daha fazla düşmesi beklenmektedir.

Tablo I.5 (Senaryo I-B)
Euro Alanında Beklenen Yapısal Reformların Gerçekleşmesi ve Euro Alanında Asimetrik bir Talep Şokunun Ortaya Çıkmasının Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkisi
(Baz Senaryodan Yüzde Sapma)

	2000	2001	2002	2003	2010
APB ÜLKELERİ (Grup I)*					
Reel GSYİH	—	—	0,2	0,3	0,1
GSYİH Deflatörü	0,1	0,2	0,3	0,5	-0,5
Uzun Vadeli Faiz Oranı	-0,5	-0,6	-0,5	-0,3	-0,1
İşsizlik Oranı	—	—	—	-0,1	—
Kamu Kesimi Dengesi/GSYİH	—	—	0,2	0,3	-0,1
Kamu Borçları/GSYİH	-0,1	-0,1	-0,5	-1,0	-0,7
Ticaret Dengesi (milyar ABD \$)	-14,7	-26,7	-20,4	-13,6	-4,7
APB ÜLKELERİ (Grup II)**					
Reel GSYİH	-0,8	-1,9	-1,7	-1,3	-0,1
GSYİH Deflatörü	-0,6	-1,4	-2,2	-2,6	-0,1
Uzun Vadeli Faiz Oranı	-0,2	-0,5	-0,8	-0,8	—
İşsizlik Oranı	0,2	0,4	0,4	0,3	—
Kamu Kesimi Dengesi/GSYİH	-0,4	-0,9	-0,6	-0,3	0,1
Kamu Borçları/GSYİH	1,5	3,8	4,7	4,8	0,5

Ticaret Dengesi (milyar ABD \$)	19,5	47,2	39,4	29,0	4,4
AVRUPA DIŞI G7 ÜLKELERİ					
Reel GSYİH	-0,1	-0,1	—	0,1	—
Ticaret Dengesi (milyar ABD \$)	-0,4	-16,1	-14,4	-11,3	-0,3
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER					
Reel GSYİH	—	—	—	—	—
Ticaret Dengesi (milyar ABD \$)	0,7	-0,9	-0,9	-1,1	1,0

* Avusturya, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Almanya, Yunanistan, Lüksemburg, Hollanda, İsveç ve İngiltere.

** Fransa, İtalya, Portekiz ve İspanya.

KAYNAK: IMF (1997b)

Tablo I.6 (Senaryo II-B)

Euro Alanında Beklenen Yapısal Reformların Gerçekleşmemesi ve Euro Alanında Asimetrik bir Talep Şokunun Ortaya Çıkmasının Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkisi

(Baz Senaryodan Yüzde Sapma)

	2000	2001	2002	2003	2010
APB ÜLKELERİ (Grup I)*					
Reel GSYİH	-0,2	-0,4	0,6	0,6	0,1
GSYİH Deflatörü	—	0,1	0,1	0,3	-0,7
Uzun Vadeli Faiz Oranları	-0,6	-0,6	-0,5	-0,2	—
İşsizlik Oranı	—	0,1	-0,1	-0,2	0,1
Kamu Kesimi Dengesi/GSYİH	-0,1	-0,1	0,4	0,5	-0,3
Kamu Borçları/GSYİH	0,2	0,4	-0,6	-1,2	—
Ticaret Dengesi (milyar ABD \$)	-21,4	-39,1	-8,8	-0,2	-2,5
APB ÜLKELERİ (Grup II)**					
Reel GSYİH	-1,5	-3,4	-1,5	-0,7	-0,3
GSYİH Deflatörü	-0,5	-1,3	-2,0	-2,4	0,6
Uzun Vadeli Faiz Oranları	-0,2	-0,5	-0,7	-0,8	0,1
İşsizlik Oranı	0,3	0,8	0,6	0,3	—
Kamu Kesimi Dengesi/GSYİH	—	—	-0,3	0,1	0,1
Kamu Borçları/GSYİH	1,5	3,5	2,8	2,2	-1,6
Ticaret Dengesi (milyar ABD \$)	-21,4	-39,1	-8,8	-0,2	-2,5
AVRUPA DIŞI G7 ÜLKELERİ					
Reel GSYİH	-0,1	-0,2	0,1	0,1	—
Ticaret Dengesi (milyar ABD \$)	-7,7	-21	-5,7	-2,1	3,4
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER					
Reel GSYİH	—	—	—	—	—
Ticaret Dengesi (milyar ABD \$)	-0,5	-3,0	0,9	1,3	1,7

* Avusturya, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Almanya, Yunanistan, Lüksemburg, Hollanda, İsveç ve İngiltere.

** Fransa, İtalya, Portekiz ve İspanya.

KAYNAK: IMF (1997b)

KAYNAKÇA

- ALOGOSKOUFIS, G. ve PORTES, R. (1997)**, “*The Euro, the Dollar and the International Monetary System*,” Paper Prepared for the IMF Conference “EMU and the International Monetary System” (March).
- ARTIS, M. ve TAYLOR, M. (1994)**, “*The Stabilizing Effect of the ERM on Exchange Rates and Interest Rates*,” IMF Staff Papers, 41:1, s.123-48.
- BALDWIN, R. E. (1994)**, “*Towards an Integrated Europe*,” Center for Economic Policy Research (CEPR), London.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1996)**, “*Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Activity*”, (May), Basle.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1998)**, “*68th Annual Report*”, (June), Basle.
- BANQUE PARIBAS (1997)**, “*Pricing Credit Risk Post-EMU*”, Credit Research (February), London.
- BAYOUMI, T. (1994)**, “*A Formal Model of Optimum Currency Areas*”, International Monetary Fund Staff Papers, (December), 41, s.537-54.
- BAYOUMI, T. ve EICHENGREEN, B. (1993a)**, “*Shocking Aspects of European Monetary Unification*”, Fransisco Torres and Francesco Giavazzi (eds), Adjustment and Growth in the European Monetary Union, Cambridge: Cambridge University Press, s.193-230.
- BAYOUMI, T. ve EICHENGREEN, B. (1993b)**, “*Is There a Conflict Between EC Enlargement and European Monetary Unification?*”, Greek Economic Review 15, s.131-54.
- BAYOUMI, T. ve EICHENGREEN, B. (1996a)**, “*Operationalizing the Theory of Optimum Currency Areas*”, CEPR Discussion Paper No.1484., CEPR, London.
- BAYOUMI, T. ve EICHENGREEN, B. (1996b)**, “*Optimal Currency Areas and Exchange Rate Volatility: Theory and Evidence Compared*”, B. Cohen (ed), Frontiers of International Economics.
- BEGG, D. (1997)**, “*The Design of EMU*”, IMF Working Paper WP/97/99, (August), Washington, D.C.
- BEKX, D. (1998)**, “*The Implications of the Introduction of the Euro for non-EU Countries*,” Euro Papers No. 26, Directorate General II Economic and Financial Affairs, (July), Brussels.

- BERGSTEN, C. F.**, “*The Dollar and the Euro*”, Institute for International Economics, (July), Washington, D.C.
- BLANCHARD, O. J. ve KATZ, L. F. (1992)**, “*Regional Evolutions*”, Brookings Papers on Economic Activity, 1, s.1-75.
- BRITTON, E. ve WHITLEY, J. (1997)**, “*Comparing the Monetary Transmission Mechanism in France, Germany and the United Kingdom*”, Bank of England Quarterly Bulletin,” (May), Vol.37, Number 2.
- BUITER, H. W. (1997)**, “*The Economic Case for Monetary Union in the European Union*”, Review of International Economics, Special Supplement, s.10-35.
- BUITER, H. W., CORSETTI, G. ve ROUBINI, N. (1993)**, “*Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht*,” Economic Policy,16, s.58-60.
- CHAUFFOUR, J.-P. ve STEMITSIOTIS, L. (1998)**, “*The Impact of the Euro on Mediterranean Partner Countries*,” Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Euro Papers, (June), Brussels,.
- COHEN, D. ve WYPLOSZ, C. (1989)**, “*The European Monetary Union: An Agnostic Evaluation*”, CEPR Discussion Paper No.306, CEPR, London.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (1990)**, “*One Market, One Money*”, European Economy No.44, (October).
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (1995)**, “*On the Practical Arrangements for the Introduction of the Single Currency*,” Green Paper, COM(95) 333 Final, Brussels.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (1996)**, “*Economic and Monetary Union*”, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (1997a)**, “*Dublin European Council Presidency Conclusions: December 13 and 14, 1996*,” SI(96) 1000, Brussels.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (1997b)**, “*Economic Policy in EMU. Part B: Specific Topics*”, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Economic Paper, No.126, (November), Brussels.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (1997c)**, “*The Impact of the Introduction of the Euro on Capital Markets*”, Giovanini Report, (July), Brussels.
- COMMITTEE ON THE STUDY OF ECONOMIC AND MONETARY UNION (1989)**, “*Report on Economic and Monetary Union in the European Community (Delors Report)*,” Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg.

- COOPERS & LYBRAND (1997)**, “*Economic and Monetary Union: Economic Implications and Business Impacts*”, (July).
- COUNCIL OF EUROPEAN COMMUNITIES (1992)**, “*Treaty on European Union*,” Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg.
- CROWLEY, P. (1995)**, “*The Exchange Rate Mechanism of the European Monetary System: Volatility, Target Zones and Prospects*”, McGill University, Montréal, Québec.
- CROWLEY, P. (1997)**, “*European Monetary Union and Canada: Implications for Trade and Foreign Direct Investment*,” Saint Mary’s University, (July), Halifax.
- CURRIE, D. (1997)**, “*The Pros and Cons of EMU*”, HM Treasury, (July).
- DECRESSIN, J. ve FATAS, A. (1995)**, “*Regional Labor Market Dynamics in Europe*”, European Economic Review, (December), 39, s.1627-55.
- de GRAUWE, P. (1996)**, “*Monetary Union and Convergence Economics*”, European Economic Review, 40, s.1091-101.
- de GRAUWE, P. ve VANHAVERBEKE, W. (1993)**, “*Is Europe an Optimum Currency Area?: Evidence from Regional Data*”, CEPR Discussion Paper No.555., CEPR, London.
- DUISENBERG, W. F. (1998)**, “*EMU and the Financial Sector*”, Auszüge aus Presseartikeln Nr. 10, Deutsche Bundesbank, (February), s.11-16.
- EICHENGREEN, B. (1991)**, “*Is Europe an Optimum Currency Area?*,” NBER Working Paper No.3579, National Bureau of Economic Research.
- EICHENGREEN, B. (1993)**, “*European Monetary Unification*”, Journal of Economic Literature, Vol. XXXI, (September), s.1321-57.
- EICHENGREEN, B. (1996)**, “*EMU: An Outsider’s Perspective*”, Irish Banking Review, (October).
- EICHENGREEN, B. ve WYPLOSZ, C. (1993)**, “*The Unstable EMS*,” Brookings Papers on Economic Activity, 93:1, s.51-143.
- ENOCH C., HILBERS, P. ve KOVANEN, A. (1997)**, “*Some Issues in the Design of Monetary Instruments for the Operation of European Economic and Monetary Union*”, IMF Working Paper, WP/97/178, (December), Washington D.C.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (1998)**, “*A Stability-Oriented Monetary Policy Strategy for the ESCB*”, Press Releases, (October), Frankfurt.

- EUROPEAN MONETARY INSTITUTE (1997a)**, “*The Single Monetary Policy in Stage Three: Specification of the Operational Framework*”, (January), Frankfurt.
- EUROPEAN MONETARY INSTITUTE (1997b)**, “*The Single Monetary Policy in Stage Three: General Documentation on ESCB Monetary Policy Instruments and Procedures*”, (September), Frankfurt.
- EUROPEAN MONETARY INSTITUTE (1997c)**, “*The Single Monetary Policy in Stage Three: Elements of the Monetary Policy Strategy of the ESCB*”, (February), Frankfurt.
- EUROPEAN MONETARY INSTITUTE (1998)**, “*Convergence Report*”, (March), Frankfurt.
- EUROSTAT (1996)**, *Facts Through Figures*, Luxembourg.
- EUROSTAT (1998a)**, “*New EUR 11: “World’s Greatest Trading Power,”* Eurostat Memo 7/98, (May), Luxembourg.
- EUROSTAT (1998b)**, Press Releases No. 5098, (July), Luxembourg.
- FELDSTEIN, M. (1991)**, “*Does One Market Require One Money?*,” In Symposium on Policy Implications of Trade and Currency Zones, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas, s.77-84.
- FRANKEL, J. ve PHILLIPS, S. (1991)**, “*The European Monetary System: Credible at Last?*,” NBER Working Paper No.3819, National Bureau of Economic Research.
- FUNKE, N. ve KENNEDY, M. (1997)**, “*International Implications of European Economic and Monetary Union*”, OECD Working Paper No.174, Paris.
- GRASSMAN, S. (1973)**, “*A Fundamental Symmetry in International Payments Patterns*,” Journal of International Economics, Vol.3, s.105-16
- HARTMANN, P. (1996)**, “*The Future of the Euro as an International Currency: A Transactions Perspective*,” Research Report 20, Centre for European Policy Studies, Brussels.
- IFO INSTITUTE (1996)**, “*The Cost of Multi-currency Management*”, European Commission.
- IMF (1997a)**, “*International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues*”, IMF Staff Team led by David Folkerts-Landau, Donald J. Mathieson and Garry J. Schinasi, (November).
- IMF (1997b)**, *World Economic Outlook*, (October), Washington D.C.
- IMF (1998)**, *World Economic Outlook*, (September), Washington D.C.
- INVESTMENT COMPANY INSTITUTE (1998)**, 1998 Mutual Funds Fact Book, (May), Washington, D.C.

- IWAMI, T. (1994)**, “*The Internationalization of the Yen and Key Currency Questions*,” IMF Working Paper, WP/94/41, Washington D.C.
- KENEN, P. B.(1969)**, “*The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View*”, Robert A. Mundell and Alexander K. Swoboda (eds), Monetary Problems of the International Economy, Chicago: University of Chicago Press, s.41-60.
- KENEN, P. B. (1995)**, “*Economic and Monetary Union in Europe: Moving Beyond Maastrich*,” Cambridge: Cambridge University Press.
- MACDONALD, R. ve TAYLOR, M. P.(1991)**, “*Exchange Rates, Policy Convergence, and the European Monetary System*,” Review of Economics and Statistics, 73, s.553-58.
- MAYER, T. ve LAURENT G. A. (1997)**, “*EMU: Does Real Convergence Matter?*”, European Economics Analyst EMU Briefing içinde, Goldman Sachs, (May).
- McCAULEY R. N. (1997)**, “*The Euro and the Dollar*”, Bank for International Settlements Working Paper No.54, (November), Basle.
- McCAULEY R. N. ve WHITE, W. R. (1997)**, “*The Euro and European Financial Markets*”, Bank for International Settlements Working Paper No.41, (May), Basle.
- MC KINNON, R. (1963)**, “*Optimum Currency Areas*”, American Economic Review 53, s.717-25.
- MUNDELL, R. A. (1961)**, “*A Theory of Optimum Currency Areas*”, American Economic Review 51, s.657-65.
- OECD. (1986)**, “*Flexibility in the Labor Market*,” Paris: OECD.
- PAUER, F. (1996)**, “*Will Asymmetric Shocks Pose a Serious Problem in EMU?*”, Oesterreichische Nationalbank Working Paper No.23, (June).
- PRATI, A. ve SCHINASI, G. J. (1997)**, “*European Monetary Union and International Capital Markets, Structural Implications and Risks*”, IMF Working Paper WP/97/62, (May), Washington, D.C.
- RICCI, L. (1997)**, “*A Model of an Optimum Currency Area*”, IMF Working Paper WP/97/76, (June), Washington D.C.
- RICHARDSON, P. (1987)** “*A Review of Simulation Properties of OECD’s Interlink Model*”, OECD Department of Economics and Statistics Working Paper, 47, Paris: OECD.
- SALVATORE, D. (1990)**, *International Economics*, Prentice Hall.

- SALVATORE, D. (1996)**, “*The European Monetary System: Crisis and Future*,” Open Economies Review, 7, s.601-23.
- SHAPIRO, A. (1995)**, *Foundations of Multinational Financial Management*, Allyn and Bacon.
- SMETS, F. (1995)**, “*Central Bank Macroeconomic Models and the Monetary Policy Transmission Mechanism*”, Bank for International Settlements, Basle, s.225-77.
- SUTHERLAND, P. (1997)**, “*The Case for EMU*”, Foreign Affairs, Vol. 76, No.1, s.9-14.
- TAVLAS, G. S. (1993)**, “*The “New” Theory of Optimum Currency Areas*”, The World Economy, 16, s.663-67.
- TAVLAS, G. S. (1994)**, “*The Theory of Monetary Integration*”, Open Economies Review, 5, s.211-30.
- THYGESEN, N. (1993)**, “*Economic and Monetary Union: Critical Notes on the Maastrich Treaty Revisions*,” *The Transition to Economic and Monetary Union içinde* (Editör: Torres, Fransisco ve Francesco Giavazzi), Cambridge: Cambridge University Press, s.9-45.
- TICHY, G. (1993)**, “*Gibt es ein Optimales Europäisches Integrationsgebiet?*”, in: *WiSt*, Heft 5, s.229-34.
- WELLINK, A. H. E. M. (1997)**, “*European Economic and Monetary Cooperation from an Historical Perspective*”, *Deutsche Bundesbank Presseartikeln*, (April), s.10-12.
- WHITE, W. R. (1998)**, “*The Coming Transformation of European Continental Banking*”, Bank for International Settlements Working Paper No.54, (June), Basle.
- WYPLOSZ, C. (1997)**, “*EMU: Why and How It Might Happen?*”, Journal of Economic Perspectives 11(4), Fall 1997, s.3-22.
- von HAGEN, J. ve NEUMANN, M. J. M. (1994)**, “*Real Exchange Rates Within and Between Currency Areas: How Far Away Is EMU?*”, Review of Economics and Statistics, (May), 76, s.236-44.