

DÖVİZ KURU REJİMLERİNİN EURO'YA GEÇİŞTEKİ ROLÜ

Emre KAYA

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü
Ankara, Mart 2009

DÖVİZ KURU REJİMLERİNİN EURO'YA GEÇİŞTEKİ ROLÜ

Emre KAYA

Danışman

Doç. Dr. Elif AKBOSTANCI ÖZKAZANÇ

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü
Ankara, Mart 2009

ÖNSÖZ

Bu tez çalışmasının hazırlanmasında; değerli fikirleriyle bana yol gösteren Danışmanım Doç. Dr. Elif Akbostancı Özkazanç'a; eleştirileri ve önerileriyle tezin gelişmesine katkıda bulunan Dr. Eren Öğretmen, Almıla Karasoy ve Tolga Hakan Kava'ya, Avrupa Birliği konusundaki derin birikimiyle bana yardımcı olan Durukan Payzanoğlu'na ve son olarak varlıkları ve desteklerini her zaman yanımda hissettiğim aileme teşekkür ederim.

Emre KAYA

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
TABLO LİSTESİ.....	iv
GRAFİK LİSTESİ.....	v
KISALTIMA LİSTESİ.....	vii
SEMBOL LİSTESİ.....	viii
EK LİSTESİ.....	ix
ÖZET.....	x
ABSTRACT.....	xii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ALTERNATİF DÖVİZ KURU REJİMLERİNİN AVANTAJLARI VE DEZAVANTAJLARI.....	3
1.1. Sabit Döviz Kurları.....	5
1.1.1. Sabit Kurların Avantajları.....	5
1.1.2. Optimum Para Alanı Teorisi.....	6
1.1.3. Sabit Kurların Dezavantajları.....	9
1.2. Esnek Döviz Kurları.....	11
1.2.1. Esnek Kurların Avantajları.....	11
1.2.2. Esnek Kurların Dezavantajları.....	12
1.3. Resmi ve Fiili Döviz Kuru Rejimleri.....	15
1.4. Sabit ve Esnek Kurların Avantajları ve Dezavantajlarına İlişkin Ampirik Kanıtlar	17

İKİNCİ BÖLÜM

YENİ AB ÜYESİ ÜLKELERİN DÖVİZ KURU STRATEJİLERİ.....	24
2.1. Tarihsel Değerlendirme.....	24
2.2. Ülkelerin Döviz Kuru Rejimi Seçimlerine İlişkin Ampirik Çalışmalar.....	33
2.2.1. Resmi ve Fiili Döviz Kuru Rejimleri.....	33

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

YENİ AB ÜYESİ ÜLKELERİN DÖVİZ KURU REJİMLERİNİN EURO'YA GEÇİŞTEKİ ROLÜ	38
3.1. Reel Yakınsama, Nominal Yakınsama ve Yeni AB Üyeleri.....	38
3.2. Yakınsama, Balassa-Samuelson Etkisi, Enflasyon ve Döviz Kuru.....	41
3.2.1. Yakınsama, Enflasyon ve Döviz Kuru Rejimleri.....	46
3.2.2. Ülke Tecrübeleri.....	49
3.3. Döviz Kuru Stratejileri ve Kamu Dengesi.....	64
3.4. Değerlendirme.....	67

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER	71
Türkiye İçin Öneriler.....	74
KAYNAKÇA	80
EKLER	89

TABLO LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 1.1. Nisan 2007 İtibariyle Dünyada Döviz Kuru Rejimi Uygulamaları....	4
Tablo 1.2. Sabit ve Esnek Kurların Avantajları ve Dezavantajları.....	13
Tablo 2.1. Dönemler İtibariyle Orta ve Doğu Avrupa Ülkelerinin Döviz Kuru Rejimi Uygulamaları.....	26
Tablo 3.1. Ülkelerin Fiyat Seviyeleri ile Euro Bölgesi Fiyat Seviyesinin Yıllar İçerisinde Karşılaştırılması.....	44
Tablo 3.2. Ülkelerin İşgücü Verimliliği ve Birim İşgücü Maliyeti Artışları.....	54
Tablo 4.1. Dönemler İtibariyle Türkiye'nin Döviz Kuru Rejimi Uygulamaları..	77

GRAFİK LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Grafik 2.1. Yıllar İtibariyle Ülkelerin Enflasyon Oranları (yıllık ortalama).....	29
Grafik 2.2. 1993 Yıl Sonu İtibariyle Ülkelerin Döviz Rezervleri.....	30
Grafik 3.1. Ülkelerin 1997-2007 Döneminde, Satın Alma Gücü Bazında Kişi Başına Düşen Gelirlerindeki Değişim ve 2007 Seviyesi.....	43
Grafik 3.2. Ülkelerin Reel Yakınsama Hızları ve Fiyatlar Genel Seviyelerindeki Değişim.....	45
Grafik 3.3. Ülkelerin Fiyatlar Genel Seviyelerinde ve Reel Efektif Kurlarındaki Değişim.....	46
Grafik 3.4. Yıllar İtibariyle Ortalama Uyumlaştırılmış Enflasyon Oranı.....	49
Grafik 3.5. Ülkelerin Yıllar İtibariyle Ortalama Uyumlaştırılmış Enflasyon Oranları.....	50
Grafik 3.6. Ülkelerin 2008 Yılı 12 Aylık Ortalama Uyumlaştırılmış Yıllık Enflasyon Oranları.....	51
Grafik 3.7. Eylül 2008 İtibariyle Ülkelerde Çekirdek (Enerji, Gıda, Alkol ve Tütün Hariç) Enflasyon, (yıllık % değişim).....	52
Grafik 3.8. Ülkelerin Yıllar İtibariyle SAG Bazlı Kişi Başına Düşen GSYİH artış hızları (yıllık % değişim).....	53
Grafik 3.9. Özel Sektöre Açılan Kredilerin GSYİH'ye Oranı, 2006 itibariyle.....	54
Grafik 3.10. Ülkelerin Yıllar İtibariyle Cari İşlemler Dengesi/GSYİH Oranları.....	56
Grafik 3.11. Ülkelerin 2007 İtibariyle Toplam ve Özel Sektör Dış Borç/GSYİH Oranları.....	57
Grafik 3.12. Ülkelerin Reel GSYİH Artış Oranları ve 2008 Tahminleri.....	59
Grafik 3.13. Ülkelerin Yıllar İtibariyle Nominal Döviz Kurlarının Seyri, Aylık Ortalama, Ocak 1995=100.....	61
Grafik 3.14. Bulgaristan ve Romanya'nın Uyumlaştırılmış Yıllık Enflasyon Oranları.....	64
Grafik 3.15. Ülkelerin Yıllar İtibariyle Bütçe Performansları (Bütçe Dengesi/GSYİH).....	65

Grafik 3.16. Ülkelerin Yıllar İtibariyle Kamu Borçlarının GSYİH'ye Oranları..	66
Grafik 3.17. Ülkelerin Yıllar İtibariyle Uzun Dönemli Tahvil Faizleri.....	67
Grafik 4.1. Doğu Avrupa Ülkeleri ve Türkiye'nin 1997-2007 Döneminde, Satın Alma Gücü Paritesi Bazında Kişi Başına Düşen Gelirlerinin AB-27 ile Kıyaslaması. AB 27 = 100.....	76

KISALTMA LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
APB	: Avrupa Parasal Birliği
ASEAN	: Association of South East Asian Nations (Güneydoğu Asya Ülkeleri Birliği)
ATM	: Automated Teller Machine (Otomatik Para Makinası)
bp	: Baz Puan
CEMAC	: Communauté Économique et Monétaire de l'Afrique Centrale (Orta Afrika Ekonomik ve Parasal Topluluđu)
EBRD	: European Bank for Reconstruction and Development (Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası)
ECB	: European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası)
ECCU	: Eastern Caribbean Currency Union (Doğu Karayip Parasal Birliği)
EMU	: European Monetary Union (Avrupa Parasal Birliği)
ERM II	: Exchange Rate Mechanism II (Döviz Kuru Mekanizması II)
EU	: European Union (Avrupa Birliği)
GKRK	: Güney Kıbrıs Rum Kesimi
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
MERCOSUR	: Mercado Común del Sur (Güney Amerika Ortak Pazarı)
OPT	: Optimum Para Alanı Teorisi
UEMOA	: Union Économique et Monétaire Ouest-Africaine (Batı Afrika Ekonomik ve Parasal Birliği)
SAG	: Satın Alma Gücü
TÜFE	: Tüketici Fiyatları Endeksi

SEMBOL LİSTESİ

- I : Fiyatlar genel seviyesi karşılaştırmalı endeks değeri
P : Yurt içi fiyatlar
P* : Yurt dışı fiyatlar
 Δ : Değişim
e : Nominal döviz kuru

EK LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Ek 1. Bulgaristan Makroekonomik Göstergeleri.....	90
Ek 2. Çek Cumhuriyeti Makroekonomik Göstergeleri.....	91
Ek 3. Estonya Makroekonomik Göstergeleri.....	92
Ek 4. Güney Kıbrıs Rum Kesimi Makroekonomik Göstergeleri.....	93
Ek 5. Letonya Makroekonomik Göstergeleri.....	94
Ek 6. Litvanya Makroekonomik Göstergeleri.....	95
Ek 7. Macaristan Makroekonomik Göstergeleri.....	96
Ek 8. Malta Makroekonomik Göstergeleri.....	97
Ek 9. Polonya Makroekonomik Göstergeleri.....	98
Ek 10. Romanya Makroekonomik Göstergeleri.....	99
Ek 11. Slovakya Makroekonomik Göstergeleri.....	100
Ek 12. Slovenya Makroekonomik Göstergeleri.....	101

ÖZET

Bu tez çalışmasında, Avrupa Birliği'ne 2004 yılından itibaren üye olan Avrupa ülkelerinin uyguladıkları döviz kuru rejimlerinin, Avrupa Parasal Birliği'ne geçişteki etkileri, avantajları ve dezavantajları incelenmektedir. Bu ülkelerin tecrübeleri, Avrupa ile siyasi ve ekonomik anlamda giderek entegre olan Türkiye'nin ileride olası Avrupa Birliği üyeliği yolunda ve sonrasında Euro'ya geçişte karşılaşılabilecek çeşitli sorunlara karşı alacağı önlemler açısından önemlidir. Çalışma dört bölüme ayrılmıştır. Birinci bölümde, alternatif döviz kuru rejimlerinin avantajları ve dezavantajları teorik olarak gözden geçirilmektedir. İkinci bölümde, yeni AB üyelerinin döviz kuru rejimleri tarihsel bir perspektifte incelenmekte, ülkelerin döviz kuru rejimi tercihlerinin nedenleri araştırılmaktadır. Üçüncü bölümde ise, uygulanan döviz kuru rejimlerinin Euro sürecinde ülke ekonomilerine etkileri Maastricht kriterleri çerçevesinde incelenmektedir. Dördüncü bölümde ise sonuçlar ve Türkiye için öneriler sunulmaktadır.

Çalışma sonunda varılan sonuç, sabit döviz kuru rejimlerinin ilk başlarda ekonomileri istikrara kavuşturmakta esnek kur rejimlerine göre daha etkin olduğunu gösterse de; ülkelerin Avrupa Birliği üyeliği öncesi ve sonrasında karşılaştıkları hızlı yakınsama nedeniyle sabit kur rejimi uygulayan ülkelerde aşırı ısınma sorunu ve enflasyonist baskıların zaman içerisinde arttığı yönündedir. Katı sabit kur rejimleri uygulayan Letonya, Estonya, Litvanya gibi hızlı yakınsama gösteren ülkelerde yüksek enflasyon sorunu, halen Döviz Kuru Mekanizması II içerisinde olan bu ülkelerin Euro'ya geçmeleri önündeki en önemli engeldir. Diğer taraftan, son dönemde yaşanan küresel finansal krizle birlikte, sabit kur rejimi uygulayıcısı bu ülkelerde şiddetli ekonomik durgunluk gözlemlenmekte, nominal döviz kurunun şok emici özelliği olmadığı için, büyüme, işsizlik gibi değişkenlerde çok daha sert ayarlamalar gerekmektedir. Hatta, 2008'in Eylül ayından itibaren derinleşen küresel finansal krizle birlikte, hızla yavaşlayan ekonomi,

yüksek dış borçlar ve artan devalüasyon baskılarına dayanamayan Letonya Uluslararası Para Fonu yardımına başvurmak durumunda kalmıştır. Esnek kur rejimi uygulayıcısı ülkeler ise yakınsama sürecini sabit kur rejimi uygulayıcılarına göre daha dengeli şekilde geçirmiştir. 2009 yılı başında Euro kullanımına geçmeye hak kazanan Slovakya bunun güzel bir örneğidir.

İncelenen ülke tecrübeleri, Avrupa Birliği yolunda hızlı bir yakınsama potansiyeli bulunan Türkiye'nin bu potansiyeli yakalayabilmesi ve bu süreci dengeli bir şekilde geçirebilmesi için halihazırda uygulanmakta olan dalgalı kur rejimi ile enflasyon hedeflemesi sistemine devam etmesinin faydalı olacağını göstermektedir. Ancak, esnek kur uygulayıcısı Macaristan'ın yaşadığı kriz nedeniyle 2008'in Ekim ayında Uluslararası Para Fonu yardımına başvurmak zorunda kalması, esnek döviz kuru rejimi ve enflasyon hedeflemesinin, bir Avrupa Birliği üyesi ülkede bile tek başına istikrar sağlayamayacağını anlaşılmaması açısından Türkiye için önemli bir ders niteliğindedir. Bütçe disiplini, yapısal reformlar ve siyasi istikrar da en az döviz kuru rejimi ve para politikası kadar önemlidir.

Anahtar Kelimeler: Türkiye, Avrupa Birliği, Avrupa Parasal Birliği, Döviz Kuru Mekanizması II, Yakınsama, Esnek Kur Rejimleri, Sabit Kur Rejimleri

ABSTRACT

In this study, the advantages and disadvantages of the exchange rate regimes, which the ex-Soviet Union member European Union member countries have been implementing in the accession process to the European Monetary Union are analyzed. The experience of these countries are crucial for Turkey, that will likely to face with the same challenges and problems on the road to the European Union and the European Monetary Union.

The study consists of four chapters. In the first chapter, the advantages and disadvantages of alternative exchange rate regimes are analyzed on a theoretical basis. The second chapter includes a historical review of the exchange rate regimes that new EU member countries have been implementing on the road to Euro accession. The third chapter is focused on the effects of exchange rate regimes on the economies of countries with an emphasis on the Maastricht criteria. The fourth and final chapter concludes with advises to Turkey.

The study concludes that, although fixed exchange rates were more efficient than flexible exchange rates in bringing stability in the beginning of transition, countries which implement fixed exchange rate regimes tend to have overheating problems and higher inflation rates later in the process of fast economic convergence. Recently, high inflation has been the most serious challenge for countries like Latvia, Lithuania and Estonia which are implementing hard peg exchange rates on the road to accession to the monetary union. Moreover, what has been observed is that during the recent global financial crisis, fixed exchange rate regime countries have been experiencing severe economic recession. The lack of shock absorbing flexibility in exchange rates necessitate much bigger adjustments in variables like growth and employment. In fact, Latvia had to resort to International Monetary Fund programme as a slowing economy and high levels of external debt increased devaluation pressures. The countries which are implementing

flexible exchange rate regimes, on the other hand, have experienced a smoother convergence process. Slovakia is a good example of these countries as it has secured adoption of Euro in the beginning of 2009.

What is advisable for Turkey according to the country experiences analyzed in this study is that, Turkey should continue its way with freely floating exchange rate regime and inflation targeting as it has a fast convergence and growth potential on the road to the European Union. However, the experience of Hungary, which had to resort to IMF aid in October 2008 has proved that the exchange rate and monetary regime are not sufficient by themselves in bringing stability, even in an EU member country and this carries important lessons for Turkey. Budgetary discipline, structural reforms and political stability are as important as the exchange and monetary regime.

Keywords: Turkey, European Union, European Monetary Union, Exchange Rate Mechanism II, Convergence, Flexible Exchange Rates, Fixed Exchange Rates.

GİRİŞ

Avrupa Parasal Birliği (APB)'ne geçiş, yeni Avrupa Birliği (AB) üyesi ölkelerin önlerindeki en önemli hedefdir. Bu hedefin sağlanması, önce AB üyeliği, daha sonra da APB'ye geçişin önşartlarının sağlanmasını içeren uzun ve zorlu bir süreci gerektirmektedir. Bu süreçte ekonomilerin Euro kullanan diğer ölkelere uyumu en önemli şartlardandır. Euro Bölgesi ile artan dış ticaret hacmi, yüksek miktarlardaki portföy ve doğrudan yabancı yatırımlar, AB kurumlarının benimsenmesi gibi etkenler ölkelerin Euro Bölgesi iş çevrimlerine uyum sağlamasına yardımcı olmaktadır. Aynı zamanda ölkeler sermaye yatırımları ve verimlilikte hızlı artışlarla birlikte yüksek büyüme hızları yaşamakta, kişi başına düşen gelirleri zengin ölkelere yakınsamaktadır. Bu olurken, fiyatlar genel seviyeleri de Euro Bölgesi ölkelerine yaklaşarak yükselmekte, hızlı yakınsamanın getirdiği enflasyonist baskılarla birlikte ölkeler nominal kur istikrarını da aynı anda sağlamaya çalışmaktadır. Ayrıca, ölkeler bütçe dengesi, kamu borçları ve uzun dönemli faizler açısından da Euro Bölgesi ile uyum sağlama çabasındadır. Bu sırada uygulanan döviz kuru rejimi ise, hem Maastricht kriterlerinin nominal kur istikrarını sağlamaya yönelik ayağı Döviz Kuru Mekanizması II (ERM II)'ye girişte, hem de mekanizmaya girdikten sonra Euro'ya geçiş yolunda büyük bir öneme sahiptir.

1999'da resmen aday öлке statüsü alınması ve 2005'te tarama sürecinin ve müzakerelerin başlaması ile birlikte Türkiye'nin son yıllarda AB ölkelerine yakınsama ve ekonomik entegrasyon hızında belirgin bir artış dikkat çekmektedir. AB ile bütünleşme yolundaki bu zorlu süreçte, Türkiye'nin yıllar içerisinde yeni AB üyesi ölkelerin yaşadıkları tecrübeler ve sorunlar benzer gelişmeler yaşaması ihtimal yüksektir. Bu yüzden, yeni AB üyesi ölkelerin yaşadıkları tecrübeler Türkiye için önemli bir ders niteliği taşımakta, bu tecrübelerin doğru anlaşılması gerekmektedir.

Bu sebeple bu tez çalışmasının amacı, döviz kuru rejimlerinin yeni AB üyesi ülkelerin Euro'ya geçiş sürecinde ekonomilerine ne gibi etkilerde bulunduğuna cevap aramaktır. Bu doğrultuda, enflasyon, döviz kuru istikrarı, bütçe dengesi, kamu borçları ve uzun dönemli faizler gibi Maastricht kriterlerinin yanında, ülkelerin karşılaştıkları diğer makroekonomik dengesizliklerde döviz kuru rejimlerinin rolü araştırılmaktadır. Çalışma sonunda ulaşılan sonuçların, AB yolundaki Türkiye'nin ileride ne gibi sorunlarla karşılaşabileceği ve bu sorunların çözümü için neler yapılması gerektiği konusunda karar alıcılara ışık tutacağı düşünülmektedir.

Tezin yazımında izlenen metodoloji, öncelikle alternatif döviz kuru rejimlerinin iktisat literatüründeki avantajları ve dezavantajlarını teorik olarak incelemek, daha sonra yeni AB üyesi ülkeleri ve Euro'ya giden yol özelinde bu avantajları ve dezavantajları araştırmak şeklindedir. Bunun için, birinci bölümde teorik çerçeve gözden geçirilmekte, literatürdeki ampirik çalışmaların bir değerlendirilmesi sunulmaktadır. İkinci bölümde, yeni AB üyesi ülkelerin 1990'lardan itibaren uyguladıkları döviz kuru rejimleri tarihsel olarak gözden geçirilmekte, uyguladıkları döviz kuru rejimi tercihlerinin nedenleri araştırılmaktadır. Üçüncü bölümde, ülkelerin tecrübeleri çeşitli tablo, grafik ve örneklerle karşılaştırmalı olarak incelenirken, sabit ve esnek kur rejimi uygulamalarının bu tecrübelerindeki rolleri anlaşılmasına çalışılmaktadır. Sonuç bölümünde ise, üçüncü bölümdeki bulgular ışığında Türkiye için çıkartılabilecek derslere ve önerilere değinilmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

ALTERNATİF DÖVİZ KURU REJİMLERİNİN AVANTAJLARI VE DEZAVANTAJLARI

Döviz kuru, ülkelerin dış ticaret, doğrudan yatırımlar ve sermaye hareketleri ile birbirlerine giderek bağlandığı küreselleşen dünyada, piyasa mekanizmasının işleyişi için en önemli fiyatlardan birisidir. Bu nedenle döviz kurlarının sabit mi yoksa değişken mi olması gerektiği, sabit ve esnek kur sistemlerinin avantajları ve dezavantajları, hangi kur rejiminin hangi ülkeler için daha doğru olduğu, ülkelerin döviz kuru rejimi tercihlerini belirleyen faktörler gibi konular iktisat literatüründe üzerinde en çok tartışılan ve çalışılan konulardan bir tanesi haline gelmiştir.

Günümüzde ülkelerin uygulamakta olduğu döviz kuru rejimleri oldukça çeşitlilik göstermektedir. II. Dünya Savaşı'nın sona ermesinin ardından kurulan Bretton Woods sistemi ile temelleri atılan modern uluslararası iktisadi ve finansal sistem, çeşitli krizler, bölgesel ve küresel serbest ticaret anlaşmaları, bölgesel para birliklerinin kurulması vb. gibi oluşumlarla evrilerek günümüze kadar gelmiştir. Bu süreçte ülkeler çok çeşitli döviz kuru rejimleri uygulamışlar, bir çok yeni döviz kuru stratejileri geliştirmişlerdir.

Uluslararası Para Fonu (IMF)'nin 2007 yılı "Döviz Düzenlemeleri ve Kısıtlamaları" adlı yıllık raporunda, dünyadaki 188 ülkenin Nisan 2007 tarihi itibarıyla uygulamakta olduğu döviz kuru rejimi uygulamaları en katıdan en esneğe doğru sekiz başlık altında toplanmıştır. Bu uygulamalar katı, ara ve esnek rejimler olarak üç ana grup içerisinde de toplanabilir. Aşağıdaki Tablo 1.1.'de görüldüğü gibi, günümüzde 83 adet ülke (toplamın % 45.6'sı) esnek kur rejimleri uygulamakta iken, 82 ülke (toplamın % 41.8'i) ara rejim, 23 ülke ise (toplamın % 12.6'sı) katı rejimler uygulamaktadır.

TABLO 1.1. NİSAN 2007 İTİBARIYLA DÜNYADA DÖVİZ KURU REJİMİ UYGULAMALARI

	Döviz Kuru Rejimi	Kullanan Ülke Sayısı	Toplam
Katı Rejimler	Başka bir para biriminin yasal para birimi olarak kullanılması	10	23
	Para Kurulu	13	
Ara Rejimler	Geleneksel Sabit Kur	70	82
	Yatay bant içerisinde çapa	5	
	Sürünen çapa	6	
	Sürünen bant	1	
Esnek Rejimler	Yönetilen dalgalanma (önceden açıklanmayan patikada)	48	83
	Serbest dalgalanma	35	

Kaynak: IMF, 2007

Kuşkusuz, ülkelerin hangi döviz kuru rejimini uyguladığı, ülkenin iktisadi dinamikleri, geçmişi ve/veya geleceğe ilişkin planları ile ilgilidir. Dolayısıyla, döviz kuru rejimi seçimi yapılırken bir çok kriter göz önüne alınmakta, alternatif stratejilerin avantajları ve dezavantajları, ülkeye ve yapısına uygunluğu değerlendirilmekte ve en uygun rejim tercih edilmektedir.

Ülkelerin döviz kuru rejimi seçimi kriterleri, geleneksel ve modern yaklaşım olmak üzere iki ana başlık altında toplanabilir (Beker, 2006, s.314). İktisat literatüründe 1960'lardan bu yana tartışılmalı geleneksel yaklaşımda, "Optimum Para Alanı Teorisi" (OPT) başı çekmektedir. Bunun yanında döviz kuru rejimi tercihlerinde ülkelerin karşı karşıya kaldıkları reel ve nominal şokların etkili olabileceği yaklaşımı ile döviz kurunun fiyat ve finansal istikrar unsuru olarak (çapa) kullanımı tercihi de klasik yaklaşım içerisinde sayılabilir. Daha güncel ve modern olarak tabir edilen yaklaşım ise döviz kuru rejimi seçimini, hızla küreselleşen sermaye akımlarının bir sonucu olarak ortaya çıkan "imkânsız üçleme" ve "dalgalanma korkusu" teorileri ile açıklamaktadır.

Aşağıda bu yaklaşımlar çerçevesinde sabit ve esnek kurların avantajları ve dezavantajları tartışılmakta, literatürde bu konuda yapılan ampirik çalışmalar gözden geçirilmektedir.

1.1. Sabit Döviz Kurları

1.1.1. Sabit Kurların Avantajları

Sabit döviz kuru rejimlerinin en önemli avantajlarından birisi, yüksek enflasyona sahip bir ülke parasının değerinin, enflasyon oranı düşük ve ekonomisi güçlü başka bir ülkenin para birimine sabitlenmesi yoluyla enflasyonun kontrol altına alınabilmesidir. Döviz kurunun ekonomi için bir nominal çapa olarak kullanıldığı bu yöntemle, yüksek enflasyona sahip ülke, diğer ülkeden ithal ettiği parasal disiplin ve kredibilite sayesinde ekonomisini istikrara kavuşturabilmektedir. Nominal çapa uygulamalarının daha katı örnekleri olan para kurulu ve tam dolarizasyon uygulamaları, uygulamadan çıkışın çok daha zor olması nedeniyle kredibilitesi daha yüksek sistemler olarak kabul edilmektedir.

Sabit döviz kurlarının anti-enflasyonist özelliklerinin yanında bir başka önemli avantajı da, açık ekonomilerdeki en önemli fiyatlardan olan döviz kurunun, yine bir çapa görevi görerek finansal piyasalara istikrar kazandırmasıdır. Özellikle para ve döviz piyasalarının henüz gelişmediği, döviz piyasalarında istikrarın sağlanamadığı ve para politikalarının verimli olarak uygulanamadığı ülkelerde sabit kurların getirdiği istikrar ve güvenle birlikte dış ticaret, krediler ve yatırımlar canlanmakta, üretim ve istihdam artmaktadır¹.

Frankel (2003, s.10), sabit kurların avantajlarına iki madde daha eklemektedir. Bunlardan birisi, sabit kurların rekabetçi devalüasyon ya da revalüasyonları önlemesi, diğeri de döviz kurlarında spekülative köpükleri engellemesidir. II. Dünya Savaşı'nın bitişinin ardından uluslararası ticaretin yeniden canlandırılması, uluslararası finansal sisteme istikrar kazandırılması ve savaş öncesi dönemde ülkelerin başvurdukları rekabetçi devalüasyonların bir daha yaşanmaması için kurulan Bretton Woods sistemi, sabit kurların bu avantajından yararlanmak için tasarlanmıştır.

¹ Sovyetler Birliği'nin dağılmasının ardından ekonomilerini yeniden yapılandırarak piyasa ekonomisine geçmeye çalışan ve yüksek enflasyonla mücadele eden birçok Doğu Avrupa ülkesi, 1990'ların başlarında sabit kur sistemlerini piyasa ekonomisine geçişte önemli bir araç olarak uygulamışlardır (bkz. İkinci Bölüm).

Sabit kurların avantajlarından bahsederken, OPT ile başlamak uygun olacaktır.

1.1.2. Optimum Para Alanı Teorisi

OPT, ekonomik entegrasyonu yüksek, karşılıklı dış ticareti yoğun, sermaye ve işgücü hareketleri akışkan ülkelerin kurlarını karşılıklı sabitlemeleri ve ortak para politikası uygulamaya başlamaları üzerine kurulan bir teoridir. Optimum para alanı ile birlikte ülkeler, bağımsız para politikalarını yitirmekten doğan kayıplarını minimize, sabit kur uygulamaktan doğan kazançlarını ise maksimize edebilmektedir (Krugman ve Obstfeld, 2003, s.619). Temelleri 1960'larda Mundell (1961), Mc Kinnon (1963) ve Kennen'in (1969) çalışmaları ile atılan teori, daha sonraları Avrupa Parasal Birliği'nin kurulması, Sovyetler Birliği'nin dağılarak doğu bloğu ülkelerinin Avrupa'ya entegrasyon çabaları ve benzer şekilde Asya ülkeleri arasında da artan ekonomik ve finansal entegrasyon tartışmaları ile gelişerek günümüze kadar ulaşmıştır².

OPT literatüründe, ülkelerin bir optimal para alanı oluşturmaları için gerekli şartlar, şu şekilde sıralanmaktadır (Mongelli, 2002, s.8):

- 1) Fiyatlar ve ücretlerin esnekliği,
- 2) Üretim faktörlerinin hareketliliği,
- 3) Finansal piyasaların entegrasyonu,
- 4) Ekonomilerin dışa açıklığı,
- 5) Üretim ve tüketim mallarının çeşitliliği,
- 6) Enflasyon oranlarının birbirine yakınlığı,
- 7) Maliye politikalarının uyumu,
- 8) Siyasi entegrasyon ve uyum.

Söz konusu şartların sağlanması halinde, ortak para birimi ile birlikte ulusal para birimlerini terk eden ülkeler, bundan sağladıkları faydaları maksimize, zararları ise minimize edebilmektedir. Optimal para alanının getirdiği faydalar yine Mongelli (2002, s.33)'nin çalışmasında birkaç maddede

² OPT ve ampirik çalışmaların gözden geçirilmesi için bkz. Samsar (2003), Mongelli (2002).

özetlenmektedir. Bunlardan birincisi, ortak para birimi kullanımının getirdiği mikroekonomik faydalardır. Bu faydalar arasında ticaretle ve finansal işlemlerde kambiyo ve aracılık maliyetlerinin önemli ölçüde düşmesi gösterilebilir. Diğer taraftan, sabit kurların getirdiği istikrar ve risksiz ortam ile bölgeler arası ticaret ve yatırım hacminde önemli artışlar görülebilmektedir. İkinci fayda sağlanan makroekonomik istikrardan gelmektedir. Makroekonomi politikalarındaki farklılıkların giderilmesi ile üretim ve istihdamdaki dalgalanmaların azalması, finansal piyasalara ve dış tasarruflara artan erişim, makroekonomik istikrarı arttırmaktadır. Üçüncü fayda ise, dışsal faydalardır. Bunlar, ortak paranın dünyada artan kullanımı ile işlem maliyetlerinin azalması, kazanılan uluslararası senyoraaj gelirleri ve uluslararası rezervlere duyulan ihtiyacın azalması olarak sayılabilir.

Optimal para alanından doğabilecek zararlar ise yine aynı başlıklar altında mikroekonomik, makroekonomik ve dışsal olarak sıralanabilir. Ortak para birimine geçişte doğabilecek uyum maliyetleri (yeni para basımı, Otomatik Para Makinelerinin (ATM), banka hesaplarının uyumlaştırılması ve psikolojik faktörler gibi), kurun denge değerinin altında veya üzerinde olması halinde rekabet gücünde meydana gelebilecek sorunlar ile sistemin gerektirdiği yeni idari ve siyasi düzenlemelerin getireceği maliyetler, mikro düzeydeki maliyetler arasında gösterilebilir. Makro maliyetler, bağımsız para politikasının kaybından doğabilecek sorunlardan ortaya çıkmaktadır. Ülkeler arasında asimetrik şoklardan doğabilecek dengesizlikler karşısında, katı fiyat ve ücretlere sahip ülkelerde daha yüksek işsizlik ve ekonomik daralma görülebilir. Aynı şekilde, ülkeler arasındaki siyasi uyumsuzluklar, ortak maliye politikalarının uygulanmasını zorlaştırabilmektedir. Bir veya birkaç ülkenin borçlarının sürdürülemez hale gelmesi gibi durumlarda, dış dünyanın ortak para birimine olan güven kaybı, artan risk primi, borçlanma maliyetleri ve faizlerdeki artış ile birlikte tüm ülkeleri aynı anda etkileyebilmektedir. Bu da dışsal maliyetlere örnek olarak verilebilir.

Ülkelerin ortak para birimi kullanımına geçişte yukarıda bahsedilen şartları sağlıyor olmalarının elde ettikleri kazançları arttıracığı söylenebilir. Ancak Frankel ve Rose (1996, s.21), ülkelerin başlangıçta optimal para alanı oluşturacak şartlara sahip olmasalar bile, para birliğine geçtikten sonra söz

konusu şartları sağlar hale gelebileceğini öne sürmüşlerdir. OPT literatürüne “optimal para alanının içselliği” olarak geöen bu katkıya göre, para birliğine geöen ölkeler arasındaki ticari entegrasyon artmakta ve dolayısıyla ölkelerin farklı iş çevrimleri benzer hale gelmektedir. Frankel ve Rose, bu tezlerini 1959-1993 yılları arasında 21 sanayileşmiş öлке için test etmişler ve ölkeler arasında artan ticaretin iş çevrimlerini birbirine yakınlaştırdığını göstermişlerdir. Bu sonuçlar, APB’nin geleceği açısından da önemli çıkarımları beraberinde getirmiştir. Her ne sebeple olursa olsun APB’ye üye olacak ölkeler optimum para alanı kriterlerini başlangıçta sağlayamasalar bile, üyeliğin ardından bu kriterleri sağlar hale gelecek, tek tek ölkelere has ekonomik şoklar en aza indirgenecektir. Frankel ve Rose (2002, s.461), daha sonra 200’den fazla öлке, bölge, koloni vs. için yaptıkları başka bir çalışmada, parasal birliğin ya da bir para kurulu anlaşmasının, taraflar arasındaki ticareti üç katına çıkarttığı, dış ticaretin Gayri Safi Yurt İöi Hasılaya (GSYİH) oranında kaydedilen her % 1’lik artışın ise 20 yılda kişi başına geliri yaklaşık % 33 artırdığı sonucuna varmışlardır. Bu sonuçlardan yola çıkarak, Polonya gibi ticaretinin yarısını Euro Alanı ile yapan bir ölkenin APB’ye üye olması halinde kişi başına gelirini % 20 artırabileceği çıkarımını yapmışlardır. Frankel ve Rose (2002)’un bu sonuçları, ölkeler arasındaki ticaret bağının parasal birlik dışı kültürel, coğrafi vb. gibi faktörlerden de etkilenebileceğinden, ayrıca APB öncesi parasal birliklerin toplam gözlemlerin oldukça küçük bir kısmını kapsamaması ve ölkelerin çoğunlukla küçük ölkeler olmasından dolayı eleştirilmektedir. Yine de, söz konusu çalışmalar, modern OPT literatürüne önemli katkılar yapmışlardır.

APB, ABD eyaletlerinin oluşturduğu birlik ile birlikte dünyanın en büyük parasal birliğidir. Ancak, tam anlamıyla bir optimal para alanı olarak görülmemektedir. Krugman ve Obstfeld (2003, s.631), AB ölkeleri arasında işgücü hareketliliğinin düşüklüğü, katı işgücü piyasaları, ortak maliye politikaları uygulamadaki güçlükler ve özellikle yeni üye ölkeler ile eskiler arasındaki ekonomik yapı farklılıklarını buna sebep olarak göstermektedir. Samsar (2003, s.81) da ampirik çalışmasında Euro Alanı’nın optimal para alanı olmadığı; ancak Almanya, Belçika ve Hollanda’nın birlik içerisinde çekirdek bir grup olarak optimal para alanı oluşturdukları sonucuna varmıştır.

Dünyada optimal para alanına en uygun örnek ABD olarak gösterilirken, günümüze kadar başarı ile uygulanagelmış başka parasal birlikler de bulunmaktadır. Bunlar arasında Karayipler’de eski Britanya sömürgelerinin (Antigua ve Barbuda, Dominica, Grenada, St. Kittis ve Nevis, St. Lucia, St. Vincent, Grenadines, Anguilla ve Monserrat)³ oluşturduğu Doğu Karayip Parasal Birliği (ECCU), Afrika’da eski Fransız sömürgelerinin oluşturduğu Batı Afrika Ekonomik ve Parasal Birliği⁴ (UEMOA) ile Orta Afrika Ekonomik ve Parasal Topluluğu⁵ (CEMAC) gösterilebilir. Ayrıca, dünyada gelecekte bir parasal birliğe dönüşme ihtimali bulunan oluşumlar da mevcuttur. Arap Körfez Ülkeleri Birliği (Bahreyn, Kuveyt, Katar, Umman, Suudi Arabistan, Birleşik Arap Emirlikleri), Güneydoğu Asya Ülkeleri Birliği (ASEAN-Bruney, Burma, Kamboçya, Endonezya, Laos, Malezya, Filipinler, Singapur, Tayland ve Vietnam), Avustralya ile Yeni Zelanda ve Güney Amerika Ortak Pazarı (MERCOSUR-Arjantin, Brezilya, Paraguay, Uruguay)⁶ bunlar arasında sayılabilir (Horvath ve Komarek, 2002, s.6).

1.1.3. Sabit Kurların Dezavantajları

Para politikasının döviz kuruna odaklanması, çeşitli olumlu faktörler yanında olumsuzlukları da beraberinde getirmektedir. Bunların en önemlisi kuşkusuz bağımsız para politikasının yitirilmesidir. Ekonomide ortaya çıkabilecek iç veya dış şoklar karşısında, para politikası ülkenin ihtiyaçları doğrultusunda kullanılamamakta, şokların süresi ve ekonomi üzerindeki maliyeti artmaktadır. Ayrıca, bu şoklar karşısında döviz kurlarının hareket ederek denge değerini bulması ve bir nevi sigorta görevi ile şokların tesirini hafifletmesi olanağı da ortadan kalkmaktadır. Bunun yerine, çoğu zaman politik ve sosyal maliyetleri yüksek olan üretim, fiyatlar, istihdam ve ücretlerde hızlı ve sert ayarlamalar gerekmektedir. Örneğin dış talepte meydana gelebilecek bir daralmada, döviz kurunun değer kaybederek ihraç mallarının ucuzlaması yerine, ücretler ve fiyatlarda ayarlamalar gerekebilmektedir. Benzer şekilde, sabit kura karşı yaşanabilecek bir spekülatif atakta kurun

³ Anguilla ve Monserat halen İngiltere'nin sömürgesidir.

⁴ Benin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Gine-Bissau, Mali, Nijer, Senegal, Togo.

⁵ Kamerun, Orta Afrika Cumhuriyeti, Çad, Kongo Cumhuriyeti, Gbon, Ekvatorial Gine.

⁶ Venezuela ve Bolivya üyelik anlaşması imzalamalarına rağmen halen üye olmamışlardır. Şili, Kolombiya, Ekvator ve Peru ise toplulukta temsilci bulundurmaktadır.

savunulması, faizlerin yükselmesi ve uluslararası rezervlerin erimesi pahasına olmaktadır. Söz konusu faiz artışı da ekonomide daralma, işsizlik oranında artış gibi olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir.

1990'lı yıllarda yaşanan hızlı finansal serbestleşme ve küresel sermaye akımlarının artması, sabit kurların uygulanabilmesini zorlaştıran bir unsur olmuştur. "İmkânsız Üçleme" adıyla anılan, 1960'larda Robert Mundell ve Marcus Flemming'in çalışmaları ile (Mundell-Flemming Modeli) ortaya çıkan bu teori, sermaye akımlarının serbest ve döviz kurunun sabit olduğu bir ekonomide para politikasının bağımsız olamayacağını ortaya koymuş ve günümüz kur rejimi seçimi tartışmalarında önemli bir çığır açmıştır. 1990'ların ikinci yarısında yaşanan Meksika (1994), Güneydoğu Asya (1997), Rusya (1998) ve Brezilya (1999) krizleri ile, 2001'deki Türkiye krizi, günümüz koşullarında sabit döviz kuru uygulamak isteyen bir ülkenin, ya sermaye kontrolleri uygulaması, ya da para kurulu veya tam dolarizasyon gibi katı rejimlere başvurması gerektiği argümanını ortaya çıkartmıştır. Bu argümanı ilk olarak öne sürenler arasında Swoboda (1986), Eichengreen (1994) ile Obstfeld ve Rogoff (1995) bulunmaktadır. Eichengreen (1994), 21. yüzyılda ülkelerin esnek kurlar ya da parasal birlik arasından birini tercih etmek durumunda kalacağını, ara rejimlerin uygulanabilirliğini yitireceğini belirtirken, Obstfeld ve Rogoff (1995, s.2), küreselleşen sermaye piyasaları ile birlikte parasal birlik ile esnek kurlar arasında kalan rejimlerin uygulanmasının oldukça maliyetli hale geldiğini dile getirmiştir. Daha sonra Stanley Fischer (2001), dünyada ülkelerin giderek ara rejimlerden kaçarak daha katı ya da daha esnek rejimlere yöneldiği sonucuna varmıştır ("iki kutuplu görüş"). Fischer (2001, s.2), 1991'de 98 ülkenin (toplam 159 ülkenin % 62'si) ara rejim uygularken, bu sayının 1999'da 63'e düştüğünü (toplam 185 ülkenin % 34'ü); diğer yandan katı sabit kur rejimleri ile esnek kur rejimi uygulayanların sayısının ise sırasıyla 25'ten 45'e ve 36'dan 77'ye yükseldiğini göstermiştir. Bubula ve Otker-Robe (2003, s.6) ise, 1990-2001 döneminde yaşanan döviz kuru krizleri üzerine yaptıkları ampirik çalışmalarında, küresel sermaye piyasalarına daha fazla entegre olmuş ülkeler arasında, ara rejim uygulayan ülkelerin katı ve esnek rejimler uygulayanlara göre daha fazla krize girdiği sonucuna varmışlardır.

1.2. Esnek Döviz Kurları

1.2.1. Esnek Kurların Avantajları

Esnek kurların en önemli avantajlarından birisi, para politikasının bağımsızlığıdır. Sabit kur sisteminin aksine esnek kurlar, para politikasının ekonomik konjonktüre göre ayarlanabilmesini, iktisadi ya da politik amaçlara göre genişletilip daraltılabilmesini sağlamaktadır. Örneğin, iç talepte yaşanan hızlı bir artış ile fiyatların yükselmesi durumunda merkez bankaları faizleri yükselterek ekonomiyi soğutabilme özgürlüğünü elinde tutmaktadır. Esnek döviz kurları ayrıca, ekonominin karşılaştığı şoklar karşısında sigorta görevi görerek bu şokların üretim, istihdam ve fiyatlar üzerindeki etkilerini hafifletmektedir. Ülkenin karşılaşılabileceği bir dış talep şokunda, örneğin ihracat talebinde bir düşüşte, ülke parasının değer kaybederek yabancı paralar karşısında ucuzlaması, sabit kur uygulamalarının aksine, fiyatlar ve ücretler gibi nominal büyüklüklerde, bunun yanında üretim gibi reel değişkenlerde büyük çapta ayarlamaları engellemektedir. Broda ve diğerleri (2003), Bretton Woods sonrası 74 adet gelişmekte olan ülke için yaptıkları ampirik çalışmada, esnek kur uygulamalarının sabit kur uygulamalarına göre, dış ticaret haddi şokları karşısında şok emici özellikleri sayesinde üretimi daha az etkilediğini ortaya koymuşlardır. Esnek kur uygulamalarında reel kur, şok karşısında hemen ve etkili biçimde tepki gösterirken, sabit kurlarda reel kurlardaki değer kaybı iki yıl sonra ve etkisiz biçimde olmaktadır. Buna göre, ihracat fiyatlarında % 10'luk bir düşüş sabit kur uygulamalarında üretimi esnek kurlara göre % 1.7 daha fazla düşürmektedir. Edwards ve Levy-Yeyati (2003) de bu çıkarımları destekler sonuçlar bulmuşlardır.

Bu çerçevede, bir parasal birlik yolunda (örneğin Euro Alanı) ülkelerin ekonomik çevrimlerinin birbirlerine uyumunun hangi döviz kuru rejiminde daha fazla gerçekleşebileceği sorusuna da yanıt aramak gerekebilir. Burada esnek kurlar, ülkelerin karşı karşıya kalabileceği asimetrik şoklarda hem döviz kurlarındaki esneme hem de para politikasının aktif olarak kullanılabilmesi ve şokların boyutunun azaltılması dolayısıyla bir avantaja sahip olacaklar, büyüme, istihdam ve enflasyon gibi değişkenlerde ciddi ayarlamalara gerek kalmayacaktır. Bu durum, özellikle optimum para alanı

koşullarını henüz sağlamamış ülkelerin ortak para kullanımına geçiş yolunda bir fayda sağlayacaktır. Zaman içerisinde ülkelerin ekonomik yapıları, iş çevrimleri birbirlerine yaklaştıkça, kurların sabitlenmesi için daha müsait bir ortam oluşacaktır. Diğer yandan, sabit döviz kurlarının, getirdiği kur istikrarı nedeniyle ülkeler arasındaki ticaret hacmini artırmasının, ülkelerin iş çevrimlerinin birbirlerine yakınlaşmasını sağladığı da bir olgudur. Frankel ve Rose (1996, 2002)'un yukarıda bahsedilen çalışmaları bu olguyu desteklemektedir. Bu durumda, kurların birbirlerine sabitlenmesi, ülkeler arasındaki dış ticareti artırarak iş çevrimlerini yakınlaştırması yolunda bir avantaj olarak ortaya çıkmaktadır. Hatta, para birimini ticaret konsantrasyonunun yoğun olduğu bir büyük ülke para birimine sabitlemek küçük ekonomiler için daha avantajlı olabilir. Ancak, bu durumda bağımsız para politikasının eksikliği, ülkelerde istihdam piyasaları ve ücretlerin esnekliği, işgücü hareketliliği, maliye politikalarında uyum gibi yapısal şartları beraberinde getirmektedir.⁷

1.2.2. Esnek Kurların Dezavantajları

Esnek kurların sabit kurlar karşısındaki dezavantajları, değişken kurların getirdiği belirsizlik ve buna bağlı riskler etrafında toplanmaktadır. Burada, sabit kurların sahip olduğu, ülkedeki ekonomik karar alıcıların yatırım, üretim ve dış ticaret kararlarını önlerini görerek daha rahat alabilmelerini sağlayan kur istikrarından söz edilemez. Kurlar piyasa şartları tarafından belirlense dahi, piyasalarda asimetric enformasyon problemleri ve Balassa-Samuelson etkisi⁸ (Balassa, 1964, Samuelson, 1964) gibi nedenlerle kurlarda denge değerlerinden sapmalar, aşırı değerlenme ya da tersi sorunlar gündeme gelebilmektedir. Reel kurlar da esnek nominal kur uygulamalarında daha değişken olabilmekte, beraberinde cari işlemler dengesizlikleri getirebilmektedir (Beker, 2003, s.320). Aynı şekilde, dolarizasyonun yüksek olduğu, bankacılık sektörü ve şirketler kesimi bilançolarında açık pozisyonların tehlikeli boyutlara vardığı ve yüksek

⁷ Sabit ve esnek döviz kuru rejimlerini ülkelerin büyüme performansları üzerindeki etkilerine ilişkin ampirik çalışmalar Bölüm 1.4'te incelenmektedir. Diğer yandan, kur rejimlerinin ekonomik çevrimler ve uyum üzerindeki etkileri için bkz. Eichengreen ve Leblang (2003), Buitier (1999), Baxter ve Stockman (1989).

⁸ Kısaca gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde ticarete konu olan ve olmayan sektörlerdeki verimlilik farklarından doğan, gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere nazaran karşılaştığı daha yüksek enflasyon problemi olarak tanımlanabilir. Bu konuda daha detaylı bir tartışma için bkz. Üçüncü Bölüm .

miktarlarda dış borçlara sahip gelişmekte olan ülkelerde, kurlardaki hareketlilik olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir. Bunlara ek olarak, kurdaki değer kaybının geçiş etkisi⁹ ile enflasyona olan olumsuz etkisi de esnek kurların dezavantajları arasında sıralanabilir.

Tablo 1.2.'de sabit ve esnek döviz kurlarının yukarıda değinilen avantajları ve dezavantajları özetlenmektedir.

TABLO 1.2. SABİT VE ESNEK DÖVİZ KURLARININ AVANTAJLARI VE DEZAVANTAJLARI

	Avantajları	Dezavantajları
Sabit Kurlar	<ul style="list-style-type: none"> - Enflasyonun düşürülmesi, finansal piyasalarda istikrarın sağlanması için sabit döviz kurunun nominal çapa görevi görmesi. - İşlem maliyetlerinin ve faizlerin düşmesi, belirsizliğin azalması, dış ticaret, yatırımlar ve büyümenin canlanması. - Rekabetçi devalüasyonların önlenmesi. - Döviz kurlarında spekülasyon köpüklerinin engellenmesi. 	<ul style="list-style-type: none"> - Bağımsız para politikasından yoksunluk. - Şoklar karşısında ekonominin uyum sağlamanın zorlaşması, üretim, istihdam ve ücretlerde dalgalanmalar. - Yüksek spekülasyon atak riski.
	Avantajları	Dezavantajları
Esnek Kurlar	<ul style="list-style-type: none"> - Bağımsız para politikası. - Döviz kurunun şoklar karşısında sigorta görevi görerek üretim, istihdam ve ücretlerde büyük dalgalanmaları engellemesi. - Düşük spekülasyon atak riski. 	<ul style="list-style-type: none"> - Değişken kurların getirdiği belirsizlikler, yüksek volatilité. - Kurlarda aşırı değerlenme ya da değer kaybı, cari işlemler dengesizlikleri. - Dolarizasyonun ve dış borçların yüksek olduğu ülkelerde kur hareketlerinin bilançolar ve dış borçlar üzerindeki olumsuz etkileri. - Geçiş etkisi kanalıyla yüksek enflasyon.

⁹ Döviz kurlarındaki değer kaybının ithal malların fiyatlarını arttırması ve bunun da yurtiçi fiyatlara enflasyon olarak yansımaları olarak tanımlanabilir.

Calvo ve Reinhart (2000)'ın 'dalgalanma korkusu' çalışması döviz kuru rejimi tartışmalarında yeni bir çığır açmıştır. Calvo ve Reinhart, Ocak 1970 ve Kasım 1999 dönemi için 154 adet ülke üzerine yaptıkları çalışmada, resmi politika olarak dalgalı kur uyguladığını ilan eden ülkelerin aslında dalgalanma korkusu nedeniyle kurlarda dalgalanmadan kaçındıkları, ABD, Avustralya ve Japonya gibi kararlı esnek kur uygulayıcılarına nazaran bu ülkelerin nominal kurlarındaki değişkenliğin düşük olduğunu görmüşlerdir. Bu ülkelerin rezerv hareketlerinin, faiz oranlarının ve parasal büyüklüklerinin daha değişken olduğunu tespit eden yazarlar, ülkelerin rezervler, faiz oranları ve parasal büyüklükler aracılığıyla kurlarına istikrar kazandırmak için döviz piyasalarına müdahale ettikleri sonucuna varmışlardır. Calvo ve Reinhart (2000, s.3), ülkelerin söz konusu dalgalanma korkularına sebep olarak ise para politikaları ve kredibilite problemlerini, ülkelerdeki dolarizasyon nedeniyle aşırı kur hareketlerinin bilançolar ve borç yükü üzerindeki olası olumsuz etkilerini, yine kur hareketlerinin dış ticaret üzerindeki olumsuz etkileri ile para birimlerinin değer kaybının geçiş etkisi kanalıyla enflasyonist özelliklerini göstermişlerdir.

Calvo ve Reinhart (2000)'ın söz konusu çalışması, Swoboda (1986) ile başlayan, Eichengreen (1994) ile desteklenen ve Fischer (2001)'in çalışmasıyla zirveye çıkan "iki kutuplu dünya" ya da "merkezden kaçma" hipotezine karşı yeni bir tartışma yaratmıştır. Bu tartışma, ülkelerin resmen uygulamayı taahhüt ettikleri (resmi) döviz kuru rejimleri ile pratikte uyguladıkları (fiili) rejimler arasında farklar olabileceğini, bu nedenle döviz rejimi uygulamalarının sınıflandırılmasının hassas ve önemli olduğunu ortaya koymuştur. Bu tarihten önceki çalışmalar, kur rejimlerinin ekonominin performansı üzerindeki avantajları ya da dezavantajlarını değerlendirirken genellikle resmi sistemleri kendilerine referans olarak almaktaydı. Örneğin Fischer (2001)'in makalesinde kullandığı sınıflama, IMF'nin yalnızca ülkelerin kendi beyanatlarına dayanan sınıflamaya dayalı "Döviz Kuru Düzenlemeleri ve Kısıtlamaları" raporuna dayanmaktaydı. IMF, ancak 1999'dan itibaren ülkelerin yalnızca resmen ilan ettikleri rejimleri değil, aynı zamanda pratikteki uygulamalarını da hesaba katarak yeni bir fiili sınıflama yapmaya

başlamıştır.¹⁰ Bu çerçevede, “iki kutuplu dünya” görüşünü savunan çalışmalar ciddi şekilde eleştiriye uğramışlardır. Fischer (2001, s.3), kendi çalışmasında IMF'nin tanımlamaları ile gerçekteki uygulamalar arasında farkların olduğunu kabul ederken, o dönemde tarihsel bir fiili döviz kurları zaman serisi olmadığı için IMF'nin sınıflandırmalarını kullandığını belirtmektedir. Ancak daha sonra yapılan yeni çalışmalar ile birlikte ülkelerin fiili kur rejimlerinin tespit edilmesi için yeni yöntemler geliştirilmiş ve yeni sınıflandırmalar yapılmaya başlanmıştır. Bu çalışmaların en önemlileri arasında Levy-Yeyati ve Sturznegger (2002) ile Reinhart ve Rogoff'un (2002) çalışmaları başı çekmektedir.

1.3. Resmi ve fiili döviz kuru rejimleri

Levy-Yeyati ve Sturznegger (2002), 1970-2000 döneminde IMF'ye üye ülkelerin döviz kuru rejimlerini fiili olarak yeniden sınıflandırarak bu konuya bir çözüm getirmeye çalışmışlardır. Levy-Yeyati ve Sturznegger (2002, s.2), bu yeni sınıflamayı ülkelerin nominal döviz kurlarındaki değişim, ile bu değişimin ve uluslararası rezervlerin volatilitesine göre yapmışlar, sabit kur uyguladığı düşünülen ülkeler değişken uluslararası rezervler ve durağan nominal kurlarla, esnek kur uygulayan ülkeler ise durağan uluslararası rezervler ve değişken kurlarla ilişkilendirilmiştir. Ulaştıkları sonuçlara göre (s.3); Bretton Woods sisteminin sona ermesinin ardından gelen yirmi yıl içerisinde sabit kur sistemi uygulayan ülke sayısında bir azalma olsa da, 1990'lar boyunca, IMF'nin resmi verilerinin aksine gerçekte sabit kur uygulayan ülkelerin sayısının görece olarak değişmediği, kendilerini esnek kur uygulayıcıları olarak tanımlayan ülkelerin, aslında pratikte sabit kur sistemi uyguladıkları ortaya çıkmıştır. Yazarlar bunun olası bir sebebi olarak, ülkelerin uyguladıkları sisteme sabit kur sistemi adı vererek spekülasyon ataklara uğrama endişelerini göstermektedir. Levy-Yeyati ve Sturznegger (2002, s.4) bu eğilimi ise, Calvo ve Reinhart (2000)'in 'dalgalanma korkusu' terimini değiştirerek 'sabitleme korkusu' adını vermişlerdir. Ayrıca, Calvo ve Reinhart (2000)'in görüşlerine paralel olarak, resmi esnek kur uygulayıcı

¹⁰ Yine de 1990'lar öncesine ilişkin tarihsel bir yeniden sınıflandırma yapılmamıştır.

ülkelerde kur oynaklıklarının düşük olduğu, birçok ülkenin kura müdahalelerde bulunarak kur hareketlerini sınırladığı sonucuna varmışlardır.

Reinhart ve Rogoff (2002), 1946-2001 dönemini kapsayan veri setlerinde 153 adet ülkeyi inceleyerek, bu ülkelerin uyguladıkları döviz kuru rejimlerini 'doğal sınıflama' adlı bir yöntemle yeniden sınıflamışlardır. Buna göre, döviz kuru verileri, resmi veriler yerine piyasa verilerinden toplanmış, böylelikle 1980'lerde ve 1990'larda dahi birçok gelişmekte olan ülkede bulunan 'ikili (paralel) döviz kurları' sorununu çözmeye çalışmışlardır. Bu sorun, bir ülkede resmen açıklanan döviz kurları ile serbest piyasa, ya da karaborsada belirlenen kurlar arasındaki farklardan doğmaktadır. Ayrıca, yıllık enflasyon oranları % 40'tan fazla olan ve kurlarında hızlı değer kayıpları yaşayan ülkeleri ayrı bir kategoriye sokarak bunların döviz kurlarını 'serbest düşüşteki' rejimler olarak ayrı bir sınıflamaya tabi tutmuşlardır. Reinhart ve Rogoff (2002)'un bulduğu sonuçlar, döviz kurlarında 'iki kutuplu yaklaşım'ın geçerli olmadığı, pratikte ara rejimlerin halen önemli yer tuttuğu tezini desteklemektedir. Yazarların sonuçlarına göre, Bretton Woods sisteminin uygulandığı dönemde dahi fiili dalgalanmanın yaygın olduğu, resmen sabit kur uygulamalarının yarısına yakınının pratikte ara rejim sınıflamasına giren daha esnek rejimler olarak karşımıza çıktığını göstermiştir. Bretton Woods sonrası dönemde ise resmi duyuru ile dalgalı kur rejimlerinin ise çoğunlukla fiilen sabit, sürünen çapa ya da dar bant uygulamaları olduğu ortaya konmuştur. Reinhart ve Rogoff (2002, s.6)'un sonuçlarına göre 1970-2001 döneminde fiili popüler kur sistemi geleneksel sabit kur iken (ülkelerin % 33'ü), bunu % 22 ile sürünen çapa ve dar bant uygulamaları takip etmiştir.

Genberg ve Swoboda (2005), bu noktada alternatif bir yaklaşım getirmiş ve fiili sınıflamalara getirilen eleştirileri bir çatı altında toplamıştır. Yazarlar, döviz kuru rejimlerinin ekonomiye etkilerini incelemede fiili olduğu kadar resmi rejimlerin de dikkate alınması gerektiğini öne sürmüşlerdir. Genberg ve Swoboda (2005, s.132), bir ülkenin resmen esnek kur uyguladığını duyurmasına rağmen nominal kurlardaki istikrarın her zaman bu ülkenin fiili olarak sabit kur uyguladığı anlamına gelmeyebileceğini, kur istikrarının uygulanan dengeli makroekonomik politikalar gibi başka nedenlerden kaynaklanabileceğini söyleyerek İsviçre'yi örnek olarak

göstermişlerdir. Resmi politika olarak esnek kur uygulayan İsviçre, Reinhart ve Rogoff (2002)'un çalışmasında, 1981-2001 arasında Alman Markı karşısında fiili +/- % 2 aralığında sürünen bant uygulayan bir ülke olarak gözükürken; yazarlar bunu İsviçre ekonomisinin Alman ekonomisi ile izlediği benzer makroekonomik politikalara, birbirine eklenmiş finansal piyasalarına, çok yakın seyreden faiz oranlarına ve Almanya'ya yapısal olarak benzerliği gibi faktörlere bağlamaktadır. Bu bağlamda, dünya ekonomilerinin zamanla birbirlerine giderek daha fazla eklenildiği, benzer makroekonomik politikalar uyguladığı ortamda, kurların belli bir istikrara kavuşmasının, yalnızca kur hareketlerine bakarak fiili ara rejimlerin popüler olduğu sonucuna varılamayabilir.

Resmi ve fiili döviz kuru rejimi tartışmaları, alternatif döviz kuru rejimlerinin ekonomik performans üzerindeki etkilerinin ölçülmesi konusundaki ampirik çalışmalar için de yeni bir kapı açmıştır. Buna göre, fiili rejimlerin dikkatle tespit edilerek çalışmaların bu yönde yapılması gereği ortaya çıkmıştır. Ancak, fiili rejimlerin nasıl tespit edileceği ya da bu tespitlerin sağlıklı olup olmayacağı konusunda bir görüşbirliği ya da standart olmadığından, alternatif rejimlerin ekonomik etkileri konusunda yapılan ampirik çalışmalar arasında da kesin ve tam bir tutarlılık bulunmamaktadır.

1.4. Sabit ve Esnek Kurların Avantajları ve Dezavantajlarına İlişkin Ampirik Kanıtlar

Teoride sabit kur rejimleri, getirdiği kredibilite, disiplin gibi etkilerle esnek kur rejimlerine göre daha başarılı enflasyon performansı ile ilişkilendirilirken, esnek kurlar ise nominal kurların şok emici özellikleri nedeniyle daha başarılı büyüme performansları ile beraber anılmaktadır. Ancak ampirik çalışmalarda, kur rejimlerinin sınıflandırılması kadar ülkelerin farklı gelişmişlik düzeyleri, kurumlarının farklılığı, kullanılan ekonometrik teknikler gibi etkenler de teoriye paralel genellemeler yapılmasını zorlaştırmaktadır.

Kur rejimlerini fiili olarak sınıflayarak bu rejimlerin ekonomik performans üzerindeki etkilerini değerlendiren ilk çalışmalardan birinde Gosh

ve diğeri (1996), 1960-1990 yılları içerisinde tüm IMF üyesi ülkelerin verilerini kullanmışlardır. Çalışmada, ülkelerin uyguladıkları rejimler nominal kurlarındaki değişimlere göre sınıflandırılmış, fiili kur rejimlerini esnek, ara rejim ve sabit kur uygulamaları olarak üçe ayırmışlardır. Sonuçlar, sabit kur sistemleri uygulayan ülkelerin (hem gelişmiş hem de gelişmekte olan) ara rejim ve esnek kur uygulayanlara göre daha iyi enflasyon performansı gösterdiklerini ortaya çıkartmıştır. Bu noktada, sabit kur ile düşük enflasyon arasındaki nedenselliğin tam ters yönde olabileceği, yani düşük enflasyon performansı olan ülkelerin sabit kur sistemlerini daha başarılı uygulayabileceği hipotezini de test etmişler, ancak nedenselliği sabit kurdan enflasyona doğru bulmuşlardır.

Büyüme performansı açısından değerlendirildiğinde ise, yazarlar, büyüme oranının ara rejim uygulamalarında en hızlı olduğunu bulmuşlardır. Ancak, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ayrımı yapıldığında, gelişmiş ülkelerde sabit kur uygulamalarının en hızlı büyüme oranına sahip olduğu, gelişmekte olan ülkelerde ise esnek kurların daha hızlı büyüme performansı gösterdiği ortaya çıkmıştır. Ayrıca, sabit kur uygulayan ülkelerde yatırımların daha fazla arttığını, esnek kur uygulamalarında ise üretkenliğin daha hızlı arttığını (özellikle gelişmiş ülkelerde) bulmuşlardır. Sabit kurların getirdiği istikrar ortamında yatırımların daha hızlı artması teorik görüş ile tutarlıdır. Esnek kurlarda üretkenliğin daha hızlı artması ise kendisini dış ticaret hacmindeki artış ile göstermektedir. Esnek kur uygulamalarında dış ticaret hacmi diğer rejimlere göre daha hızlı artmış gözükmektedir. Bu sonuç, OPT teorisi ile çelişse de, yazarlar tarafından sabit kurların görece fiyatlardaki değişimleri engelleyerek ekonomik verimliliği ve etkinliği engellemesi ile açıklanmaktadır.

Gosh ve diğeri (1998), para kurulu uygulamaları üzerine yaptıkları çalışmada ise, para kurulu uygulamalarının diğer sabit kur uygulamalarına göre daha iyi enflasyon performansı gösterdiğini, üstelik para kurulu uygulayan ülkelerin daha hızlı büyüdüğünü ortaya koymuşlardır.

Levy-Yeyati ve Sturzenegger (2001), 1974-1999 dönemi için 154 ülke üzerine yaptıkları çalışmada, yine kendilerinin geliştirdiği yöntemle

Ülkelerin fiili kur rejimlerini tespit etmişler, buna ek olarak sabit kur rejimlerini uzun süreli (5 yıl ya da daha uzun) ve kısa süreli (5 yıldan az) olarak ayırarak, rejim değişikliklerinin ekonomik performans üzerindeki etkilerini kontrol etmeye çalışmışlardır. Levy-Yeyati ve Sturzenegger (2001, s.3)'in ulaştıkları sonuçlarda: (i) sanayileşmiş ülkelerde döviz kuru rejimi ile ekonomik performans arasında anlamlı bir ilişki bulamamışlardır. (ii) Sanayileşmemiş ülkelerde uzun süreli sabit kur uygulayanların esnek kur uygulayıcılarına göre daha başarılı enflasyon performansı gösterdikleri sonucuna varmışlardır. (iii) Sanayileşmemiş ülkelerde sabit kur uygulamaları ile kişi başına düşen gelirin artış hızı arasında negatif ve anlamlı bir ilişki bulmuşlar; ayrıca kısa süreli sabit kur uygulamalarının uzun srelilere göre daha düşük büyüme performansı gösterdiklerini tespit etmişlerdir. (iv) Daha katı sabit kur sistemleri daha esnek sabit kur sistemlerine göre daha iyi enflasyon performansı gösterirken, Gosh ve diğerleri (1998)'nin aksine büyüme performansı açısından katı sabit rejimlerin esneklerden daha yavaş büyüdüklerini bulmuşlardır. (v) Fiili dalgalanan kur rejimleri uygulayan lkeler (sabitleme korkusu) fiili sabit kur rejimleri uygulayanlara göre (dalgalanma korkusu) daha hızlı büyümüşlerdir.

Rogoff ve diğerleri (2003), kur rejimi ne olursa olsun ülkede büyük makroekonomik dengesizliklerin varlığı halinde kur rejiminin kurtarıcı olamayacağını belirtmektedir. Bu dengesizlikler arasında ise Reinhart ve Rogoff (2002)'un çalışmasında belirtilen ikili ya da paralel döviz kurlarının varlığı ile % 40'ın üzerinde enflasyon oranına sahip ülkelerin döviz kurlarındaki serbest düşüşü örnek olarak göstermektedir. İkili döviz kuruna sahip ülkelerin 1970-1999 döneminde ortalama olarak % 175 düzeyinde enflasyona sahip olduğu belirtilirken, bu ülkelerin kişi başına düşen gelir ortalama artış oranlarının ise diğer ülkelerin üçte biri (% 0.6) seviyesinde olduğu gösterilmiştir. Benzer Şekilde, kurları serbest düşüşü gösteren lkeler de diğerlerine oranla zayıf büyüme performansı göstermişlerdir. Reinhart ve Rogoff (2002)'un bu iki tip ülke grubunu ayırarak yaptıkları fiili sınıflandırmaya göre (doğal sınıflandırma), serbest dalgalanma uygulayan lkeler sabit kur

uygulayanlara göre daha iyi enflasyon performansı göstermişlerdir.¹¹ Bunun sebebi, önceki çalışmalarda serbest dalgalanan sınıfına giren serbest düşüş ülkelerinin doğal sınıflamada bu kategoriye dahil edilmemesidir. Yazarlar, enflasyonu etkileyebilecek çeşitli değişkenleri (reel GSYİH ve para arzındaki büyüme, ticari açıklık, merkez bankası bağımsızlığı, dış ticaret hadleri şokları ve mali denge) kontrol ederek yaptıkları analizde ise, yine doğal sınıflama altında sabit kur rejimlerinin bu sefer serbest dalgalanan rejimlere göre daha iyi enflasyon performansı gösterdiklerini bulmuşlardır.

Rogoff ve diğerleri (2003) ülkeleri gelişmişlik düzeylerine göre ayırdıklarında ise, alternatif kur rejimlerinin farklı gelişmişlik düzeylerine sahip ülkelerde farklı şekilde performans gösterdiğini ortaya çıkartmışlardır. Yazarlar, ülkeleri gelişmiş, gelişmekte olan ve az gelişmiş olarak üçe ayırmışlar; az gelişmiş ülkelerde sabit kur rejimlerinin esnek rejimlere göre daha iyi enflasyon performansı gösterirken, gelişmiş ülkelerde ise esnek kurların daha iyi performansa sahip olduğunu bulmuşlardır. Gelişmekte olan ülkelerde ise enflasyonla döviz kuru rejimi arasında bir ilişki bulamazlarken, bu ülkelerde sık görülen rejim değişikliklerinin olumsuz etkilerini kontrol etmek için mevcut kur rejimi yerine bir ya da iki yıl önceki kur rejimleri değişken olarak kullanıldığında, enflasyonun esnek kurlarla birlikte yükseldiğini tespit etmişler, dalgalanma korkusunu destekler sonuçlar bulmuşlardır. Bu sonuçlardan, gelişmiş ülkelere kıyasla ekonomilerinde güçlü kurumlardan yoksun gelişmemiş veya gelişmekte olan ülkelerin sabit kurların getirdiği kredibilite ve disiplin edici etkilerinden fiyat isikrarı açısından faydalanabileceği sonucu çıkartılabilmektedir.

Rogoff ve diğerleri (2003)'nin çalışmasında kur rejimlerinin büyüme performansları üzerindeki etkileri ise, ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre bir ayırım yapmadan incelendiğinde yok gözükmemektedir. Ancak, bu ayırım yapıldığında, az gelişmiş ülkelerde büyüme oranı kurlar esnekleştikçe düşse de, söz konusu ilişki istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır. Gelişmekte olan ülkelerde büyüme ile kur esnekliği arasında bir ilişki bulunamazken, gelişmiş

¹¹ Rogoff ve diğerlerinin (2003) bulduğu diğer bir önemli sonuç ise, reel kurlardaki oynaklığın kurlardaki esneklik arttıkça yükseldiğidir. Bunu da, en azından kısa vadede reel kurların nominal kurlara yakın seyretmesinin ispatı olarak sunmaktadır.

lkelerde esnek kurlar sabit rejimlere göre çok daha iyi bir büyüme performansı göstermektedir.

Rogoff ve diğlerleri (2003)'nin bulduğu sonuçlardan, ülkelerin gelişmişlik düzeyleri arttıa ve ekonomileri olgunlaştıa kurlarındaki esnekliğin arttığı yönünde bir çıkarım yapılabilir. Gelişmekte olan lkeler, gelişmiş ülkelerin aksine, kendini yüksek enflasyon, borç sürdürülemezliği, kırılğan bankacılık sektörleri ve diğler makroekonomik aksaklıklar şeklinde gösteren kurumsal sorunlara sahip oldukları için esnek kur sistemleri uygulamaktan kaınsalar da (dalgalanma korkusu), zaman içerisinde ekonomileri geliştikçe ekonomik performanslarını artırabilmek için dalgalanmayı öğrenmek zorunda kalacaklardır. Diğler taraftan, az gelişmiş lkeler kurlarını sabitleyerek kredibilite sorunlarını çözebilmekte ve enflasyonla mücadelede büyümeden ödün vermeden başarılı olabilmektedir. Herhangi bir parasal birliğe ye olmayan gelişmiş lkeler ise, sabit kurlar ile birlikte kredibilite sorunları yaşamadan güçlü büyüme ve düşük enflasyon performansları sergileyebilmektedir.

Ülkelerin döviz kuru seçimlerini etkileyen faktörlere ilişkin ampirik çalışmalar da kullanılan ekonometrik teknikler, döviz kuru rejimlerinin sınıflandırılmasındaki farklılıklar, seçilen örneklem farklılıkları gibi nedenlerden dolayı tutarlı sonuçlar vermemektedir.

1970'lerde, Bretton Woods sisteminin çöküşünden sonra çeşitlenen döviz kuru rejimlerinin ardından bu yöndeki ampirik çalışmalar da artmıştır. İlk başlarda 1960'larda popüler olan OPT yaklaşımına ilişkin değişkenler (ekonomik büyüklük, açıklık, en büyük ticari ortakla olan ticaret hacmi gibi) lkelerin döviz kuru rejimlerinde açıklayıcı değişkenler olarak kullanılırken, daha sonra bu değişkenlere çeşitli ekonomik şoklar, alternatif istikrar politikaları ile politik ve kurumsal faktörler de eklenmiştir. 1990'ların sonunda ve 2000'li yıllardaki en son çalışmalarda ise dalgalanma korkusu çalışmaları ile başlayan resmi-fili kur rejimleri tartışmaları çerçevesinde gelişen yeni döviz kuru rejimi sınıflamaları ile daha kapsamlı analizler yapılmıştır (Von

Hagen ve Zhou, 2007, s.1072). Ancak, bu çalışmalarda çoğunlukla birbiriyle çelişen sonuçlar elde edilmiştir.¹²

Yukarıda değinilen çalışmaların ardından ortaya çıkan resim, sabit ve esnek kurların avantajları ve dezavantajlarını değerlendirirken, ülkelerin gelişmişlik düzeyi ve kurumlarının yapıları gibi kendine has koşulların gözönünde bulundurulmasının daha sağlıklı sonuçlar verebileceğidir. Ekonomik ve sosyal kurumların tam olarak oturmadığı, güçlü bir kredibilite ve güven arayışında olan az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerde örneğin, sabit kurlar enflasyonun düşürülmesi ve ekonominin istikrara kavuşması açısından daha iyi sonuçlar verirken, ülkenin gelişmişlik düzeyinin artmasıyla ve küresel finansal-ticari sisteme entegre olmasıyla birlikte esnek kurlar bir ihtiyaç haline almaktadır. Diğer taraftan, güçlü kurumlar ve politik istikrar da esnek kur rejimlerinin uygulanabilirliğini artırmakta, kurlarda aşırı dalgalanmayı engellemektedir. Ayrıca, ülkelerin ekonomik olarak birbirlerine entegre olduğu, iş çevrimlerinin benzer, ticaret hacimlerinin karşılıklı olarak yüksek, kurumlarının birbirine benzer olduğu ülkeler arasında da parasal birlikler daha iyi alternatifler olarak ortaya çıkmaktadır.

Çalışmanın bundan sonraki kısmında, Doğu Avrupa ülkelerinin tarihsel olarak döviz kur rejimi tercihlerini ve bu tercihlerinin Euro'ya geçiş sürecinde ekonomilerine olan etkileri incelenecektir. Yukarıda sunulan teorik ve ampirik çerçeve, bu incelemeye ışık tutacaktır. Ancak, gelişmekte olan küçük ve açık ekonomiler olan Doğu Avrupa ülkeleri için akılda tutulması gereken bir husus, bu ülkelerin nihai olarak APB'ye katılmayı amaçlayan ve döviz kuru rejimi tercihlerini bu yönde belirleyen ülkeler olduklarıdır. Bu nedenle ülkelerin rejim tercihlerinde ilk olarak istikrar, daha sonra kapitalist ekonomiye dönüşüm ile Avrupa'ya entegrasyon ve son olarak da Euro'ya geçiş kaygılarının rol oynadığını belirtmek gerekmektedir.

İkinci bölümde ülkelerin uyguladıkları döviz kuru rejimleri tarihsel bir süreçte incelenmekte, yaptıkları seçimlerin nedenleri araştırılmaktadır.

¹² Ülkelerin döviz kuru rejimi seçimlerini etkileyen faktörlere ilişkin yapılan çalışmaların özeti için bkz. Juhn ve Muro (2002), Von Hagen ve Zhou (2007).

Üçüncü bölümde ise bu seçimlerin Euro'ya geçiş sürecindeki etkileri tartışılacaktır.

İKİNCİ BÖLÜM

YENİ AB ÜYESİ ÜLKELERİN DÖVİZ KURU STRATEJİLERİ

2.1. Tarihsel Değerlendirme

Batı Avrupa ile eklemlenme sürecine Sovyetler Birliği'nin dağılması ile başlayan Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri, 1990'ların başından itibaren komünist sistemden piyasa ekonomisine geçişte zorlu bir süreç yaşamışlardır. Bu süreçte yüzlerini Batı'ya dönen ülkeler, bir yandan ekonomilerini dışa açarken, diğer yandan yanibaşlarındaki büyük siyasi ve ekonomik oluşuma eklemlenme sürecinde AB üyeliğini hedef olarak benimsemişler, siyasi ve ekonomik reformlarını bu yönde gerçekleştirmişlerdir. Bu nedenle, nihai olarak APB'ye girişi gerektiren AB üyeliği sürecinde¹³ Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinin seçtikleri döviz kuru stratejilerini, 1990'ların başında, finansal piyasaların ve modern iktisadi kurumların olmadığı komünist sistemden serbest piyasa ekonomisine geçiş ve 20 yıldan az bir sürede parasal birliğe katılıma doğru uzanan bir süreç içerisinde değerlendirmek doğru bir yaklaşım olacaktır.

AB'nin beşinci genişleme dalgası ile 2004 yılı başında eski doğu bloğu ülkelerinden Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Slovakya, Slovenya, Litvanya, Letonya, Estonya ile birlikte Avrupa'nın doğu bloğu dışındaki küçük piyasa ekonomileri Malta ve Güney Kıbrıs Rum Kesimi (GKRR) birliğe katılmışlardır. 2007 başı itibariyle ise Romanya ve Bulgaristan AB'nin 26. ve 27. üyeleri olmuşlardır.

¹³ Avrupa Parasal Birliğine üyeliğin AB üyeliği şartlarından biri olması, 2004'ten itibaren üye olan ülkeler için geçerlidir. Örneğin İngiltere için böyle bir zorunluluk yoktur.

AB üyeliğinin ardından, Estonya, Litvanya ve Slovenya 1 Ocak 2004'te parasal birliğe geçişin ekonomik şartlarından olan Maastricht Kriterleri'nin son maddesi olan ERM II¹⁴ sürecine girmiş, onları 2 Mayıs 2005'te Malta, Letonya ve Kıbrıs Rum Kesimi, 28 Kasım 2005'te ise Slovakya takip etmişlerdir. 1 Ocak 2007 itibarıyla Slovenya tüm Maastricht kriterlerini yerine getirerek Euro'ya geçmiş, ondan tam bir yıl sonra Kıbrıs Rum Kesimi ve Malta buna hak kazanmışlardır. 1 Ocak 2009 tarihinde ise Slovakya parasal birliğe katılmaya hak kazanmıştır. Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Romanya ve Bulgaristan halen ERM II sistemi dışındadır. Ancak Polonya, 2012 yılında Euro'ya geçmek için siyasi bir girişim başlatmış durumdadır. Halen ERM II içerisinde olan Baltık ülkeleri Estonya, Litvanya ve Letonya ise yaşadıkları enflasyon problemleri nedeniyle parasal birliğe geçiş tarihlerini bir süre daha ertelemek zorunda kalmışlardır.

Yeni AB üyesi ülkelerin uygulamakta oldukları döviz kuru rejimleri oldukça farklılıklar göstermektedir. Euro üyesi ülkeler dışında halihazırda ERM II sistemi içerisinde para kurulu uygulayan Estonya ve Litvanya'nın yanında, dar bant sistemi uygulayan Letonya, diğer yandan yine ERM II içerisinde daha esnek (merkezi parite etrafında +/- % 15 bandında dalgalanan kur) bir sistem uygulayan Slovakya örnekleri mevcuttur. Henüz ERM II sistemine dahil olmamış ülkeler arasında ise yine para kurulu uygulayan Bulgaristan, esnek kur sistemleri uygulayan Çek Cumhuriyeti, Polonya, Macaristan¹⁵ ve Romanya gibi ülkeler bulunmaktadır.

Tablo 2.1'de, ülkelerin uyguladıkları döviz kuru rejimleri tarihsel olarak sunulmaktadır. Nerlich (2002, s.5), incelenen dönemleri ülkelerin ekonomik reform ve kapitalist dönüşüm ve geçiş sürecinde geçtikleri aşamaları göz önüne alarak, istikrara dönüş (1990-1994), dönüşüm (1995-2000) ve ERM II'ye hazırlık (2001 sonrası) olmak üzere üçe ayırmıştır. Tablo 2.1'de yapılan sınıflamada bu çalışmadan esinlenilirken, birinci bölümde Tablo 1.1'de kullanılan IMF'nin döviz kuru rejimleri sınıflamasından

¹⁴ Euro'ya geçiş öncesi son Maastricht kriteri olan kur istikrarı sürecinde ERM II (Döviz kuru mekanizması II), ülkenin para biriminin Euro'ya karşı merkezi bir parite etrafında (+/- % 15) bandı içerisinde en az iki yıl seyretmesini zorunlu kılan bir işlemdir. ERM II sisteminin tarihsel gelişimi, tanımı ve işleyişine ilişkin detaylı bilgi için bkz. Kava (2005).

¹⁵ Macaristan, 2001'den Şubat 2008'e kadar "gölge ERM II" sistemi olarak tabir edilen euro karşısında +/- % 15 bandı uygulamıştır.

farklı olarak, Nerlich (2002)'in kullandığı sınıflama kullanılmıştır. Buna göre, geleneksel sabit kur ve dar bant uygulamaları katı rejimler arasına dahil edilmiştir. Ara rejimler (daha esnek rejimler) sınıflamasına katı yönetilen dalgalanma ve geniş bant uygulamaları dahil edilirken, önceden açıklanmayan bir patikada yönetilen dalgalanma ve serbest dalgalanma sistemleri yine Tablo 1.1'deki gibi esnek kurlar içerisinde gösterilmiştir.

TABLO 2.1. DÖNEMLER İTİBARIYLA ORTA VE DOĞU AVRUPA ÜLKELERİNİN DÖVİZ KURU REJİMİ UYGULAMALARI

	Katı Sabit Rejimler (Para kurulu, geleneksel sabit kurlar, dar bant)	Daha Esnek Sabit Rejimler (Katı yönetilen dalgalanma, geniş bant)	Esnek Rejimler (Daha önceden açıklanmayan patikada yönetilen dalgalanma, serbest dalgalanma)
İstikrara Dönüş Dönemi 1990-1994	<p>Çek Cumhuriyeti Dar Bant (Mark+Dolar sepetine karşı +/- % 0.5)</p> <p>Macaristan Dar Bant (Mark+Dolar sepetine karşı +/- % 0.25)</p> <p>Polonya Sürünen Bant (Dolar+Mark+Pound+F.Frangı+İ.Frangı sepetine karşı)</p> <p>Slovakya Sabit Kur (1994 öncesi Mark+Dolar+Avusturya Şilini+F.Frangı+İ.Frangı sepeti, 1994'te Mark+Dolar sepeti)</p> <p>Estonya 1992'den itibaren Para Kurulu (Mark karşısında)</p> <p>Letonya 1994'ten itibaren Dar Bant (SDR karşısında +/- % 1)</p> <p>Litvanya 1994'ten itibaren Para Kurulu (Dolar karşısında)</p> <p>Malta Sabit Kur (Dolar+Pound+ECU karşısında)</p>	<p>GKRK Geniş Bant (ECU karşısında +/- % 2.5)</p>	<p>Bulgaristan Dalgalı Kur</p> <p>Letonya Dalgalı Kur (1992'den sonra)</p> <p>Litvanya Dalgalı Kur (1992-1994)</p> <p>Slovenya Yönetilen Dalgalanma</p> <p>Romanya Yönetilen Dalgalanma</p>

	Katı Sabit Rejimler (Para kurulu, geleneksel sabit kurlar, dar bant)	Daha Esnek Sabit Rejimler (Katı yönetilen dalgalanma, geniş bant)	Esnek Rejimler (Daha önceden açıklanmayan patikada yönetilen dalgalanma, serbest dalgalanma)
Geçiş Dönemi 1995-2000	<p>Bulgaristan Para Kurulu (1997'den itibaren) (1997-1999 arası Mark karşısında 1999'dan sonra Euro karşısında)</p> <p>Estonya Para Kurulu (1999'dan itibaren Euro karşısında)</p> <p>Letonya Dar Bant (SDR karşısında +/- % 1)</p> <p>Litvanya Para Kurulu (Dolar Karşısında)</p> <p>Malta Sabit Kur (1999'dan itibaren Euro+Dolar+Pound sepeti karşısında)</p>	<p>Çek Cumhuriyeti 1996'dan sonra Geniş Bant (Mark ve Dolar sepetine karşı +/- % 7.5)</p> <p>Macaristan 1995'ten sonra Sürünen Bant (ECU ve Dolar karşısında +/- % 2.5)</p> <p>Polonya Sürünen Bant 1995-1999 döneminde bant sırasıyla +/- % 7, +/- % 10 ve % 15'e genişletildi 1999'da Euro+Dolar sepetine geçildi</p> <p>Slovakya Geniş Bant (1995-1998 döneminde Mark+Dolar sepetine karşı +/- % 7)</p> <p>GKRK Geniş Bant (ECU (1999'dan itibaren Euro'ya) karşısında +/- % 2.5)</p>	<p>Bulgaristan Dalgalı Kur (1990-1997)</p> <p>Çek Cumhuriyeti Yönetilen Dalgalanma (1997'den itibaren)</p> <p>Polonya Dalgalı Kur (2000'den itibaren)</p> <p>Slovakya Yönetilen Dalgalanma (1998'den itibaren)</p> <p>Slovenya Yönetilen Dalgalanma</p> <p>Romanya Yönetilen Dalgalanma</p>
ERM II'ye Hazırlık Dönemi 2001-ERM II	<p>Bulgaristan Para Kurulu (Euro karşısında)</p> <p>Estonya Para Kurulu</p> <p>Letonya Dar Bant SDR (2005'ten itibaren Euro karşısında +/- % 1)</p> <p>Litvanya Para Kurulu (2002'den sonra Euroya karşı)</p> <p>Malta Sabit Kur (Euro+Dolar+Pound sepeti karşısında)</p>	<p>Macaristan 2001'den sonra +/- % 15 bandı (2008'de esnek kura geçildi)</p> <p>GKRK Geniş Bant (Euro karşısında +/- % 15)</p>	<p>Çek Cumhuriyeti Yönetilen Dalgalanma</p> <p>Polonya Dalgalı Kur</p> <p>Slovakya Yönetilen Dalgalanma</p> <p>Slovenya Yönetilen Dalgalanma</p> <p>Romanya Yönetilen Dalgalanma</p>

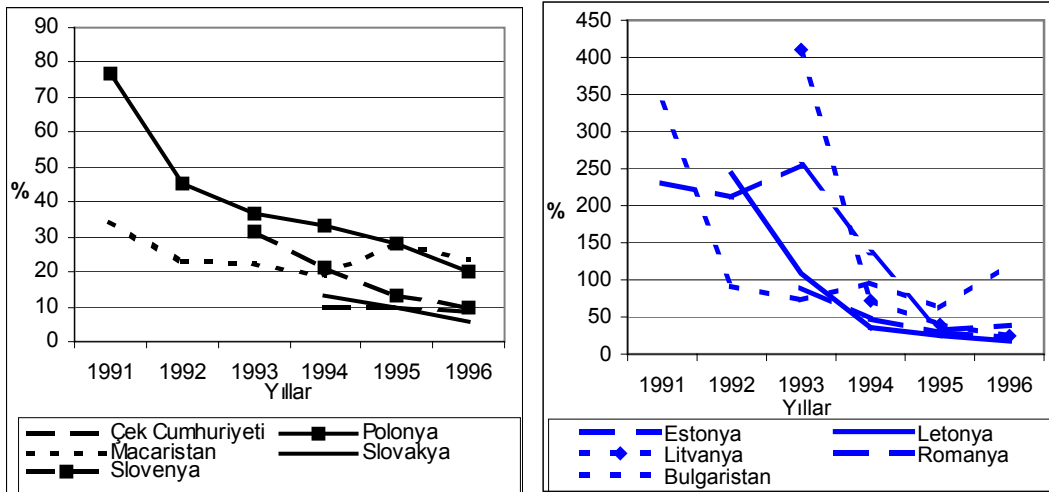
	Katı Sabit Rejimler (Para kurulu, geleneksel sabit kurlar, dar bant)	Daha Esnek Sabit Rejimler (Katı yönetilen dalgalanma, geniş bant)	Esnek Rejimler (Daha önceden açıklanmayan patikada yönetilen dalgalanma, serbest dalgalanma)
ERM II	<p>Estonya Giriş Tarihi: 28 Haz. 2004 Para Kurulu</p> <p>Letonya Giriş Tarihi: 2 Mayıs 2005 (+/- % 1 bandı)</p> <p>Litvanya Giriş Tarihi: 28 Haz. 2004 Para Kurulu</p> <p>Malta Giriş Tarihi: 2 Mayıs 2005 Sabit Kur (Euro karşısında)</p>	<p>Slovenya Giriş Tarihi: 28 Haz. 2004 +/- % 15 bandı</p> <p>Slovakya Giriş Tarihi: 28 Kasım 2005 +/- % 15 bandı</p> <p>GKRK Giriş Tarihi: 2 Mayıs 2005 +/- % 15 bandı</p>	
APB		<p>Slovenya Katılım Tarihi: 1 Ocak 2007</p> <p>Malta Katılım Tarihi: 1 Ocak 2008</p> <p>Kıbrıs R.K. Katılım Tarihi: 1 Ocak 2008</p> <p>Slovakya Katılım Tarihi: 1 Ocak 2009</p>	

Kaynak: IMF (2007).

Fiyat kontrolleriyle bastırılmış enflasyon, yüksek bütçe açıkları, geçmişten gelen yüksek dış borçlar, konvertibilite sorunları, döviz piyasalarında karaborsa, rekabet ve Batı Avrupa ile dış ticaretin olmayışı, 1990'ların başında ülkelerin ortak sorunları arasındaydı. Bu ülkeler içerisinde yalnızca Çek Cumhuriyeti¹⁶, reform sürecine diğerlerine kıyasla önemli makroekonomik sorunları olmadan başlamıştır. 1990'ların başında başlayan reform süreci içerisinde fiyat kontrollerinin serbest bırakılması, döviz piyasalarının birleştirilerek ekonomilerin hızla dışa açılması gibi reformlar gerçekleştirilmiştir (Sachs, 1996, s.147).

¹⁶ Çekoslovakya, 1 Ocak 1993'te Çek Cumhuriyeti ve Slovakya olmak üzere iki bağımsız devlete ayrılmıştır.

Fiyat kontrollerinin bırakılması, ekonomik serbestleşme ve yüksek miktarlara ulaşan parasal genişlemenin sonucu olarak ise bu dönemde özellikle Baltık ülkelerinde enflasyon oranlarında sıçramalar görülmüştür. Bu ülkelerde enflasyon oranları üç basamaklı seviyelere ulaşırken, Polonya, Çek Cumhuriyeti, Slovakya ve Slovenya gibi ülkelerde çift haneli enflasyon oranları görülmekteydi. Yüksek enflasyonla mücadele eden birçok Doğu Avrupa ülkesi, 1990'ların başlarında sabit kur sistemlerini piyasa ekonomisine geçişte önemli bir araç olarak kullanmışlardır. Polonya, Macaristan, Slovakya ve Çek Cumhuriyeti gibi ülkelerde enflasyon oranlarının Baltık ülkelerine göre bu dönemde daha düşük olmasının sebebi olarak, söz konusu ülkelerin 1990'ların hemen başında sabit kur sistemleri uygulamaya başlayarak ekonomilerini istikrara kavuşturmuş olmaları gösterilebilir. Örneğin Polonya, 1990 yılında dört haneli enflasyona sahipken bir yıl gibi kısa bir süre içerisinde enflasyonu % 100'ün altına düşürmeyi başarmıştır. Yine sabit kur uygulayan Malta ve GKRK ise bu dönemde tek haneli enflasyon oranlarına sahipti.

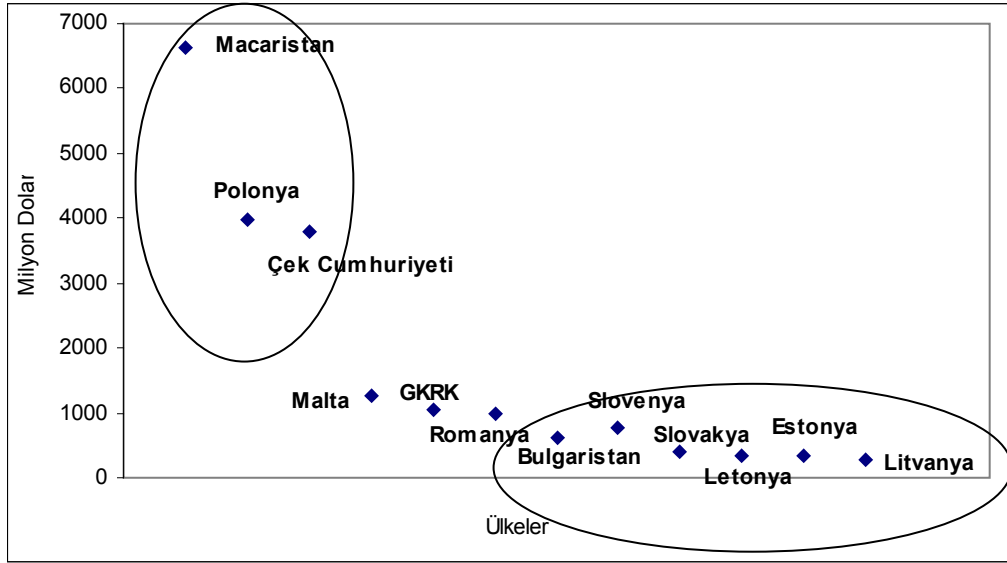


Grafik 2.1. Yıllar İtibariyle Ülkelerin Enflasyon Oranları (yıllık ortalama)

Kaynak: IMF. <http://www.imfstatistics.org/imf/>

Diğer yandan, Romanya ve Bulgaristan ile birlikte Litvanya ve Letonya ise bu dönemde tıpkı Rusya, Ukrayna ve birçok diğer eski Sovyet Cumhuriyetinin yaptığı gibi esnek kur sistemleri uygulamışlardır. Nerlich (2002, s.8), Romanya, Bulgaristan ve Slovenya gibi ülkelerin esnek kur tercihlerini yeterli döviz rezervlerinin yokluğu ile açıklarken, Sachs (1996) buna, IMF'nin bu dönemde olası bir kriz halinde sabit kurları savunacak

uluslararası fonları sağlamadaki çekincesi sonucu ülkelere esnek kur uygulamaları lehindeki telkinlerini de eklemektedir.



Grafik 2.2. 1993 Yılı Sonu İtibariyle Ülkelerin Döviz Rezervleri

Kaynak: IMF. <http://www.imfstatistics.org/imf/>

Grafik 2.2’de, 1993 yılı itibariyle ülkelerin sahip oldukları döviz rezervleri gösterilmektedir. Başlangıçta IMF’nin tavsiyesi ile esnek kur rejmi uygulayan Bulgaristan, Romanya ve Slovenya gibi ülkelerin döviz rezervleri oldukça düşük seviyelerdeyken, sabit kur sistemleri tercih eden Macaristan, Polonya ve Çek Cumhuriyeti’nin döviz rezervleri görece olarak yüksek seviyelerdeydi.

Sachs, IMF’nin tavsiyesine uymayarak reform sürecine sabit kurla başlayan ülkelerin diğerlerinden çok daha hızla dezenflasyon ve ekonomik toparlanma sürecine girdiğini belirtmektedir. Dezenflasyonun yanında, sabit kur sistemlerinin getirdiği kur istikrarı bu ülkelerde hükümetlerin diğer alanlardaki reformlarını da kolaylaştıran bir unsur olmuştur. Örneğin, Estonya’nın komşusu olup başlangıçta esnek kur tercih eden Letonya’nın Estonya’ya kıyasla reel faizleri daha yüksek kalmış, büyüme performansı da daha zayıf gerçekleşmiştir. (Sachs, 1996, s.149). Letonya daha sonra 1994’te dar bant uygulamasına geçerken, Litvanya da para kurulu sistemini benimsemek zorunda kalmıştır.

“İstikrara dönüş dönemi” olarak adlandırılan döneme (1995-2000) gelindiğinde, ülkelerin makroekonomik dengelerinde önemli iyileşmeler sağladıkları görülmektedir. Hızlı ekonomik büyüme, dezenflasyon ve sermaye akımlarının serbestleşmeye başlaması ile birlikte birçok ülkenin döviz kuru rejimini bu dönemde değiştirdiği gözlemlenmektedir. Çek Cumhuriyeti, Slovakya ve Polonya katı rejimlerden önce geniş bant uygulamalarına, daha sonra da daha esnek rejimlere doğru bir kayış gerçekleştirirken, Bulgaristan 1997’de yaşadığı döviz krizi ile birlikte ters istikamette bir dönüşüm ile para kurulu sistemi uygulamaya başlamıştır. Diğer yandan, Estonya, Letonya, Litvanya ve Malta sabit kur sistemlerini, Romanya ve Slovenya ise esnek kur rejimlerini korumayı tercih etmişlerdir. Çek Cumhuriyeti, Slovakya, Polonya ve Macaristan gibi nispeten daha büyük ülkelerin esnek rejimlere doğru kayışlarında, bu ülkelere akan yüksek miktarlardaki sermaye akımlarının sabit kur sistemleri altında parasal genişleme ve enflasyonist baskılar rol oynamıştır (Corker ve diğerleri, 2000, s.5). Örneğin, Çek Cumhuriyeti’nin 1997’de, Slovakya’nın ise 1998’de yaşadığı döviz krizleri, esnek kur rejimlerine geçmelerinde etkili olmuştur (Backe ve diğerleri, 2004, s. 18). Bu ülkeler daha esnek kur rejimlerine geçerek, imkânsız üçleme teorisi çerçevesinde serbest sermaye hareketleri ve sabit döviz kuru rejimlerinin para politikası üzerindeki bağlayıcılığını aşmaya çalışmışlardır. Yüksek miktarlarda sermaye girişine aynı şekilde maruz kalan Baltık ülkeleri (Estonya, Letonya ve Litvanya) ise ekonomilerinin esnek yapısı ile birlikte sabit kur rejimlerini koruyabilmişler, Romanya ve Slovenya ise, resmi olarak dalgalı kur rejimlerine devam etseler de, fiili açıdan döviz kuru hedeflemesi uygulamaya başlamışlardır (Nerlich, 2002, s.10; Frömmel ve Schobert, 2006, s.468).

Bu dönemde yaşanan gelişmeler, Sachs (1996, s.150)’ın, sabit kur rejimlerinin yüksek enflasyonun düşürülmesinde daha başarılı olsalar da, uzun vadede her zaman tercih edilmeyebileceği yönündeki görüşünü doğrular bir çizgide olmuştur. Uzun dönemde, birçok Doğu Avrupa ülkesi gibi ekonomileri esnek olmayan ülkelerde sabit kurların karşılaşılan dışsal şoklarda ekonomilerin kırılabilirliğini artırabileceğini savunan Sachs (1996), ancak yüksek düzeyde ücret-fiyat esnekliğine sahip Baltık ülkelerinde uzun

dönemde para kurulu gibi katı sistemlerin sürdürülebilir olduğunu belirtmektedir. Nitekim, 1994'ten sonraki dönemde birçok ülke esnek kur rejimlerine doğru kayarken Baltık ülkeleri ile Malta ve GKRK sabit kur sistemlerini koruyabilmişlerdir.

1998'deki Brüksel ve 2000'deki Helsinki Zirveleri ile Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinin AB üyeliği müzakere süreçlerinin başlamasıyla, ülkeler sırasıyla AB üyeliği, ERM II mekanizması ve nihayetinde Euro'ya geçiş sürecinde dönülmez bir yola girmişlerdir. Bu nedenle bu dönemde ülkelerin döviz kuru rejimleri yakın gelecekteki AB üyeliği ve sonrasında ERM II süreci ile uyumlu olarak belirlenmiştir. 2001 yılında başlayan "ERM II'ye hazırlık" döneminde GKRK ve Macaristan, ERM II sisteminde uygulanan merkezi parite etrafında +/- % 15 bandını benimsemişler, sabit kur uygulayan diğer ülkeler de 1999'da Euro'nun ortaya çıkması ile birlikte döviz kurları için referans aldıkları para birimlerini Euro'ya çevirmeye başlamışlardır. Sabit kur uygulayıcısı ülkeler ayrıca, o dönemde uygulamakta oldukları para kurulu, dar bant ve geleneksel sabit kur sistemlerine ERM II mekanizması içerisinde de devam edecekleri öngörüsü ile döviz kuru rejimlerini korumayı tercih etmişlerdir¹⁷. Esnek kur sistemleri uygulayan ülkeler ise, ERM II öncesinde tekrar sabit kur sistemlerine dönmenin getireceği risklerle birlikte¹⁸, ERM II mekanizmasının yeterli kur esnekliği sağladığı görüşünün etkisiyle "ERM II'ye hazırlık" döneminde kur rejimlerini korumuşlardır (Backe ve diğerleri, 2004, s.19).

Nihayet 28 Haziran 2004 tarihinde Estonya, Litvanya ve Slovakya, 2 Mayıs 2005'te ise Malta, Letonya ve GKRK ERM II sistemine dahil olmuşlardır. Bu ülkelerden Estonya, Litvanya, Letonya ve Kıbrıs Rum Kesimi kur rejimlerini aynen koruyarak, Malta döviz kurunu sepet yerine yalnızca Euro'ya endeksleyerek, Slovenya ve Slovakya ise +/- % 15 bandı uygulamaya başlayarak Euro'ya geçiş öncesi son aşamaya gelmişlerdir. 1 Ocak 2007'de Slovenya, tüm Maastricht kriterlerini yerine getirerek Euro'ya

17 AB kanunlarına göre, para kurulu uygulamaları gözden geçirme ve özel izin çerçevesinde ERM II ile uyumlu olarak kabul edilirken, Euro dışındaki para birimlerine karşı sabit kur, sürünen çapa ve dalgalı kurlar ERM ile uyumsuz olarak değerlendirilmektedir.

18 Bir kez sabit kur rejimi uygulayıp speülatif ataklar ile bunu terketmek zorunda kalan ülkenin, sermaye kontrolleri ya da para kurulu gibi katı uygulamalar olmadan tekrar bir sabit kur rejimi uygulaması zor olabilir.

geçmiş, daha sonra 1 Ocak 2008'de Malta ve GKRK Euro kullanmaya başlamışlardır. Slovakya ise 1 Ocak 2009'da bu ülkelere katılmaya hak kazanmıştır.

2.2. Ülkelerin Döviz Kuru Rejimi Seçimlerine İlişkin Ampirik Çalışmalar

Yeni AB üyesi ülkelerin döviz kuru rejimi seçimlerinde hangi faktörlerin rol oynadığına ilişkin yukarıda bahsedilen Nerlich (2002), Corker ve diğerleri (2000) ile Sachs (1996)'ın yaptığı çalışmaların yanında, son yıllarda veri setlerinin genişlemesi ile ortaya çıkan ampirik çalışmalar da bulunmaktadır (Örneğin Markiewicz, 2006, Von Hagen ve Zhou 2005b). Bu çalışmalara değinmeden önce, birinci bölümde yapıldığı gibi, literatürde ülkelerin resmi ve fiili rejimlerine ilişkin yapılan çalışmaları incelemek, hangi rejimlerin neden tercih edildiği sorusunu yanıtlamak için daha sağlıklı olacaktır.

2.2.1. Resmi ve Fiili Döviz Kuru Rejimleri

Yeni AB üyesi ülkelerde de, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, resmi ve fiili uygulamaları arasında farklılıklar olmasını beklemek doğaldır. Birinci bölümde bahsedilen "dalgalanma ve sabitleme korkusu hipotezi" çerçevesindeki kredibilite problemleri, uluslararası rezervlerdeki yetersizlikler, finansal piyasalarda ve bilançolardaki dengesizlikler, geçiş etkisi kanalıyla enflasyonist baskılar ve dış ticarete rekabet gücünü koruma gibi kaygılar bu ülkeler için de geçerlidir. Özellikle, ekonomilerde yapısal sorunların yoğun olduğu 1990'ların başı ve ortalarında resmi olarak açıklanan döviz kuru stratejileri ile pratikte uygulananlar arasındaki farkların daha fazla olması beklenebilecek bir sonuçtur. Nitekim Levy-Yeyati ve Sturzenegger (2002)'in çalışmasındaki fiili sıralamada, ekonomik dönüşümün başladığı 1990'dan 2000 yılına kadar ülkelerin yarıya yakınında resmi ve fiili rejimler arasında farklılıklar bulunduğu gösterilmiştir. Özellikle fiili ara rejimler, resmi olarak başka bir strateji uygulayan ülkeler arasında önemli bir yer tutmuştur (Nerlich, 2002, s.12-13).

Ayrıca, yeni AB üyesi ülkeler arasında “sabitlenme ve dalgalanma korkusu”nu doğrulayan örnekler de mevcuttur. Örneğin, Slovenya, Romanya, Slovakya ve Bulgaristan resmi olarak esnek kur sistemleri uyguladıkları da, pratikte çeşitli makroekonomik dengesizlikler nedeniyle döviz kurlarını kontrol altında tutmaya çalışmışlardır. Esnek kurlara geçiş öncesinde nispeten daha sabit politikalar uyguladıklarını ilan eden Polonya ve Çek Cumhuriyeti gibi ülkeler ise ihtiyaçları dahilinde pratikte daha fazla kur esnekliğine izin vermişlerdir. 1990’ların ikinci yarısından itibaren ise resmi ve fiili rejimler arasındaki farklar giderek azalmıştır. Bu da, zaman içerisinde ülkelerdeki kurumların gelişmesi, makroekonomik dengesizliklerin düzelmesi ve ülkelerin değişen koşullara bağlı olarak kendilerine en uygun rejimi seçmeyi başarması ile açıklanmaktadır (Nerlich, 2002, s. 13-14).

Von Hagen ve Zhou (2005a), 1990-1999 döneminde 25 adet eski doğu bloğu ülkesi ile eski Sovyet Cumhuriyetleri üzerine yaptıkları ampirik çalışmada, anılan dönemde ülkelerin yaklaşık yarısının “dalgalanma korkusu”, % 10’luk bir kısmının ise “sabitlenme korkusu” davranışı sergilediğini ortaya koymuşlardır. Buldukları sonuçlara göre, AB sürecinde ilerleyen Doğu Avrupa ülkelerinde resmi ve fiili rejimleri diğer ülkelere kıyasla daha az değişme eğilimi göstermiştir. Bu sonuç, AB sürecinin ülkelerin döviz kuru rejimleri üzerinde bir istikrar unsuru olduğu şeklinde yorumlanabilir. Yazarların ulaştığı sonuçlara göre: (i) Ekonomik büyüklük ile sabitlenme korkusu arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki vardır. Buna göre, büyük ülkeler resmi olarak sabit kur sistemleri uyguladıkları da fiili olarak esnek kurlar uygulama eğilimi sergilemişlerdir (Polonya ve Çek Cumhuriyeti örnekleri). (ii) Döviz rezervlerinin yeterli olması halinde ülkeler fiili katı rejimler tercih etmelerine rağmen, rezervlerini tamamen kur istikrarına feda etmekten kaçınarak bir miktar esnekliğe göz yummuşlardır. (iii) Bütçe açıkları ile sabitlenme korkusu arasında pozitif bir ilişki vardır. Yüksek bütçe açığı olan ülkelerde para politikasının disiplin altına alınması için resmi katı rejimler tercih edilse de, mali dengesizlikler altında sabit kur uygulamasının güçlüğü nedeniyle uygulamada kur esnekliğine izin verilmiştir. (iv) Dış ticareti yalnızca birkaç mal grubuna odaklanmış ülkeler dalgalanmadan kaçınmışlardır.

Frömmel ve Schobert (2006), 1994-2004 dönemi için Çek Cumhuriyeti, Polonya, Macaristan, Slovakya, Slovenya ve Romanya özelinde yaptıkları çalışmalarında ülkelerin resmi ve fiili rejimlerini incelemiştir. Buldukları sonuç, Slovenya'nın anılan dönemde resmi ve fiili döviz kuru uygulamaları arasında en büyük farka sahip olan ülke olduğunu ortaya çıkartmıştır. Bu ülke resmi olarak en başından bu yana yönetilen dalgalanma uygulamasına rağmen, fiili olarak 1997'ye kadar bant, 1997'den sonra ise sürünen çapa stratejisi benimsemiştir. Romanya ise, fiili olarak sürünen çapa uygulamış olsa da (resmi yönetilen dalgalanma), ara dönemler itibariyle uygulamadaki tutarsızlıklar ve sorunlar nedeniyle uygulaması başarısız bir sürünen çapa uygulaması olarak nitelendirilmektedir (Frömmel ve Schobert, 2006, s. 481). Diğer yandan resmi olarak ilan edilen rejimleri ile en tutarlı uygulamalara sahip ülkeler Polonya ve Macaristan iken, Çek Cumhuriyeti ve Slovakya'da resmi rejim yönetilen dalgalanma olmasına rağmen 1994-2004 döneminde önce Mark daha sonra Euro'ya karşı fiili yatay bant uygulamaları gözlemlenmiştir. Frömmel ve Schobert (2006)'in ulaştığı sonuçlar, yeni AB üyeleri içerisinde esnek kur uygulayıcıları olarak öne çıkan söz konusu altı ülkenin uygulamada bir nevi dalgalanma korkusu davranışı sergilediklerini göstermektedir. Bu çıkarım, birinci bölümde ve yukarıda anılan makalelerde ulaşılan, ülkeler için ara rejimlerin ağırlığını koruduğu sonucu ile tutarlıdır.

Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri için resmi ve fiili döviz kuru rejimi tartışmalarının dışında, ülkelerin rejim tercihlerini hangi değişkenlerin etkilediği sorusuna ilişkin ampirik çalışmalar da mevcut olmakla birlikte sınırlı sayıdadır. Ayrıca bu çalışmalar Orta ve Doğu Avrupa ülkeleri ile birlikte eski Sovyet Cumhuriyetlerini de içeren daha geniş çaplı çalışmalardır. Bu çalışmalardan Von Hagen ve Zhou (2005b) ve Markiewicz (2006) en güncel makaleler olup, bu makalelerde ulaşılan sonuçlar farklılık göstermektedir. Von Hagen ve Zhou (2005b), 25 ülke için 1990-1999 dönemini incelediği çalışmasında, dış ticarete emtia konsantrasyonu yüksek ülkelerin resmi olarak daha esnek kur rejimi uygulama olasılığını daha yüksek bulurken, dışa daha açık, bölgesel ticari konsantrasyonu yüksek ve uluslararası rezervleri yüksek ülkelerin sabit kur rejimleri uygulama eğiliminde olduğu sonucuna varmıştır. Diğer yandan Markiewicz (2006), 1993-2002 dönemi için 23 ülkeyi

mercek altına aldığı ve resmi sınıflamaları kullandığı modelinde dış ticarete AB'nin ağırlığının, finansal gelişmişlik düzeyinin ve bütçe açıklarının yüksek olduğu ülkelerle esnek kur rejimi uygulamaları arasında anlamlı bir ilişki bulmuştur. Markiewicz, fiili sınıflamaları kullandığı diğer modelinde ise bu defa ekonomik büyüklük ve yüksek enflasyon ile esnek kur rejimleri arasında pozitif ilişki olduğu sonucuna varmıştır. Markiewicz, siyasi istikrara sahip ve hükümetleri güçlü ülkelerin ise sabit kur rejimi uygulama olasılığını yüksek bulmuştur.

Von Hagen ve Zhou (2005b) ile Markiewicz (2006)'in ulaştığı sonuçlar birbirlerinden farklı olsalar da, Bölüm 2.1'de Orta ve Doğu Avrupa Ülkeleri için yapılan tarihsel değerlendirmede sunulan analiz ile bazı paralellikler göstermektedirler. Bu paralellikler arasında Von Hagen ve Zhou (2005b)'nin belirttiği dışa daha açık ve yeterli döviz rezervlerine sahip ülkelerin (Baltık ülkeleri, Malta ve GKRK gibi) sabit kur rejimlerini tercih etmeleri ve bu rejimleri uzun süre devam ettirebilmeleri gösterilebilir. Bu ülkelerin esnek ekonomik yapıları da buna yardım etmiştir. Ayrıca, Polonya, Çek Cumhuriyeti ve Macaristan gibi hem nüfus hem ekonomik açıdan nispeten daha büyük, mali piyasaları daha geniş ve gelişmiş, bütçe açıkları siyasi dalgalanmalara bağlı olarak nispeten daha yüksek olan ülkelerin nihai olarak esnek kur tercihleri de Markiewicz (2006)'da ulaşılan sonuçlarla paralellik göstermektedir.

Ülkelerin tecrübeleri incelendiğinde dikkat çeken önemli bir nokta daha bulunmaktadır. O da, şu ana kadar ERM II sistemine girmeyi başarmış yedi ülkeden beşinin sabit kur sistemi uygulayıcıları, birisinin de fiili sabit kur uygulayıcısı (Slovenya) olduğudur. Bu nokta, sabit kur rejimlerinin, nominal yakınsama kriterleri ve Euro'ya geçişin ön şartlarından olan Maastricht kriterlerinin yakalanmasında ve ERM II sistemine geçişin hızlanmasında esnek kurlar karşısında bir avantajının olup olmadığı sorusunu akla getirmektedir.

Bu noktada akla gelebilecek bir başka soru da, ERM II mekanizması içerisinde, bir tarafta sermaye hareketlerinin yüksek, diğer tarafta fiyatlar genel seviyesinin diğer AB üyelerine hızla yaklaşmakta olduğu ülkelerde,

enflasyonun Maastricht kriterleri gereğince kontrol altına alınıp alınamayacağıdır (imkânsız üçleme problemi). ERM II içerisinde, para kurulu veya sabit kur rejimleri gibi katı sabit kur rejimleri mi, yoksa yönetilen dalgalanma gibi daha esnek bir kur rejimi mi daha başarılı olmaktadır?

Üçüncü bölümde bu sorulara cevaplar aranacaktır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

YENİ AB ÜYESİ ÜLKELERİN DÖVİZ KURU REJİMLERİNİN EURO'YA GEÇİŞTEKİ ROLÜ

3.1. Reel Yakınsama, Nominal Yakınsama ve Yeni AB Üyeleri

Birinci bölümde, teorik ve ampirik olarak alternatif döviz kuru rejimlerinin avantajları ve dezavantajları tartışılırken, ülkelerin resmi ve fiili uygulamaları arasındaki farklılıklar ve bu farklılıkların ölçülmesinin ampirik zorluklarından, bu nedenle çalışmalarda ulaşılan farklı sonuçlardan bahsedilmiştir. Diğer yandan, ülkelerin uyguladıkları döviz kuru rejimlerinin etkilerinin ülkelerin ekonomik olarak büyüklüğü, dışa açıklığı gibi faktörlerden de etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır. İkinci bölümde ise, yeni AB üyesi ülkelerin geçtikleri aşamalar boyunca kur rejimlerini değiştirdikleri, kimilerinin sabitten esneğe, kimilerinin esnekten sabite geçtiği ve Euro'ya geçiş yolunda ülkelerin zaman içerisinde kendilerine uygun döviz kuru rejimine doğru yol aldığı sonucuna varılmıştır.

Bu bölümde ise, ülkelerin Euro'ya giden yolda uyguladıkları döviz kuru rejimlerinin etkileri, avantajları ve dezavantajları incelenecektir. Buna geçmeden önce, hızlı bir ekonomik kalkınma ve yakınsama sürecinde olan yeni AB üyesi ülkelerin karşılaştıkları dinamiklerin, diğer gelişmekte olan ülkelere farklı olabileceği, bu nedenle döviz kuru rejimlerinin avantajları ve dezavantajları değerlendirilirken bu dinamikler üzerinden değerlendirme yapılmasının gerektiğinin altı çizilmelidir. Yine, ikinci bölümde değinilen, yeni AB üyesi ülkelerin resmi ve fiili rejimleri arasındaki farkın, AB'ye entegrasyon süreci ve AB kurumlarının sıkı denetimi altında zamanla azalmış ve hatta kapanmış olduğu gerçeği de bu bölümde yapılan analizin sağlığı açısından olumlu olarak değerlendirilmelidir.

AB'ye 2004 yılında üye olan eski doğu bloğu ülkeleri, siyasi ve ekonomik sistemlerini önemli ölçüde dönüştürmüşler, liberal demokrasiler olma sürecinde önemli adımlar atmış olsalar da, başta ekonomik gelişmişlik ve kalkınma düzeyleri açısından diğer AB üyeleri ile aralarında önemli farklar bulunmaktadır. Ekonomilerde kırsal kesimin ağırlığı, bölgeler arası gelir dağılımı bozuklukları, istihdam piyasalarındaki aksaklıklar, teknoloji açığı gibi sorunlar, AB'nin birliğe daha önce katılan üyeleri İspanya, Portekiz, Yunanistan ve İrlanda gibi çok daha uzun süreler piyasa ekonomisi ile yaşamış ülkelere göre bile daha yoğun olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu nedenle, bu eski doğu bloğu üyesi ülkelerin AB'ye eklenme süreci, birliğin daha önceki genişleme süreçlerinden daha farklı dinamikleri ve daha derin sorunları beraberinde getirmektedir. Bunların en başında ekonomik yakınsama süreci ve beraberinde gelen sorunlar gelmektedir.

Yakınsama kavramı, reel ve nominal olarak ikiye ayrılabilir. Reel yakınsama, görece daha az gelişmiş ve daha düşük gelire sahip ülkelerin, zaman içerisinde hızlı üretkenlik artışları nedeniyle daha hızlı büyüyerek zengin AB ülkelerini kişi başına düşen gelir açısından yakalaması olarak tanımlanabilir. Ülkelerin karşı karşıya kaldıkları reel yakınsama süreci, başlangıçtaki gelişmişlik ve gelir düzeyi, sermaye yatırımlarının miktarı, işgücünün niteliği, eğitim ve araştırma-geliştirme harcamalarına ayrılan pay ile ekonomik ve sosyal kurumların gelişmişlik düzeyi gibi birçok değişik husus tarafından belirlenmektedir. Bu nedenle ülkelerin reel yakınsama süreçleri ve hızları da birbirlerinden farklılık göstermektedir. AB terminolojisinde reel yakınsama süreci, birliğe girişin ön şartlarından olan, piyasa ekonomisinin tam işleyişi, ekonominin rekabetçi bir yapıya büründürülmesi gibi yapısal hususlar içeren Kopenhag ekonomik kriterleri ile özdeşleştirilmektedir. Görece daha yoksul bölge ekonomilerinin zaman içerisinde gelişmiş ve zengin AB ülkelerinin kurumlarını benimsemesi, iş çevrimlerinin birbirine uyumu, bölgeler arası gelişmişlik farklarının kapanması gibi yapısal gelişmeleri içeren bu reel yakınsama süreci, makroekonomik göstergelerin de birbirine uyumunu gerektirmektedir. Nominal yakınsama kavramı ise bu noktada devreye girmektedir. Reel yakınsamanın sonucu olarak hızla büyüyen ekonomilerde gelir düzeyinin artışı fiyatlar genel seviyesini

arttırmakta, fiyatlar genel seviyesi düşük ülkeler gelişmiş AB ülkelerinin fiyat seviyelerine zaman içerisinde yaklaşmaktadır. Genel olarak nominal yakınsama olarak adlandırılan bu süreç beraberinde görece yüksek enflasyon gibi sorunları getirebilmektedir. Parasal birliğin gerektirdiği ekonomik koşullar, ülkelerin nominal makroekonomik göstergelerinin birbirlerine uyumunu gerektirdiği için, AB üyeliği sonrasında Euro'ya geçiş süreci, yeni üye ülkeler için nominal yakınsama kriterleri olan Maastricht Kriterleri'ne uyumu zorunlu kılmaktadır. Yeni AB üyesi olan ve Euro'ya geçmeyi hedefleyen ülkelerin enflasyon, bütçe açığı, kamu borçları ve nominal kur istikrarı gibi alanlarda şart koşulan kriterleri yerine getirmesi, yakınsama sürecinin sağlıklı ve dengeli, Euro'ya geçişin ise sancısız olmasının bir koşuludur.

Kişi başına düşen gelirden hızlı artış yaşayan (hızlı yakınsayan) ülkelerde, hızlı üretkenlik artışlarının doğurduğu Balassa (1964)-Samuelson (1964) etkisi ve yüksek enflasyon sorunları, yeni AB üyesi ülkelerde Maastricht enflasyon kriterine¹⁹ uyumu zorlaştırabilmektedir. Kredilerde kaydedilen hızlı artışlar ve istihdam piyasalarında yurtdışına işçi göçü ve nitelikli işgücü eksikliği gibi yapısal sorunlar da ülkelerde enflasyonist baskılara katkı yapmaktadır. Ayrıca, hızlı üretkenlik artışları ve büyümenin yanında, hızlı dışa açılma ve yüksek miktarlardaki sermaye hareketlerinin getirdiği zorluklar nedeniyle de esnek kur uygulayıcı ülkelerde nominal kur istikrarını sağlamak sorun olabilmektedir. Diğer taraftan, ülkelerin karşılaştıkları yapısal ve siyasi sorunlar bütçe açıklarının kontrol altına alınmasını zorlaştırabilmekte, kamu borçlarını düşürmek zaman almaktadır.

Yeni AB üyesi ülkeler için reel yakınsama ve nominal yakınsama sürecinin hedefleri arasında yukarıda bahsedilen çelişkiler, ülkelerin ve AB'nin çözmesi gereken önemli bir sorun olarak ortaya çıkmıştır (Dobrinisky, 2006, s. 435)²⁰. Bu çerçevede ülkelerin seçtikleri döviz kuru rejimlerinin bu

¹⁹ Maastricht enflasyon kriteri, bir ülkenin son 12 aylık uyumlaştırılmış ortalama enflasyon oranının, Euro kullanan ülkeler arasında en düşük enflasyona sahip üç ülkenin ortalama enflasyonlarının 1.5 yüzde puan fazlasının üzerinde olmamasını gerektirmektedir.

²⁰ AB kurumları ile yakınsama sorunları arasındaki çelişkilerin detaylı çalışmaları için bkz. Lewis (2007), Dobrinisky (2006), Buitter (2005), Hein ve Truger (2005), Buitter ve Grafe (2004), Eichengreen (2004), Carre (1997).

sorunların ortaya çıkmasında ve onlarla mücadelede belirgin bir rol oynadığı düşünülmektedir.

3.2. Yakınsama, Balassa-Samuelson Etkisi ve Enflasyon

Görece yüksek enflasyon sorunu, hızlı yakınsamanın getirdiği en önemli sorunlardan biridir. İktisat yazınına “Balassa-Samuelson” teorisi olarak geçen teoriye göre (Balassa, 1964, Samuelson, 1964) gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin dış ticarete konu olmayan malları arasında, söz konusu ticarete konu olmayan sektörlerdeki verimlilik farklılıklarından kaynaklanan fiyat farklılıkları bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde düşük olan emek verimliliği daha düşük ücretler, ve akabinde düşük fiyatlar olarak kendisini göstermektedir. Bu da, dış ticarete konu olan sektörlerde fiyatların gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde aynı olduğu varsayımı altında, fiyatlar genel seviyesinin gelişmekte olan ülkelere göre daha düşük olmasını sağlamaktadır²¹. Zaman içerisinde dış ticaretin artması, ülkelere gelen doğrudan yabancı yatırımlarla yeni teknolojilere erişim vb. gibi sebeplerden dolayı gelişmekte olan ülkelere dış ticarete konu olan sektörlerde üretkenlik ve ücretlerde artışlar görülmektedir. Ancak, dış ticarete konu olan sektörlerdeki ücret artışlarının, dış ticarete konu olmayan sektörlerdeki üretkenlik artışından daha sınırlı olması ile dış ticarete konu olmayan sektörlerde daha yüksek fiyat artışları görülebilmektedir. Bu da akabinde görece daha yüksek enflasyon ve fiyatlar genel seviyesinde artışlara yol açmaktadır (Krugman ve Obstfeld, 2003, s. 419).

Yeni AB üyesi ülkelere dış ticarete konu olan sektörlerde kaydedilen hızlı üretkenlik artışlarının diğer gelişmiş Avrupa ülkelerinin önüne geçmesi, fiyatlar genel seviyesinin diğer gelişmiş ülkelere yakınsaması, dolayısıyla enflasyon oranlarının gelişmiş ülkelere göre daha yüksek gerçekleşmesine

²¹ Ülkeler arasındaki fiyat farklılıklarına ilişkin alternatif bir açıklama da “Bhagwati, Kravis, Lipsey teorisi”nden gelmektedir. Bu teoriye göre, fiyat seviyelerindeki farklılıklar üretkenlik değil, ülkelerdeki işgücü ya da sermaye bolluğu ya da kısıttan kaynaklanmaktadır. Gelişmiş ülkelere sermaye/emek oranının yüksek olması emeğin marjinal verimliliğinin, dolayısıyla ücretlerin daha yüksek olmasını sağlamakta, bu da emek-yoğun ticarete konu olmayan sektörlerde fiyatların daha yüksek olmasına yol açmaktadır. Ayrıca Bhagwati, Kravis ve Lipsey’in teorisi, ülkede kişi başına düşen reel gelirin artması ile ticarete konu olmayan sektörlerde fiyatların artacağını öngörmektedir (Krugman ve Obstfeld, 2003, s. 410-411).

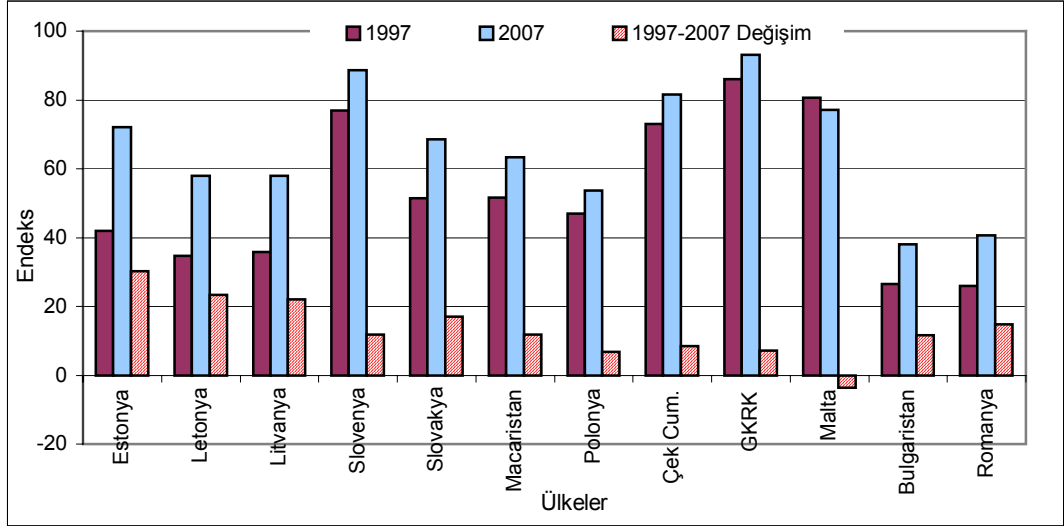
sebeptir²². Reel döviz kuru da bu süreçte değer kazanmaktadır²³. Söz konusu Balassa-Samuelson etkisi, başlangıçtaki gelir seviyesi daha düşük olan ülkelerin daha hızlı büyümeleri ve yakınsamaları sonucunda daha yüksek olabilmektedir.

Yeni AB üyesi ülkelerin tecrübeleri, bu ülkelerin özellikle 2000'li yılların başlarından itibaren hızlı bir büyüme performansı ile kişi başına düşen gelir bazında gelişmiş AB ülkelerine yaklaşarak bu ülkelere reel olarak yakınsadıklarını göstermektedir.

Aşağıdaki Grafik 3.1'de, yeni AB üyesi ülkelerin reel yakınsamanın genel kabul görmüş göstergelerinden olan satın alma paritesi bazında kişi başına düşen milli gelirleri, 1997'de ve 2007'deki seviyeleri ve bu yıllar arasındaki değişimleri ile birlikte gösterilmektedir. AB'nin 27 üyesinin ortalama geliri 100 iken, her ülkenin geliri 100 üzerinden endekslenmektedir. Endeksteeki artış gelir artışına, azalış işe gelir azalışına işaret etmekte, kişi başına düşen gelirdeki artış, ülkenin görece olarak zenginleştiğini, böylece gelişmiş Avrupa ülkelerine reel olarak yakınsadığını göstermektedir. 2004 yılında AB üyesi olan eski doğu bloğu ülkelerinin yanısıra, yine 2004'te üyeliğe geçen GKRK ve Malta ile birliğe 2007'de katılan Bulgaristan ve Romanya da grafikte yer almaktadır.

²² Yüksek enflasyon, özellikle geçiş ülkelerinde yalnızca reel yakınsamanın sorunu olarak nitelendirilemez. Komünist sistemden kapitalist sisteme geçen ülkelerde, fiyat kontrolleri oldukça yaygındır. Fiyatları devlet tarafından kontrol edilen fiyatların genel olarak denge değerlerinden düşük olması, zamanla fiyat ayarlamaları enflasyonda geçici yükselişlere yol açmaktadır (Dobrinisky, 2006, s.431). Benzer şekilde, petrol ve diğer arz yönlü şoklar da yüksek enflasyona sebep olabilmektedir.

²³ Yapılan ampirik çalışmalar, Balassa-Samuelson etkisinin derecesi hakkında farklı sonuçlar ortaya koymaktadır. Çalışmalarda yeni AB üyesi geçiş ekonomilerinde Balassa-Samuelson etkisinin enflasyon ve reel döviz kuru gibi değişkenler üzerindeki etkisinin 0.5 ve 4 yüzde puan arasında değiştiği ortaya çıkmaktadır. Mihaljek ve Klau (2003), Hırvatistan, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Slovakya ve Slovenya üzerine yaptıkları çalışmada, söz konusu ülkeler ile Euro Bölgesi ekonomileri arasındaki üretkenlik farklılıklarının yıllık enflasyon üzerinde 0.2 ile 2 yüzde puan arasında etkisi olduğunu bulmuşlardır. Bu konuda yapılan son çalışmalarda ise, Balassa-Samuelson etkisinin sanıldığı kadar etkili olmadığı, enflasyon artışı ve reel kur üzerindeki değerlendirilmenin ülkelerdeki üretim ve tüketim yapısındaki yapısal değişiklikler kaynaklı olduğunu ortaya koymaktadır. Egert ve Podpiera (2008, s.5), Çek Cumhuriyeti, Polonya, Macaristan ve Slovakya'da devam eden ekonomik kalkınma sürecinde üretimin daha kaliteli ve yüksek fiyatlı ürünlere doğru kayması ve bu ürünlerin TÜFE sepetlerinde yer bulması ile birlikte reel döviz kurlarının değer kazanmasına sebep olduğunu ifade etmektedirler.



Grafik 3.1. Ülkelerin 1997-2007 Döneminde, Satın Alma Gücü Bazında Kişi Başına Düşen Gelirlerindeki Değişim ve 2007 Seviyesi.

Kaynak: Eurostat.

(http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1996,45323734&_dad=portal&_schema=PORTAL&screen=welcomeref&open=/data/economy/na/nama/nama_aux&language=en&product=EU_DB_MAIN_TREE&root=EU_DB_MAIN_TREE&scrollto=651)

2004 yılında AB'ye katılan ülkeler arasında 1997 yılı itibariyle en düşük kişi başına düşen gelire sahip olan ülkeler, Baltık ülkeleri olan Estonya, Letonya ve Litvanya'dır; aynı zamanda bu ülkeler 2007 yılına kadar en yüksek gelir artışını kaydeden ülkelerdir. Başlangıçtaki gelir düzeyi en yüksek ülkelerden GKRK, Malta ve Slovenya ise bu süreçte en az yakınsamayı göstermişlerdir. Slovakya ise, emsalleri olan ve esnek kur sistemi uygulayan Polonya, Macaristan ve Çek Cumhuriyeti arasında en fazla reel yakınsama yaşayan ülke olmuştur. Diğer yandan Polonya, bu ülkeler arasında en az gelir artışı yaşayan ülkedir. AB'ye henüz 2007'de üye olan birliğin en yoksul ülkeleri olan Bulgaristan ve Romanya ise 2007 itibariyle, Baltık ülkelerinin henüz 1997'deki gelir düzeylerine çıkamamışlardır.

Yüksek reel yakınsamanın, bu dönemde ülkelerin fiyatlar genel seviyeleri üzerindeki etkilerini anlamak için ise Tablo 3.1 kullanılmaktadır. Tablo 3.1'de 1997'den itibaren, yeni AB üyesi ülkelerin fiyatlar genel seviyeleri ile AB-27 ortalaması karşılaştırılmaktadır.

TABLO 3.1. ÜLKELERİN FİYAT SEVİYELERİ İLE EURO BÖLGESİ FİYAT SEVİYESİNİN YILLAR İÇERİSİNDE KARŞILAŞTIRILMASI

<i>AB-27 = 100</i>	1997	2000	2003	2006	2007	1997-2007 değişim
Euro-15	105.7	104.9	105.2	104.9	104.7	-1
Romanya	34.7	42.5	43.4	57	64.7	30.0
Slovakya	41.6	44.4	50.7	58.3	63	21.4
Estonya	50.8	57.3	62	66.5	71.3	20.5
Macaristan	46.4	49.2	58.2	60	65.7	19.3
Çek Cumhuriyeti	44.4	48.1	54.5	61.5	62.6	18.2
Letonya	47.8	58.8	54.4	60.6	65	17.2
Litvanya	43.2	52.7	52.3	56.6	59.7	16.5
Bulgaristan	34	38.7	40.7	44.8	46	12.0
Polonya	51.8	57.9	54.4	62.1	63.4	11.6
Malta	68.7	73.3	72	73.4	73.2	4.5
Slovenya	72.4	72.9	76.2	75.3	76.9	4.5
Güney Kıbrıs R.K.	86.6	88.1	90.9	90.1	87.7	1.1

Kaynak: Eurostat

(http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1996,45323734&_dad=portal&_schema=PORTAL&screen=welcomeref&open=/data/economy/prc/prc_ppp&language=en&product=EU_DB_MAIN_TREE&root=EU_DB_MAIN_TREE&scrollto=992)

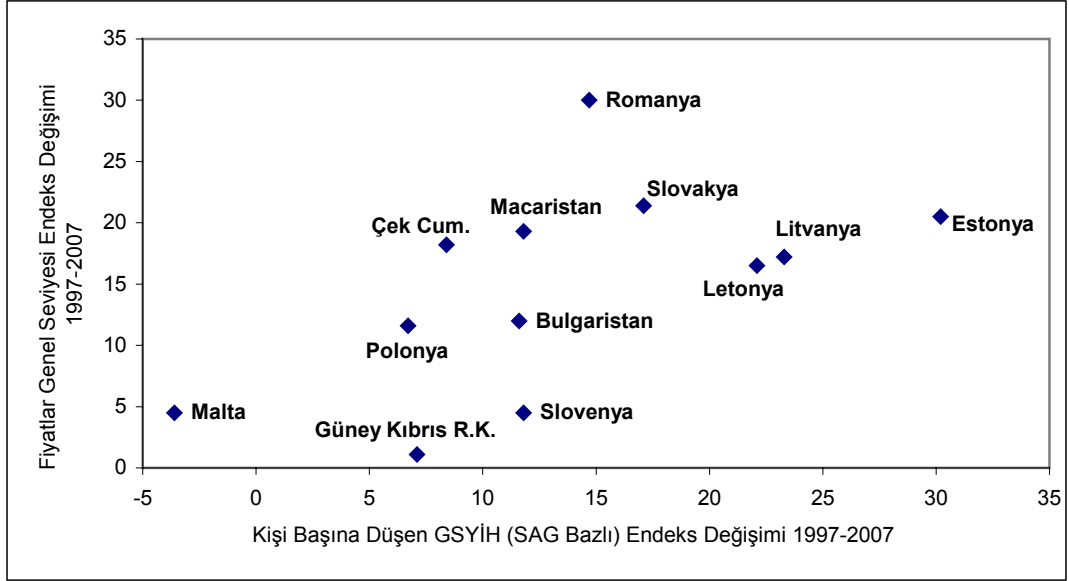
Eurostat, ülkelerin karşılaştırmalı fiyatlar genel seviyelerini, her ülkenin satın alma pariteleri ile nominal döviz kurlarının oranından yola çıkarak hesaplamaktadır. Buna başka bir ifadeyle, aynı mal sepetinin, nominal döviz kuru kullanılarak aynı para birimi cinsinden karşılaştırılması da denebilir (reel kur olarak da nitelendirilebilir). 100'ün altı, o ülkede fiyatlar genel seviyesinin 27 üyeli AB ortalamasına kıyasla daha düşük olduğu, bu rakamın artması ise zaman içerisinde o ülkede fiyatlar genel seviyesinin arttığı anlamına gelmektedir.

Tablo 3.1'e göre ülkelerin hepsinde fiyatlar genel seviyelerinde zaman içerisinde bir artış görülmekte, fiyat seviyelerinin gelişmiş AB ülkelerine yakınsadığı gözlemlenmektedir.

Fiyatlar genel seviyesi en az artan ülkeler, tıpkı reel yakınsama örneğinde olduğu gibi, başlangıçta en yüksek fiyat seviyelerine sahip Güney Kıbrıs Rum Kesimi, Slovenya ve Malta olmuştur. Diğer yandan, fiyatlar genel seviyesi başlangıçta görece düşük olan ülkelerin genel olarak Euro Bölgesi fiyatları seviyesine yakınsaması daha hızlı olmuştur. 1996 ile 2007 sonu arasında en hızlı artış Romanya'da olmuştur. Romanya hariç bakılacak olursa, Estonya ve Slovakya fiyatlar genel seviyesi artışında başı çekmektedir. Estonya ve Slovakya'nın, Litvanya ve Letonya ile birlikte 1997-

2007 döneminde en hızlı kişi başına düşen gelir artışı (reel yakınsama) gösteren ülkeler olduğu bu noktada hatırlanmalıdır.

Grafik 3.2’de ise, reel yakınsama hızları ve fiyatlar genel seviyeleri arasındaki ilişki gösterilmektedir. Bu ilişki tam olarak doğrusal olmasa da, reel yakınsama hızı daha yüksek ülkelerin fiyatlar genel seviyelerinin daha hızlı arttığı görülmektedir.

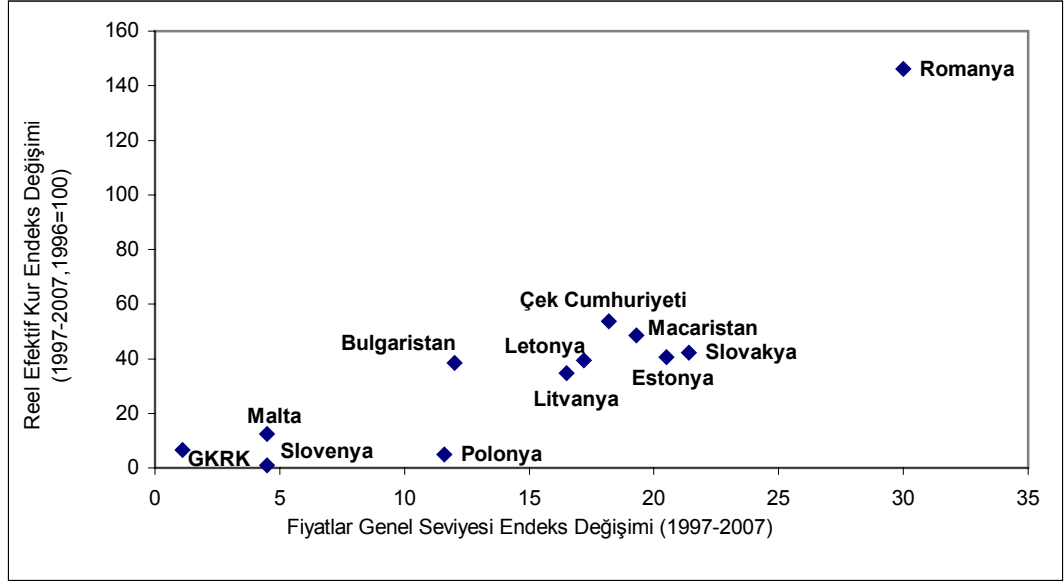


Grafik 3.2. Ülkelerin Reel Yakınsama Hızları ve Fiyatlar Genel Seviyelerindeki Değişim

Kaynak: Grafik 3.1 ve Tablo 3.1’deki Eurostat verileri kullanılmıştır.

Grafik 3.3’te ise ülkelerin 1997-2007 döneminde fiyatlar genel seviyelerindeki değişim reel efektif kurları ile ilişkilendirilerek gösterilmektedir.

Endeksin artışı, reel efektif kurun değerlendirilmesi anlamına gelmektedir. Fiyatlar genel seviyesi anılan dönemde en çok artış gösteren Romanya en yüksek reel efektif kur değerlendirilmesi ile karşılaşırken, fiyatlar genel seviyesi en az değişim gösteren ülkeler Güney Kıbrıs Rum Kesimi, Malta, Slovenya ve Polonya reel efektif kurlarında en az değişimi yaşamışlardır. On yıllık sürede, fiyatlar genel seviyeleri birbirlerine hemen hemen yakın oranda artan ülkeler Çek Cumhuriyeti, Polonya, Macaristan, Slovakya, Estonya ve Litvanya’nın reel kurlarındaki değerlendirilmesi de benzer oranda gerçekleşmiştir.



Grafik 3.3. Ülkelerin Fiyatlar Genel Seviyelerinde ve Reel Efektif Kurlarındaki Değişim

Kaynak: Reel kur endeksi için Eurostat.

(http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1996,45323734&_dad=portal&_schema=PORTAL&screen=welcomeref&open=/data/economy/ert/ert_eff/ert_eff_eur&language=en&product=EU_DB_MAIN_TREE&root=EU_DB_MAIN_TREE&scrollto=186)

3.2.1. Yakınsama, Enflasyon ve Döviz Kuru Rejimleri

Reel yakınsama ve fiyatlar genel seviyesi arasında yukarıda bahsi gösterilen ilişki, döviz kuru rejimi tercihlerinin bu süreçteki etkileri açısından önemli açılımlar getirmektedir. Fiyatlar genel seviyesinin diğer zengin ülkelere yaklaşması, ya görece yüksek enflasyon ya da nominal döviz kurunda değerlendirme kanalıyla olabilir. Bu çerçevede, yeni AB üyesi ülkelerin yakınsama sürecinde reel kurlarının değerlendirilmesi için, ya Euro Bölgesi ile kalıcı bir pozitif enflasyon farkına sahip olmaları ve/veya döviz kurlarının nominal olarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu ifadenin matematiksel ifadesi, Eurostat'ın kullandığı ve Tablo 3.1'de sunulan endeksten yola çıkılarak aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$I = \frac{P/P^*}{e} \quad (3.1)$$

$$\Delta I \approx \Delta P - \Delta P^* - \Delta e$$

(I: Fiyatlar genel seviyesi karşılaştırmalı endeks değeri, P: yurt içi fiyatlar, P*: yurt dışı fiyatlar, Δ : değişim, e: nominal döviz kuru)

Sabit döviz kuru rejimi uygulayan ülkelerde ($\Delta e=0$), fiyatlar genel seviyesinin Euro Bölgesi'ne yakınsaması (ya da bir başka deyişle reel kurdaki değerlenme) yalnızca fiyatlar kanalıyla olabilmektedir. Bu da, bu ülkelerde enflasyonun diğer ülkelere kıyasla daha yüksek gerçekleşmesi olasılığını doğurmaktadır. Diğer yandan, enflasyon hedeflemesi uygulayan bir ülkede ise, hedefin başarıyla tutturulduğu varsayıldığında (enflasyon hedefinin Euro Bölgesi enflasyon hedefine çok yakın ya da eşit seçildiği ve hedefin tutturulduğu koşuluyla $\Delta P = \Delta P^*$), yakınsama nominal döviz kuru kanalı ile olmaktadır.

Bu dinamik çerçevesinde, Euro'ya geçiş sürecinde Maastricht kriterleri ülkelerin önünde bir zorluk olarak ortaya çıkmaktadır. Maastricht kriterleri gereğince uygulanan fiyat ve döviz kuru istikrarı kriterleri temelde birbirleriyle çelişkili gözükmemektedir. Zira, ülkeler yakınsama sürecinde sürekli artan fiyatlar genel seviyeleri ile karşı karşıyayken, aynı zamanda da fiyat istikrarı kriterini sağlamaya çalışmakta, bir yandan da nominal olarak değerlenme baskısı altında olan kurlarını istikrarlı bir şekilde tutmak zorunda kalmaktadır²⁴.

Bu noktada uygulanan döviz kuru rejimi, önemli farklar yaratabilmektedir. Kurlarını sabitleyen ülkeler (Estonya, Litvanya ve Letonya gibi) döviz kurundaki değerlenmenin önüne geçerek kur istikrarını otomatikman sağlarken, bağımsız para politikasının sabit kurlar dolayısıyla kaybı ile enflasyonu piyasa şartlarına bırakmak zorunda kalmaktadır. Diğer tarafta esnek kur uygulayıcıları, enflasyonu enflasyon hedeflemesi gibi bir sistemle daha etkin olarak kontrol edebilme avantajına sahipken, nominal kurların belirlenmesini piyasaya bırakmaktadır.

Maastrich kriterlerinin döviz kuru istikrarını kapsayan ERM II sürecine dahil olunduktan sonra ise kurlardaki hareket +/- % 15 bandı içerisinde tutulmak zorundadır. Bu noktada, toplamda % 30'luk bir hareket bandının nominal kurun istikrarı ve merkez bankasının enflasyona yönelik para

²⁴ Maastricht kriterlerinin bu çelişmesine yönelik olarak alternatif öneriler sunulmuştur. Bu öneriler içerisinde enflasyonun yalnızca ticarete konu olan mallar üzerinden değerlendirilmesi, enflasyon kriteri referans ülkelerin ECB'nin hedefi olan % 2'nin hemen altına yakın olanlar şeklinde değiştirilmesi ya da enflasyon kriterinin kaldırılması sayılabilir (Lewis, 2007, s. 8).

politikası uygulamaları için yeterli genişlikte olduğu savı ve ERM II merkezi parite değerinin revalüe edilebileceği gerçeğinden hareketle, esnek kur uygulayan ülkelerin sabit kur uygulayıcılarına göre, en azından ERM II sistemi dahilinde bir avantajı olabileceği söylenebilir²⁵.

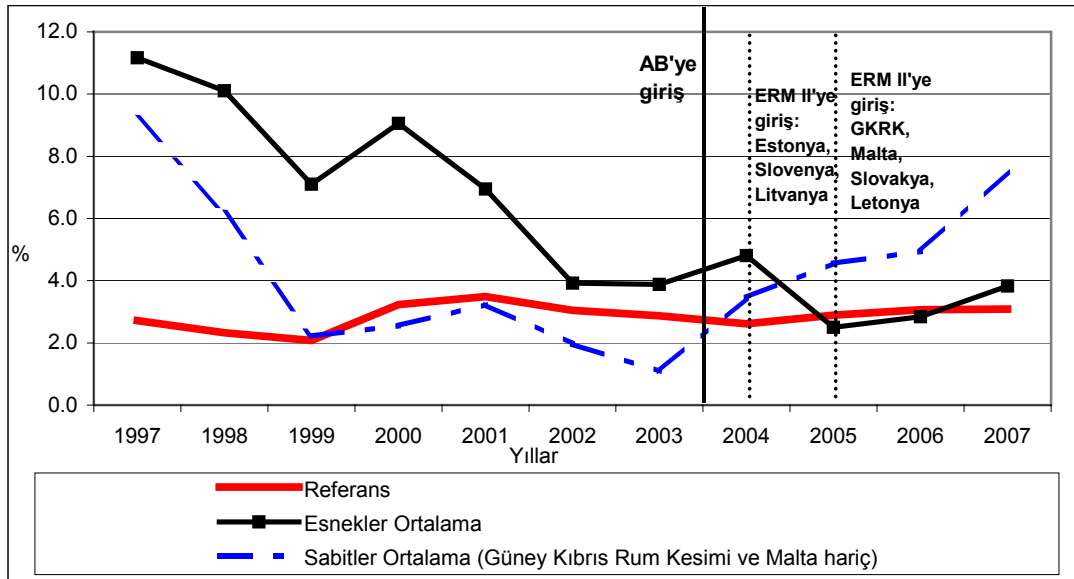
Lewis (2007), döviz kuru rejimi seçiminin bir ülkenin hem enflasyon hem de döviz kuru istikrarı kriterlerini aynı anda sağlayabilmesindeki etkisini incelediği çalışmasında, Doğu Avrupa ülkelerinin fiyat seviyelerinin Euro Bölgesi ortalamasının % 80'ine veya % 100'üne yakınsamasının 25 veya 50 yıl içerisinde olacağı senaryolarını, sabit kur uygulayan ülkeler ile enflasyon hedeflemesi ile birlikte +/- % 15 kur bandı uygulayan ülkeler açısından bir simulasyon çalışması ile incelemiştir. Sabit kur uygulayıcılarının her senaryo altında en az 15 yıl enflasyon kriterinin üzerinde bir enflasyona sahip olacağı sonucuna varan Lewis, Slovakya gibi bir yol izleyen bir ülkenin ise, % 2'lik enflasyon hedefinin tutturulduğu varsayımı ile birlikte ERM II içerisinde kaldığı iki yıl içerisinde en fazla % 10'luk bir nominal kur değerlenmesi yaşayacağını öngörmüştür. Bu sonuç, +/- % 15'lik bandın kur istikrarı ve enflasyon hedeflemesi için yeterince geniş olduğu savını güçlendirmektedir. Dobrinsky (2006), yeni AB üyesi 10 ülke (Malta ve Güney Kıbrıs Rum Kesimi hariç) üzerine yaptığı bir simulasyon çalışmasında ise, ülkelerin yakınsama sürecinde diğer 15 gelişmiş AB ülkesinin enflasyonlarına ek olarak ne kadar fazla enflasyon oranına sahip olacağını tahmin etmeye çalışmıştır. Dobrinsky de, sabit kur uygulayan ülkelerin esnek kur uygulayıcılarına oranla daha yüksek bir yıllık enflasyona sahip olacağı sonucuna ulaşmıştır. Örneğin, hızlı ve beş yıl süren bir yakınsama sürecinde esnek kur uygulayıcıları Slovakya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya yıllık olarak sırasıyla % 1.9, % 1.6, % 1.9 ve % 1.7 oranında fazladan enflasyona sahip olurken, sabit kur uygulayıcıları Estonya, Letonya ve Litvanya ise sırasıyla % 2.2, % 2.1 ve % 2.2 oranında bir enflasyon farkına sahip olmaktadır. Čihák ve Holub (2005, s.80) ise, yine bu ülkeler üzerine yaptıkları ampirik çalışmalarında, fiyatlar genel seviyeleri ile GSYİH artışı arasında kuvvetli bir ilişki olduğunu, bu ülkelerde reel yakınsama ile birlikte reel kurların yılda ortalama % 3 oranında

²⁵ Örneğin Slovakya, nominal kurundaki değerlenme baskıları sonucunda ERM II sistemi içerisinde uyguladığı merkezi pariteyi, AB'den aldığı onayla Mart 2007'de % 8.5, 2008'de ise % 15 oranında revalüe edebilmiş ve 2009 başında Euro'ya geçmeye hak kazanmıştır.

değerlendiğini bulmuşlardır. Yazarlar, söz konusu değerlenmenin ERM II mekanizması içerisinde esnek kur uygulamalarında, enflasyon hedefinin Maastricht kriterine göre belirlendiği koşulda yönetilebilir olduğunu, ancak katı sabit kur uygulamalarında enflasyonun potansiyel olarak Maastricht kriterinin üzerine çıkma ihtimali bulunduğu sonucuna varmışlardır. Söz konusu teorik giriş ve ampirik örneklerin ışığında, ülke tecrübeleri aşağıda incelenmektedir.

3.2.2. Ülke Tecrübeleri

Ülkelerin gösterdikleri enflasyon performansları incelendiğinde, özellikle 2003 yılından sonra, yukarıda bahsedilen çalışmalarda ulaşılan sonuçlara yakın gelişmeler olduğu görülmektedir. Grafik 3.4'te, 1997 yılından itibaren yeni AB üyesi ülkelerin ortalama uyumlaştırılmış enflasyon performansları ile, Maastricht kriterine konu olan referans enflasyon değeri²⁶ gösterilmektedir.



Grafik 3.4. Yıllar İtibariyle Ortalama Uyumlaştırılmış Enflasyon Oranı

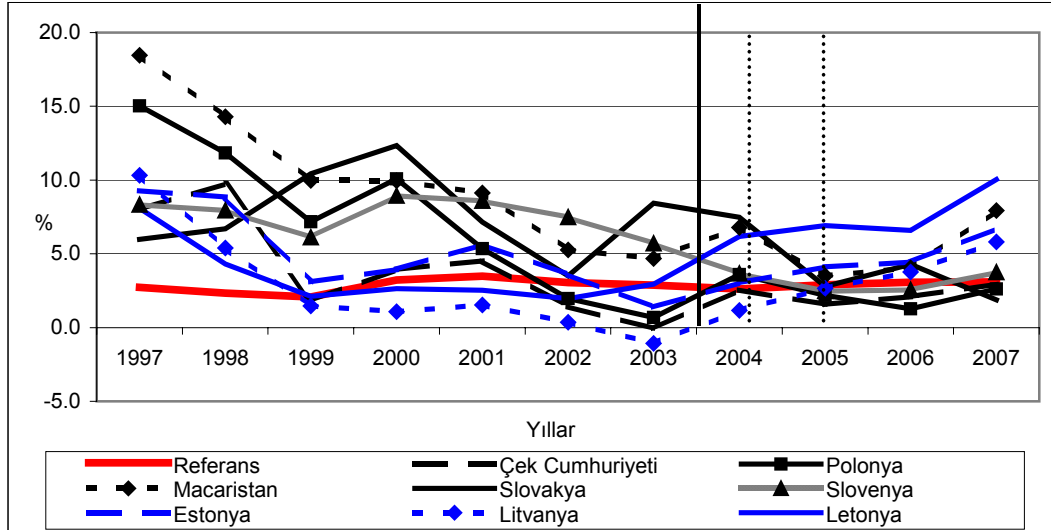
Kaynak: Eurostat.

(http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1996,45323734&_dad=portal&_schema=PORTAL&screen=welcomeref&open=/data/economy/prc/prc_hicp&language=en&product=EU_DB_MAIN_TREE&root=EU_DB_MAIN_TREE&scrollto=186)

²⁶ Referans değeri, en düşük enflasyon oranına sahip 3 AB üyesi ülkenin ortalamasına 1.5 yüzde puan eklenerek hesaplanmıştır. AB'ye 2007 yılında üye olan, yakınsama sürecinde diğer ülkelerin gerisinde olan Bulgaristan ve Romanya grafiğe dahil edilmemiştir.

Grafikte, 1990'lı yılların sonlarına doğru sabit kur uygulayan ülkelerin enflasyon oranlarının esnek kur uygulayıcılara göre daha hızlı düştüğü, ancak zaman içerisinde ülkelerin enflasyon oranlarının birbirine yaklaştığı, hatta 2004 yılından sonra sabit kur uygulayıcısı ülkelerde ortalama enflasyonun esnek kur uygulayıcıları geçtiği görülmektedir. Para birimlerinin Euro'ya sabitlenmesi ile birlikte, sabit kur uygulayıcılarının enflasyon oranlarının 1999'da Maastricht kriteri referans enflasyon değerini yakaladığı görülmektedir. Esnek kur uygulayıcıları ise bunu ancak 2003 yılının sonunda başarabilmişlerdir. Burada sabit kurların getirdiği istikrar, sıkı parasal disiplin ve kredibilite ile birlikte, ülkelerin 1990'larda yaşadıkları yüksek enflasyon sorununu çözmekte esnek kur rejimlerinden daha etkili olduğu çıkarımı yapılabilir. Buna karşılık, 2003 yılının sonundan itibaren sabit kur uygulayıcıları ülkelerde enflasyon oranlarındaki yükseliş dikkat çekmektedir. Bu ülkelerde enflasyon, 2005 yılından itibaren Maastricht referans değerinin ve esnek kur uygulayıcı ülkelerin enflasyon ortalamasının üzerine çıkmıştır.

Grafik 3.5'te ise, enflasyon performansları ülkeler itibariyle gösterilmektedir.

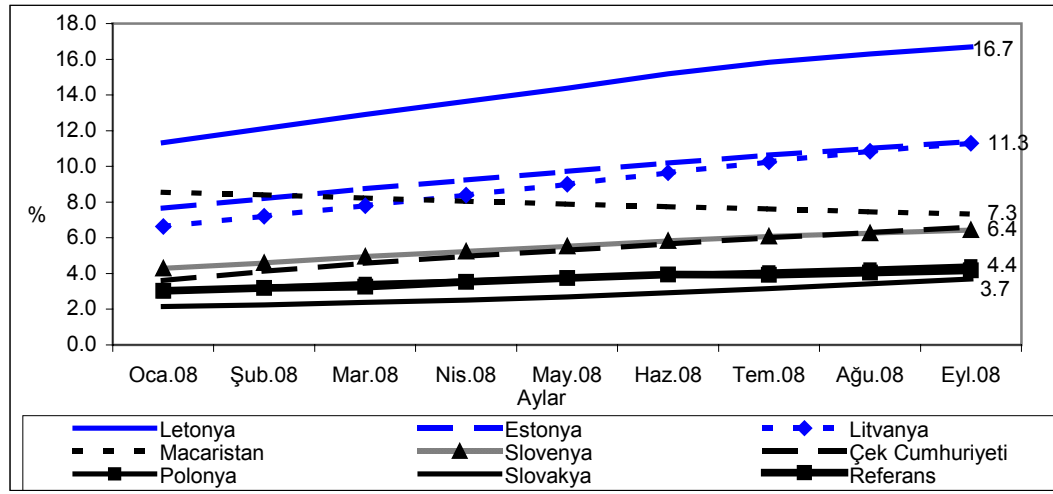


Grafik 3.5. Ülkelerin Yıllar İtibariyle Ortalama Uyumlaştırılmış Enflasyon Oranları

Kaynak: Eurostat. Grafik 3.4'teki veriler kullanılmıştır.

ERM II'ye ilk giren ülkeler olup katı sabit kur sistemleri uygulayan Baltık ülkelerinin (Estonya, Litvanya ve Letonya) 2003'ten sonra hızlanmaya

başlayan enflasyonları, Euro'ya geçişte ülkelerin önündeki en önemli engel olarak karşımıza çıkmaktadır. Örneğin, Mayıs 2006'da Avrupa Komisyonu, yüksek enflasyon sorunu nedeniyle Litvanya'nın Euro'ya geçiş başvurusunu reddetmiştir. Esnek kur uygulayıcıları arasında ise yalnızca Macaristan'ın Maastricht enflasyon kriterinin üzerinde bir enflasyon oranına sahip olduğu görülmektedir. Halen ERM II içerisinde olup, merkezi parite etrafında +/- % 15 kur bandı uygulayan Slovakya ise gerekli kriterleri sağlayarak 2009 yılı başında Euro'ya geçmeye hak kazanmıştır.



Grafik 3.6. Ülkelerin 2008 Yılı 12 Aylık Ortalama Uyumlaştırılmış Yıllık Enflasyon Oranları

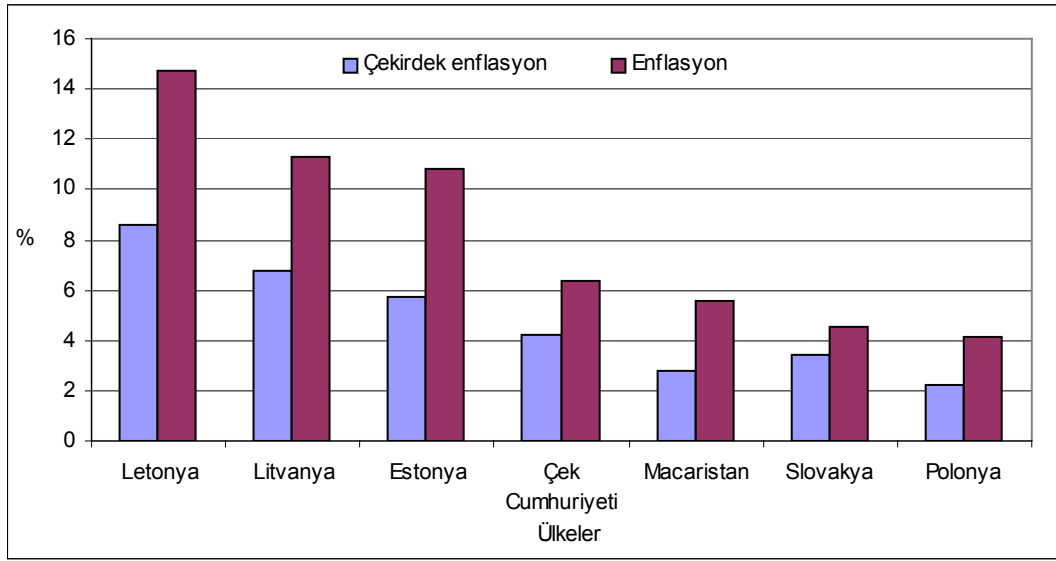
Kaynak: Eurostat.

(http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1996,45323734&_dad=portal&_schema=PORTAL&screen=welcomeref&open=/data/economy/prc/prc_hicp&language=en&product=EU_DB_MAIN_TREE&root=EU_DB_MAIN_TREE&scrollto=186)

Grafik 3.6'da görüldüğü gibi 2008 yılı içerisinde de, dünya ile paralel olarak bütün Doğu Avrupa ülkelerinin enflasyon oranlarının yükselmeye devam ettiği görülmektedir. Ancak, Baltık ülkelerinin enflasyon oranları, Eylül ayı itibariyle 12 aylık ortalama bazda çift haneli rakamlarla diğer ülkelerin oldukça üzerindedir. Esnek kur uygulayıcıları arasında Macaristan % 7.3 ile Letonya, Estonya ve Litvanya'yı takip etmektedir. Eylül ayı itibariyle % 4.2 seviyesinde olan Maastricht enflasyon kriterinin altında olan tek ülke ise Slovakya'dır. Polonya ise % 4.4 ile kriterin hemen üzerinde yer almaktadır.

Ülkelerin son yıllarda yaşadıkları bu enflasyon problemine katkı yapan unsurlardan bir tanesi kuşkusuz, 2003'ten bu yana artmakta olan ve

2008 yılında artışı iyice hızlanan uluslararası petrol ve emtia fiyatlarındaki yükseliştir. Diğer yandan, AB kriterlerine uyum sürecinde, alkol, tütün ve petrol ürünleri gibi ürünlerden alınan vergileri AB seviyelerine yükseltmek için yapılan vergi artışları da ülkelerde enflasyon üzerinde tek seferlik de olsa artışlara sebep olmuştur (bkz. Avrupa Komisyonu, 2008a). Ancak, enflasyonun alt kalemlerinden gıda, enerji, alkol ve tütün hariç tutularak hesaplanan çekirdek enflasyon verilerine bakıldığında, ülkelerin çekirdek enflasyonlarında da önemli artışlar kaydedilmekte olduğu görülmektedir.



Grafik 3.7. Eylül 2008 İtibariyle Ülkelerde Çekirdek (Enerji, Gıda, Alkol ve Tütün Hariç) Enflasyon (yıllık % değişim)

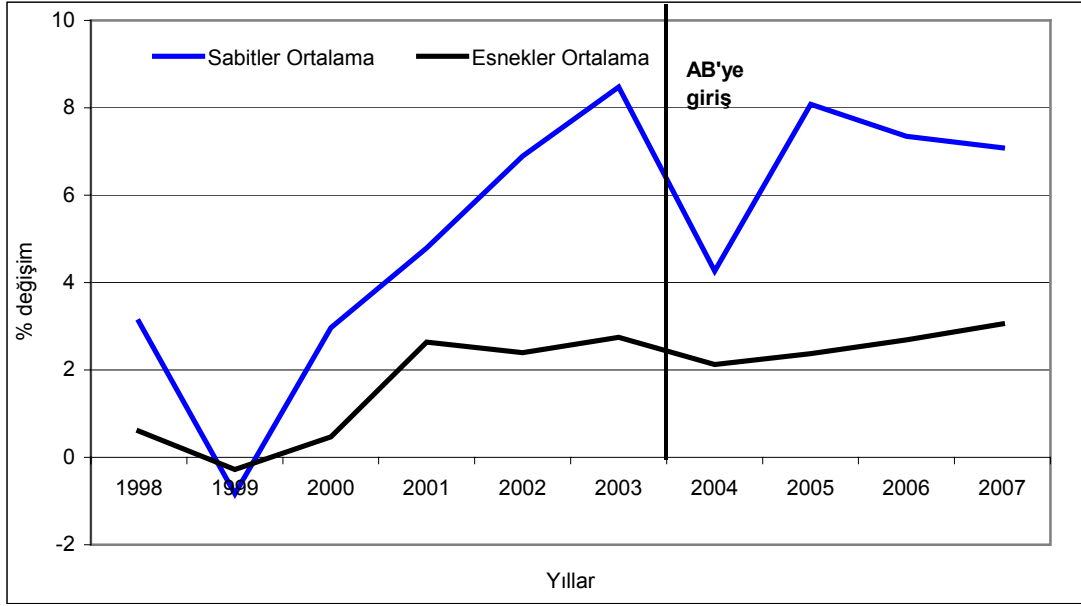
Kaynak: Eurostat.

(http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1996,45323734&_dad=portal&_schema=PORTAL&screen=welcomeref&open=/data/economy/prc/prc_hicp&language=en&product=EU_DB_MAIN_TREE&root=EU_DB_MAIN_TREE&scrollto=186)

Grafik 3.7’de, özellikle yine Baltık ülkelerinde, 2008 yılı Eylül ayı itibariyle çekirdek enflasyondaki yıllık artışların diğer ülkelere kıyasla oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Bu da, Baltık ülkelerinin enflasyon oranlarındaki yükselişin, enerji veya gıda fiyatları kökenli değil, büyük oranda ülkelerin son yıllarda yaşadıkları hızlı büyüme ve ekonomilerdeki ısınma sürecinden kaynaklandığını akla getirmektedir.

Sabit kur uygulayıcısı Baltık ülkelerinin yakınsama hızı, 2000’lerin başından itibaren diğer ülkelere kıyasla daha hızlı olmuştur. Grafik 3.8’de

ülkelerin 1998 yılından itibaren satın alma gücü paritesi bazlı kişi başına düşen GSYİH artış (yakınsama) hızları gösterilmektedir.



Grafik 3.8. Ülkelerin Yıllar İtibariyle SAG Bazlı Kişi Başına Düşen GSYİH artış hızları (yıllık % değişim)

Kaynak: Grafik 3.1'deki veriler kullanılarak hesaplanmıştır.

Grafik 3.8'de 2004 yılından sonra söz konusu gelir artışlarında yeniden bir hızlanma da görülmektedir²⁷. Örneğin, Litvanya 1997-2003 döneminde, AB-27 ortalamasına kıyasla 5.9 puanlık bir gelir artışı yaşarken, 2003-2007 döneminde ise bu artış 11.2 puan olmuştur. 2003'ten sonra reel yakınsama hızı artan bir diğer ülke de esnek kur uygulayıcısı Slovakya'dır. Slovakya'nın 1997-2003 döneminde, satın alma gücü bazlı kişi başına düşen GSYİH endeksi yalnızca 2.8 puan artarken, bu artış 2003-2007 döneminde 12.9'a yükselmiştir. Çek Cumhuriyeti, Polonya ve Macaristan gibi ülkelerin yakınsama süreçleri ise nispeten daha yavaş ama daha dengeli seyretmektedir.

Baltık ülkelerinde kaydedilmekte olan bu hızlı büyüme sürecinin enflasyonist sonuçlar doğurduğu söylenebilir. Bunun birçok sebebi vardır. Ülkelerde görülen hızlı üretkenlik artışları ve bu artışlardan da hızlı olan ücret artışları, iç talebin aşırı derecede genişlemesine ve ekonomilerin aşırı

²⁷ Baltık ülkeleri, hızlı yakınsama gösterebilirler de, Romanya ve Bulgaristan hariç diğer ülkelere kıyasla halen daha yoksul durumdadırlar (bkz. Grafik 3.1). Bu da, hızlı yakınsamanın bu ülkelerde bir süre daha devam edeceğini göstermektedir.

ısınınmasına sebep olmaktadır. Örneğin Litvanya’da 2000-2006 döneminde dış ticarete konu olan sektörlerde üretkenlik artışı % 57.6 iken, bu artış ticarete konu olmayan sektörlerde % 26.4 olmuştur. Litvanya’nın ticari partnerlerinde ise bu dönemde üretkenlik artışları sırasıyla % 20.7 ve % 9.7’dir. Ticari partnerlerle olan bu üretkenlik farkları, reel kurun değerlenmesine sebep olmaktadır (IMF, 2008, s.5). Baltık ülkelerinin istihdam piyasalarındaki sıkışıklık ve nitelikli işgücü eksikliğinin (Stanová, 2007, s.12) etkisi de yüksek ücret artışlarına katkı yapmaktadır. Özellikle AB üyeliği sonrasında, bu ülkelerden AB ülkelerine göç önemli bir olgu haline gelmiştir. Örneğin Letonya’da resmi tahminler, 2004 yılından 2006 yılına kadar 50,000 kişinin AB ülkelerine (çoğunlukla İngiltere ve İrlanda’ya) göç ettiğine işaret ederken, resmi olmayan rakamlar bu sayının 100,000 kişiden fazla olabileceğini tahmin etmektedir (IMF, 2006, s.30).

TABLO 3.2. ÜLKELERİN İŞGÜCÜ VERİMLİLİĞİ VE BİRİM İŞGÜCÜ MALİYETİ ARTIŞLARI

Yıllık % değişim	2004		2005		2006		2007		2008***	
	<i>İV*</i>	<i>BİM**</i>	<i>İV</i>	<i>BİM</i>	<i>İV</i>	<i>BİM</i>	<i>İV</i>	<i>BİM</i>	<i>İV</i>	<i>BİM</i>
Estonya	8.2	2.8	8.3	2.6	5.3	8.3	6.6	18.6	3.7	9.5
Letonya	7.5	6.4	8.7	15.2	7.2	15.3	6.6	24.9	4.3	16.1
Litvanya	7.3	3.3	5.3	5.9	5.9	8.8	6.7	7.0	6.0	8.4
Slovakya	5.5	2.8	5.1	4.3	6.1	1.7	8.1	0.2	5.5	2.8
Macaristan	5.4	5.5	3.7	3.2	2.9	5.3	1.5	6.8	3.1	3.7
Polonya	4.0	-2.1	1.3	0.3	2.9	-1.0	1.9	6.1	2.6	5.2
Çek Cum.	4.3	1.3	5.2	-0.5	4.5	1.5	4.6	2.3	3.5	3.5

Kaynak: Avrupa Komisyonu (2008a).

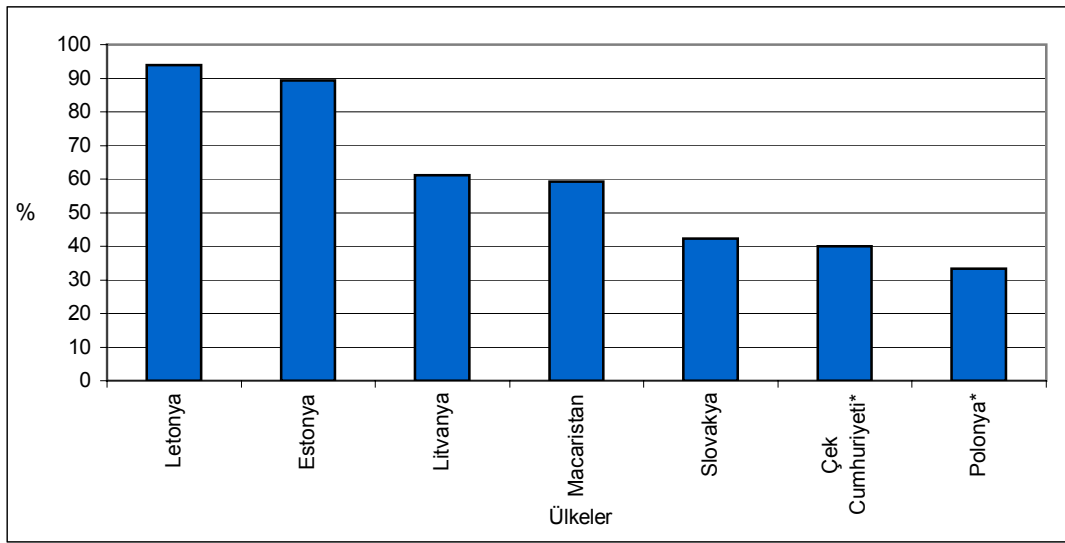
*: İşgücü Verimliliği

** : Birim İşgücü Maliyeti

***: Tahmin

Tablo 3.2’de ülkelerin işgücü verimliliği ve işgücü maliyetlerindeki artış gösterilmektedir. Birliğe 2004’te katılan ülkeler arasında enflasyon oranı en yüksek ülke olan Letonya’da, 2007 yılında işgücü verimliliği % 6.6 artarken, birim işgücü maliyeti nominal bazda % 24.9 gibi oldukça hızlı bir artış göstermiştir. Letonya’yı takip eden Estonya’da da işgücü verimliliği yine % 6.6 artmış, işgücü maliyetleri ise % 18.8 yükselmiştir. Verimlilik ve ücretler arasında önemli farklar bulunan diğer bir ülke de, esnek kur uygulayıcıları arasında en yüksek enflasyona sahip Macaristan’dır.

Bu noktada sabit kur sistemleri ekonomilerin aşırı ısınmalarında nasıl bir rol oynamaktadır? En başta, kurların esneklikten yoksun olması, bu hızlı yakınsama sürecinin, bölüm 3.2.1’de tartışıldığı gibi (s. 45) fiyatlar üzerinden olmasına sebep olmakta, nominal kurların değerlendirilerek fiyat artışı baskılarını hafifletmesini engellemektedir. Ayrıca, para politikasının faizler üzerindeki etkisizliği, kredi arzının para politikaları ile yönlendirilebilmesini engellemekte, sabit kurların getirdiği istikrar, yurtdışında döviz kredilerinde önemli bir artışa sebep olmaktadır. Bu da iç talepte aşırı ısınma ve özellikle emlak piyasalarında şişkinliğe sebep olmuştur (Stanová, 2007, s.12).



Grafik 3.9. Özel Sektöre Açılan Kredilerin GSYİH'ye Oranı, 2007 İtibariyle

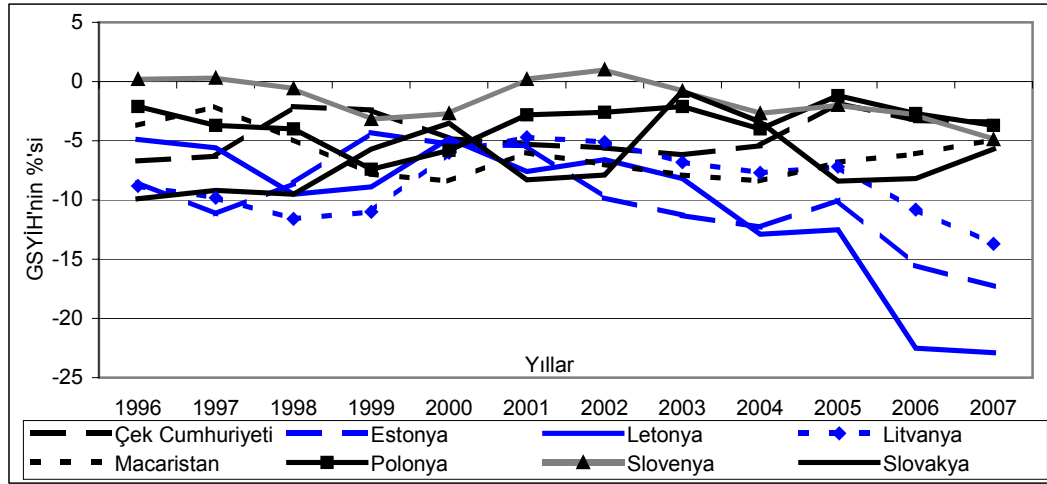
* 2006 değeridir.

Kaynak: EBRD. <http://www.ebrd.com/country/sector/econo/stats/sci.xls>.

Özel sektöre açılan döviz kredilerinin toplam krediler içerisindeki payı, 2007 itibariyle Estonya, Letonya ve Litvanya’da sırasıyla % 78.1, % 70.9 ve % 52.8 iken, bu oran Çek Cumhuriyeti’nde % 49.9, Macaristan’da % 49.6, Polonya’da % 27, Slovakya’da ise % 27.1’ye ulaşmıştır (IMF, 2007a, s. 6). İpotek kredilerinin GSYİH’ye oranları ise 2007 itibariyle Estonya’da % 37.7, Letonya’da % 33.7, Litvanya’da % 17.2 seviyesindeyken, bu oran Slovakya’da % 4.5, Polonya’da % 9.9, Çek Cumhuriyeti’nde % 12.5, Macaristan’da ise % 16.4 seviyesindedir (EBRD).

Diğer yandan, hızlı yakınsamanın yaşandığı, uluslararası enerji ve emtia fiyatlarının arttığı bir ortamda, sabit kur uygulayıcısı ülkelerde nominal

kurların değ erlenememesi, bu fiyat artışlarının enflasyon üzerindeki yük ün hafiflemesine yardımcı olmasını engellemektedir. Yine bağımsız para politikasının eksikliği, söz konusu enflasyonist baskılar karş ısında parasal sıkılaşmanın ve toplam talebin yönetilebilmesinin önünü kapatmaktadır. Bu ülkelerde, talepteki artışlara bağılı olarak ithalat talebinde hızlı artışlar ve özellikle 2005 yılından sonra oldukça yüksek düzeylerde cari işlemler açıkları da görülmüştür.



Grafik 3.10. Ülkelerin Yıllar İtibariyle Cari İşlemler Dengesi/GSYİH Oranları

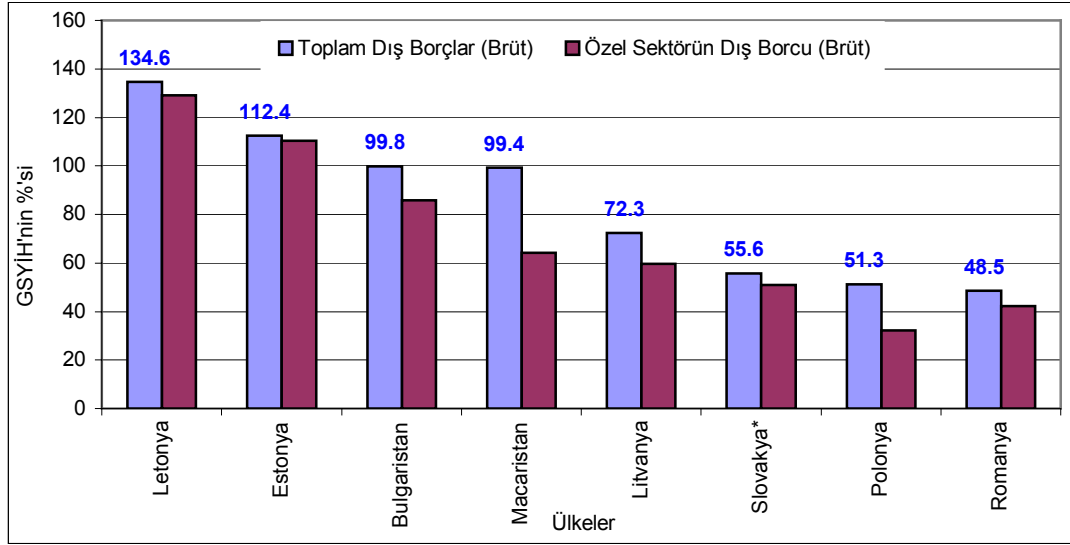
Kaynak: Eurostat.

(http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1996,45323734&_dad=portal&_schema=PORTAL&screen=welcomeref&open=/tb/t_economy/t_bop/t_bop_its&language=en&product=EU_TB_MAIN_TREE&root=EU_TB_MAIN_TREE&scrollto=1074)

Yüksek cari açığa sahip ülkelerde bu açıkların finansmanı dış borçlanma ile sağlanmaktadır. Bu borçlanmada büyük ölçüde bankacılık kesimi aracı olmakta, sabit kur uygulayan ülkelerde kur istikrarı, özel sektörün bankalar aracılığıyla uluslararası piyasalardan yüksek miktarlarda borçlanabilmesini teşvik etmektedir. Eski doğu bloğu ülkelerinde yabancı bankaların 1990'ların sonundan itibaren bankacılık sektöründe artan payları, bankaların yurtdışından kredi bulma konusunda sıkıntı çekmemelerine yardım etmektedir. Örneğin, Estonya'da yabancı bankaların bankacılık kesiminin toplam varlıklarındaki payı % 99'a, Litvanya'da % 92'ye ulaşmıştır²⁸ (EBRD). Sonuç olarak bu ülkelerde dış borç miktarları GSYİH'nin % 100'üne ulaşan ve hatta bunu geçen oranlara ulaşmıştır. Esnek kur uygulayan

²⁸ Bu oran 2006 itibariyle Slovakya'da % 97, Çek Cumhuriyeti'nde % 85, Polonya'da % 74.3, Macaristan'da % 83 seviyesindedir.

ülkelerde ise Macaristan yüksek dış borç oranı ile esnek kur uygulayıcıları arasında istisnai bir konumda bulunmaktadır.



Grafik 3.11. Ülkelerin 2007 İtibariyle Toplam ve Özel Sektör Dış Borç/GSYİH Oranları

* 2006 değerleridir.

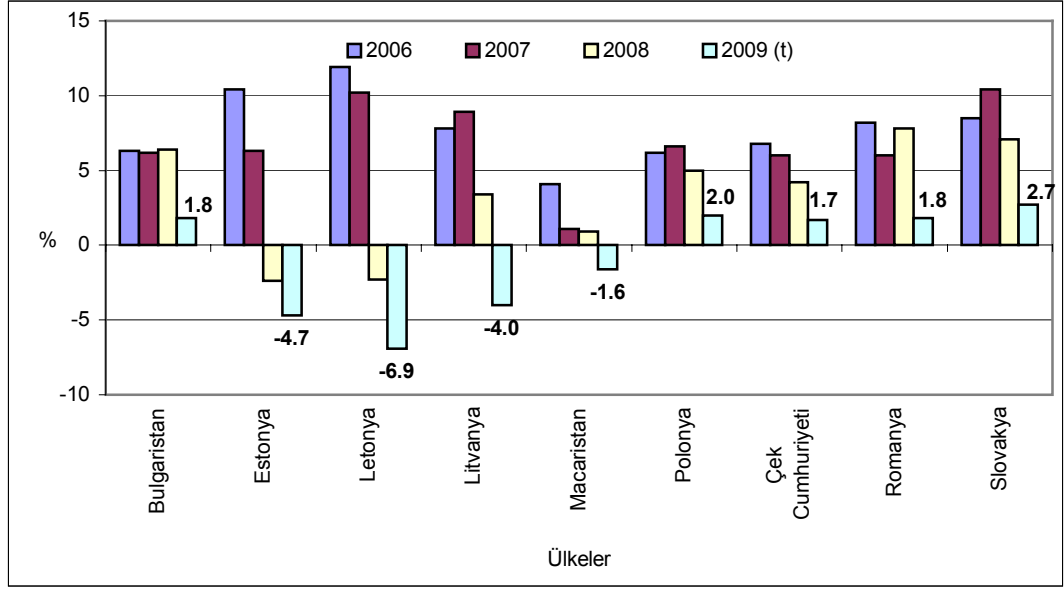
Kaynak: Merkez Bankaları ve IMF Article IV ve Statistical Appendix Raporları.

Macaristan'ın bir türlü kontrol altına alınamayan bütçe açıkları (bkz. sayfa 27) ve artan borçları ile birlikte makroekonomik yapısındaki dengesizlikler, 2007 yılından bu yana yaşanan ve 2008 yılının Eylül ayının sonundan itibaren derinleşen uluslararası finansal krizde ülke ekonomisini oldukça tehdit eder boyutlara ulaşmıştır. Kamu sektörünün artan dış borçları, uluslararası yatırımcıların gelişmekte olan piyasalarla birlikte Macaristan'dan da çıkması sonucunda değer kaybeden para birimi forint nedeniyle sürdürülemez boyutlara gelmiştir. 2008 yılının ikinci çeyreği itibariyle GSYİH'nin % 100'üne yaklaşan dış borçlar, tahvil getirilerinde hızlı yükseliş, hisse senedi endekslerinde sert düşüş ve döviz kurunda da değer kaybı ile birlikte Macaristan, IMF, Dünya Bankası ve AB'den toplam 25.1 milyar dolarlık yardım almak zorunda kalmıştır. Bu noktada, Macaristan'ın uyguladığı esnek kur sistemi, dış borçların yüksek olduğu ekonomide bir dezavantaj olarak ortaya çıkmıştır. Hatta, Macaristan Merkez Bankası'nın 300 bp'lik faiz arttırımı bile piyasalara güven vererek sermaye kaçışını engellemeye yetmemiştir. Bu noktada sabit kur uygulamalarının Euro yolunda ülkelere sağladığı dezavantajlardan bahsederken kur rejimi ve para politikasının tek başına ekonomide istikrarı sağlamaya yetmeyebileceği

hususunu belirtmekte fayda vardır. Alternatif döviz kur rejimlerinin avantajları ve dezavantajları tartışılırken, makroekonomik disiplin, gerekli yapısal reformların gerçekleştirilebilmesi, siyasi istikrar gibi kriterlerin de sağlanabildiğinden emin olmak gerekmektedir. Macaristan bunun güzel bir örneğidir.

Baltık ülkelerinin maruz kaldığı makroekonomik dengesizlikler, ekonomiler üzerindeki olumsuz etkilerinin sinyallerini 2006 yılından itibaren vermeye başlamıştır. 2007 yılında ABD finans piyasalarında başlayan sorunların küresel ölçekte bir finansal krize dönüşüp, petrol fiyatlarının da hızla artmaya devam etmesi, tüm dünya ve Avrupa ile birlikte Baltık ülkelerinde de, daha şiddetli olmak kaydıyla, ekonomik yavaşlama sorunlarını gündeme getirmiştir.

Finansal piyasalardaki dalgalanmalar sonucu kredi arzındaki düşüş ve konut piyasalarının soğumaya başlaması, yatırımlardaki düşüş ve yükselen enflasyonun olumsuz etkileri büyüme hızının Baltık ülkelerinde, diğer ülkelere kıyasla daha hızlı düşmesine sebep olmuştur (IMF, 2007b, 2008). Bankacılık kesiminin tamamına yakını özellikle İskandinav ülkelerinin bankaların oluşturduğu bu ülkelerde uluslararası finansal kriz, kredi hacminin bu ülkelerde daha hızla gerilemesine sebep olmaktadır. Buna paralel olarak iç talepte görülen hızlı daralma ve ihracat piyasalarında düşen talep, ekonomilerin hızlı bir resesyon sürecine girmesine sebep olmaktadır (Avrupa Komisyonu, 2008b). Buna karşılık kurların esneklikten yoksun olması, daha önce de belirtildiği gibi olası bir değer kaybı ile şokun büyüme ve işsizlik gibi önemli unsurlar üzerindeki etkisinin hafiflemesine engel olmaktadır. Grafik 3.12'de, Doğu Avrupa ülkelerinin 2006 yılından itibaren reel GSYİH artışları ile, Avrupa Komisyonu'nun Kasım 2008 itibariyle büyüme tahminleri gösterilmektedir.



Grafik 3.12. Ülkelerin Reel GSYİH Artış Oranları ve 2008-2009 Tahminleri

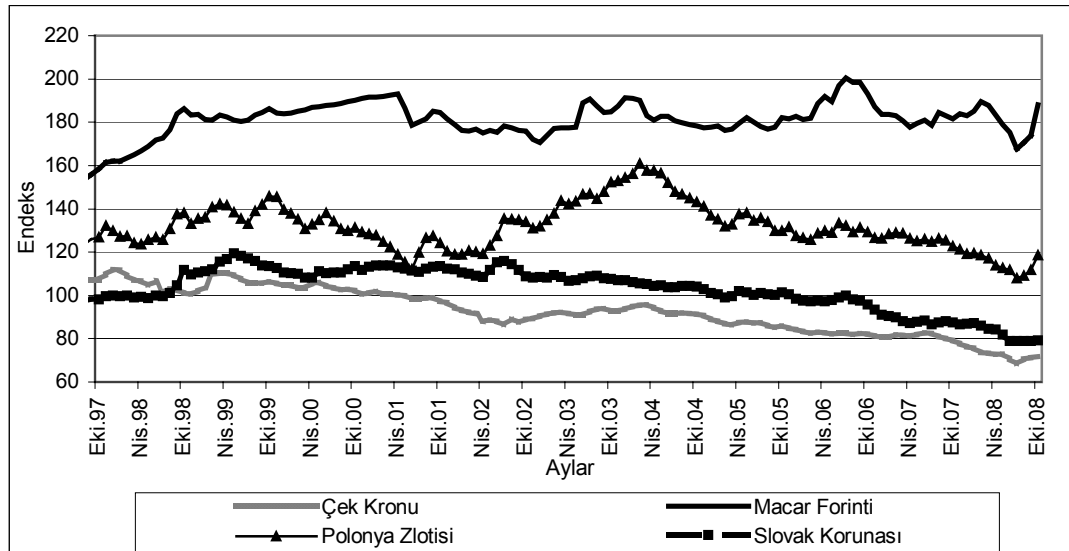
Kaynak: Eurostat ve Avrupa Komisyonu (2008b).

(http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1996,45323734&_dad=portal&_schema=PORTAL&screen=welcomeref&open=/tb/t_economy/t_na/t_nama/t_nama_gdp&language=en&product=EU_TB_MAIN_TREE&root=EU_TB_MAIN_TREE&scrollto=888)

Söz konusu kriz ortamından, Macaristan'ın ardından en çok etkilenen ülke Letonya olmuştur. Letonya, hızla yavaşlayan ekonomik aktivite, kredi hacmindeki düşüş ve ekonomik daralmaya bağlı olarak vergi gelirlerindeki azalış nedeniyle ciddi bir likidite krizine girerek Aralık ayı içerisinde IMF ve AB'nin başını çektiği bir konsorsiyumdan toplamda 7.5 milyar euro tutarında kredi almak zorunda kalmıştır. Böylece Macaristan'dan sonra IMF programına ihtiyaç duyan ikinci ülke olan Letonya'da, uygulanmakta olan sabit kur sistemine yönelik ortaya çıkan devalüasyon söylentileri ve endişeleri söz konusu finansal yardıma duyulan ihtiyacı arttırmıştır. Sabit döviz kurunu savunabilmek için Letonya Merkez Bankası rezervlerinin yaklaşık beşte birini (1 milyar euro) kaybetmiş, İsveç ve Danimarka Merkez Bankaları ile 500 milyon euroya kadar kısa vadeli lat-euro takas anlaşması yapılmak zorunda kalmıştır. Letonya'ya açılan 7.5 milyar Euro tutarındaki kredi, ülke GSYİH'sinin yaklaşık üçte birini oluşturmaktadır (Macaristan'ın aldığı yardım GSYİH'sinin yaklaşık dörtte biri). Ayrıca, IMF'nin Macaristan'da imzaladığı stand-by anlaşmasının süresi 17 ayken, Letonya için düşünülen anlaşmanın süresinin 27 ay olması da ülkedeki krizin derinliğini ve makroekonomik dengesizliklerin çözümü için gereken zamanın uzunluğuna işaret etmektedir.

Bu noktada IMF'nin Letonya için bir devalüasyon önermeyerek sabit kurun savunulmasını talep etmesi dikkat çekmektedir. Daha önceki Arjantin örneğinde, yıllarca para kurulunun korunması için ısrar ederek bu ülkeye milyarlarca dolar harcayan, ancak sonunda devalüasyona engel olamayan IMF'nin, bu sefer Letonya'da kurun korunmasını önermesinin bir sebebi, ülkede döviz kredilerinin ve dış borçların oldukça yüksek seviyelerde olmasıdır. Bir başka, belki de daha önemli sebebi ise, Letonya'da meydana gelebilecek bir devalüasyonun, benzer makro dengesizlikler yaşayan sabit kur uygulayıcıları Estonya, Litvanya ve Bulgaristan'da da devalüasyon baskılarını gündeme getirebilecek olmasıdır. Devalüasyonun yapılamadığı ortamda, IMF anlaşmasının amacı, hızlı ekonomik yavaşlama sonucunda düşen vergi gelirlerine paralel artan bütçe açıklarının azaltılması için kamu harcamalarının düşürülmesi ve ülkeye rekabet gücünü kazandırmak için yapısal reformalara ağırlık verilmesi olacaktır. IMF programı olmadan, bütçe açığının GSYİH'nin % 10'unu geçmesi ihtimaline karşılık, programla birlikte açığın GSYİH'nin % 5'i seviyesinde tutulmaya çalışılacaktır. Bunun için, 2009 yılında kamuda ücretlerin % 15, 2010'da ise % 2 oranında düşürülmesi ve KDV oranının % 18'den % 21'e yükseltimesi amaçlanmaktadır. Ancak, küresel krizin tüm dünyada hükümetleri kamu harcamalarını arttırmaya ve vergileri indirmeye zorladığı bir ortamda Letonya'da kamu harcamalarındaki kesintilerle birlikte vergi artışları, resesyonun çok daha şiddetli olmasına, ayrıca bu resesyonun sosyal ve siyasi maliyetlerinin çok daha fazla olmasına sebep olacaktır. Diğer yandan, toplam talepteki hızlı düşüşe paralel olarak enflasyon oranında ciddi bir gerileme görülme ihtimali, Maastricht enflasyon kriterinin tutturulmasında yardımcı olacakken, bu kez de Maastricht bütçe açığı kriterinin tutturulamaması gündeme gelebilecektir. Baltık ülkeleri gibi yüksek yakınsama hızına sahip ve 2009'da Euro'ya geçmesi kesinleşen Slovakya'nın Baltık ülkelerinin yaşadığı aşırı ısınma, enflasyon ve hızlı ekonomik yavaşlama gibi sorunları yaşamadığı gözlemlenmektedir. Slovakya, 2003 yılından bu yana hızlı bir büyüme performansı göstermiş ve enflasyon oranını Maastricht kriteri seviyelerine düşürmeyi başarmış, bütçe disiplininin sağlanması konusunda 2000'lerden bu yana önemli adımlar atmıştır. 28 Kasım 2005'te ERM II sistemine dahil olan Slovakya, bu sistem içerisinde geçen yaklaşık 3 yıl içerisinde, nominal değerlenme baskıları

sonucu merkezi paritenin iki kere revalüe edilmesine rağmen enflasyon ve nominal kur istikrarı kriterlerini aynı anda sağlayabilmiş ve Euro'ya geçme hakkı kazanmıştır. Slovakya'nın uyguladığı enflasyon hedeflemesi ve bant içerisinde olsa da Baltık ülkelerine kıyasla daha esnek kur sistemi, bu başarının önemli unsurlarından bir tanesidir. (Stanová, 2007, s.18, Vanags ve Hansen, 2006, s.1). Esnek kur uygulaması Slovakya'da, hem yakınsama dinamiği çerçevesinde reel kurdaki değerlenmenin tümüyle fiyatlar üzerinden olmasını engellemekte, hem de nominal kurdaki değerlenme ithal girdi fiyatlarındaki artışları hafifletmektedir. Özellikle, 2003 yılından bu yana uluslararası petrol fiyatlarının arttığı ortamda, 2003 yılından 2007 yılının sonuna kadar yaklaşık % 20 değer kazanan Slovak Korunası enflasyonun kontrol edilmesinde önemli bir artı olarak ortaya çıkmaktadır. Benzer değerlenme, diğer esnek kur uygulayıcısı ülkelerde de yaşanmaktadır. Özellikle Polonya para birimi Zloty 2004'ten sonra önemli ölçüde değer kazanmış, enflasyonist baskıların hafiflemesine katkıda bulunmuştur (Avrupa Komisyonu, 2008a, s.22, 170). Grafik 3.13'te ülkelerin yıllar itibariyle nominal döviz kurlarındaki seyri gösterilmektedir.



Grafik 3.13. Ülkelerin Yıllar İtibariyle Nominal Döviz Kurlarının Seyri, Aylık Ortalama, Ocak 1995=100²⁹

Kaynak: Eurostat.

(http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1996,45323734&_dad=portal&_schema=PORTAL&screen=welcomeref&open=/data/economy/ert/ert_bil/ert_bi_l_eur&language=en&product=EU_DB_MAIN_TREE&root=EU_DB_MAIN_TREE&scrollto=381)

²⁹ Endeksin azalışı nominal değerlenmeyi göstermektedir.

2008 yılının Eylül ayından itibaren ise derinleşen uluslararası finansal kriz ortamında, esnek kur uygulayıcısı ülkelerde nominal döviz kurlarında değer kaybı gözlemlenmiştir. Söz konusu dalgalanma, Slovakya, Çek Cumhuriyeti ve Polonya gibi makroekonomik dengeleri nispeten sağlıklı olan ülkelerde Macaristan kadar sıkıntı yaratmamıştır. Bu noktada, esnek kur sisteminlerinin avantajlarının, AB üyesi olmalarına rağmen yüksek dış borç gibi dengesizliklere sahip ülkelerde dezavantaja dönüşebildiğini bir kez daha vurgulamak gerekmektedir.

Nominal kurdaki değerlenmenin yanında, Slovakya'nın başarılı performansında pay sahibi diğer bir etken de 2004 yılının sonundan itibaren uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi sistemi olmuştur. Enflasyon hedeflemesi, Slovak Merkez Bankası'nın enflasyon beklentilerini ve enflasyonu kontrol altında tutulabilmesine yardımcı olmuştur. Örneğin, bozulan enflasyon görünümüne karşı Slovak Merkez Bankası faiz oranlarını gerektiğinde yükseltmiş, bağımsız para politikalarından yoksun Baltık ülkelerinin aksine bu faiz artışları ülkede kredi genişlemesinin yavaşlamasına yardımcı olmuştur. Ayrıca, Slovakya'da bankacılık kesiminde kredilerin finansmanı Baltık ülkelerindeki gibi dış kaynaklarla değil, yurtiçi mevduatlarca karşılanması (IMF, 2007a, s.6) da kredi dalgalanmalarının daha çok iç dinamikler tarafından belirlenmesine yardımcı olmuştur. Bu sayede Slovakya, son zamanlarda yaşanan uluslararası finansal piyasalardaki dalgalanmalardan Baltık ülkelerine göre daha az etkilenmiştir.

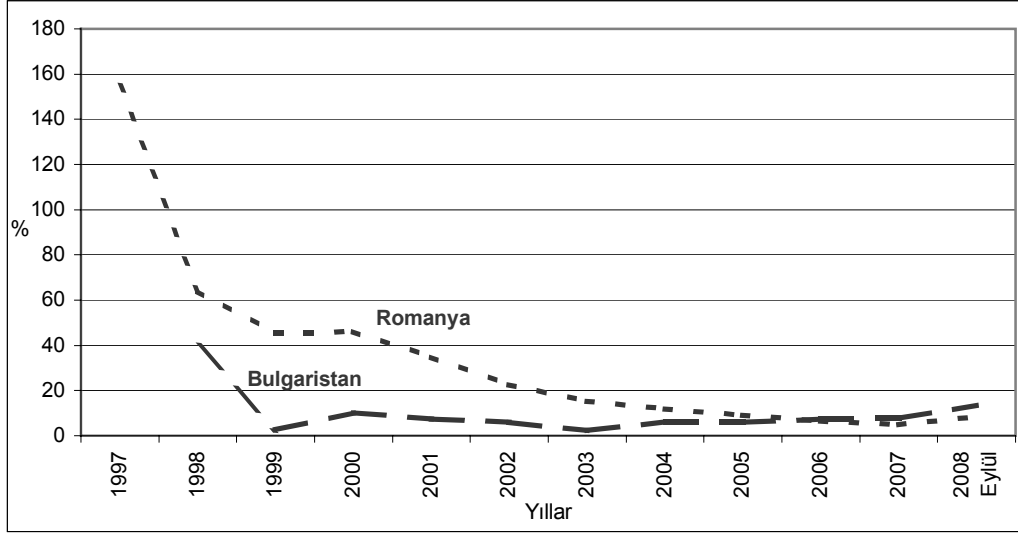
Makroekonomik göstergelerinin parlak durumuna rağmen, Slovakya Portekiz'den sonra Euro'ya geçecek en yoksul ülkedir. Bu nedenle, gelişmiş Euro Bölgesi ülkelerine yakınsama süreci, para birliğine girdikten sonra da devam edecektir. Hatta bu yakınsama, parasal birliğin getirdiği işlem ve aracılık maliyetlerinin düşmesi, döviz kuru riskinin azalması ve derinleşen finansal entegrasyon ile daha da hızlanabilecektir. Ancak bu durumda, Slovakya'nın kurlarını sabitlemesinin, parasal birliğe katıldıktan sonra Baltık ülkelerine benzer makroekonomik dengesizliklerle karşılaşmasına yol açması riski bulunmaktadır. En başta, bağımsız para politikasının kaybı ülkeyi asimetrik şoklara daha açık bir hale getirecek, bu şoklarla mücadele etmek için elde kamu maliyesi ve yapısal reformlardan başka bir araç

kalmayacaktır. Diğer yandan, hızlı yakınsama ile birlikte artacak enflasyonist baskılara karşı, değerlendirilen nominal kurların ERM II mekanizması sürecinde yaptığı olumlu katkı da ortadan kalkacaktır. Uluslararası emtia fiyatlarının hızla arttığı bir ortamda, enflasyonla mücadele Slovakya için daha zor bir hale gelecektir. Ayrıca, Euro Bölgesi ülkelerinden daha düşük faizle borçlanan Slovakya'da (bkz. Grafik 3:17) Euro'ya geçişten sonra kur riskinin ortadan kalkması ile kredilerde aşırı bir artış olasılığı da ekonomiyi aşırı ısıtma riski taşımaktadır. Bu nedenlerle, esnek kurun getirdiği avantajları kaybedecek olan ülkenin, Euro'ya geçtikten sonra da yapısal reformlara devam etmesi ve bütçe disiplini elden bırakmaması önemli bir husustur.

AB'ye 2007 yılında katılan Bulgaristan ve Romanya'nın son yıllardaki enflasyon tecrübeleri de diğer Doğu Avrupa ülkelerine benzemektedir. 1997'de uygulamaya başladığı para kurulu sistemi ile enflasyonu hızla 1999'da tek haneli rakama indirmeye başaran Bulgaristan'da enflasyon 2003 yılından sonra başta güçlü iç talep ve ücret artışları nedeniyle yükselmeye başlamıştır. Gıda ve enerji fiyatlarındaki yükseliş ve AB üyeliği yaklaştıkça yönetilen fiyatlarda ve vergi oranlarındaki artışlar da enflasyondaki yükselişi desteklemiştir. Yönetilen dalgalanma sistemi uygulayan Romanya'daki³⁰ dezenflasyon süreci Bulgaristan'a nazaran daha yavaş gerçekleşmiş olsa da, 2003 yılından sonra benzer enflasyonist baskılarla karşı karşıya kalan ülkede 2004'ten 2007 ortasına kadar nominal kurdaki değerlendirilen enflasyonist baskıların hafiflemesine katkıda bulunmuştur. 2007 ortasından sonra düşük faizler ve değer kaybetmeye başlayan para biriminin desteklediği enflasyonist baskılara karşı ise, 2005 yılından bu yana enflasyon hedeflemesi uygulayan Romanya Merkez Bankası faiz silahı ile karşılık vermiş ve faiz oranlarını Kasım 2007 ile Ağustos 2008 arasında toplam 325 bp arttırmıştır. Bulgaristan'da ise, para kurulunun getirdiği, kısa vadeli faiz oranlarının Euro Bölgesi'ne hızlı nominal yakınsaması sürecinde (bkz. Grafik 3.14) düşen reel faizler son yıllarda negatif olmuş ve kredi genişlemesinin hızlanmasına katkıda bulunmuştur. Buna karşılık olarak, Eylül 2007'de olduğu gibi, faiz

³⁰ Romanya'da 1991'den bu yana uygulanan yönetilen dalgalanma sistemi, zaman içerisinde yoğun müdahaleden daha gevşek müdahalelere ve daha fazla esnekliğe doğru evrim göstermiştir. 2000-2004 döneminde yoğun şekilde döviz piyasasına müdahale eden Romanya Merkez Bankası Kasım 2004'ten sonra müdahaleleri azaltmış ve 2005'te uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi sistemi ile birlikte nispeten daha dalgalı kur uygulamasına geçilmiştir. Ancak Romanya Merkez Bankası, gerektiğinde kura müdahale hakkını saklı tuttuğunu çeşitli vesilelerle sık sık dile getirmektedir (Avrupa Komisyonu, s. 161)

arttırımı imkânından yoksun olan Bulgaristan Merkez Bankası yalnızca munzam karşılıklarını arttırarak tepki verebilmiştir (Avrupa Komisyonu, 2008a, s. 49-50 ve 156).



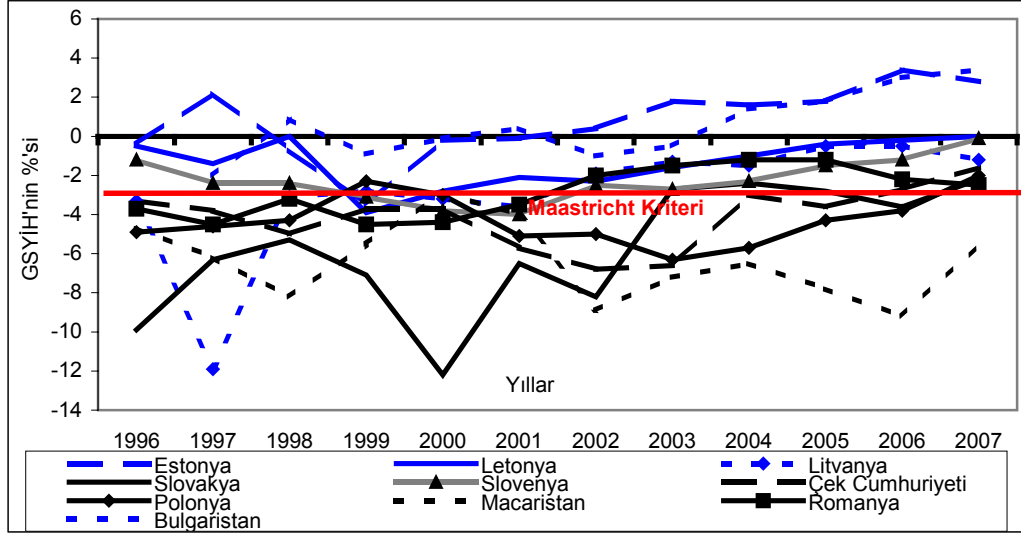
Grafik 3.14. Bulgaristan ve Romanya'nın Uyumlaştırılmış Yıllık Enflasyon Oranları³¹

Kaynak: Grafik 3.4 ve 3.5'teki veriler kullanılmıştır.

3.3. Döviz Kuru Stratejileri ve Kamu Dengesi

Sabit kur uygulayıcısı ülkelerde bağımsız para politikalarının kaybı, maliye politikalarını ön plana çıkartan bir unsur olmuştur. Bütçe disiplini, aşırı ısınma eğilimi olan ülkelerde makroekonomik istikrarın sağlanmasında yapısal reformlarla birlikte yegâne araç olmuş, Baltık ülkelerinin ve Bulgaristan'ın bütçe performansları diğer ülkelerin önüne geçmiştir. Bu ülkelerin performansı zaman içerisinde de artmış, 1990'ların sonunda yüksek seviyelere ulaşan bütçe açığına sahip olan Litvanya dahi zamanla bütçe açığını daraltmayı başarmıştır.

³¹ Temmuz 2008 oranı 12 aylık ortalama veridir. Bulgaristan'ın 1997 yılı uyumlaştırılmış enflasyon verisi ise Eurostat'ta mevcut değildir.



Grafik 3.15. Ülkelerin Yıllar İtibariyle Bütçe Performansları(Bütçe Dengesi/GSYİH)³²

Kaynak: Eurostat

(http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1996,45323734&_dad=portal&_schema=PORTAL&screen=welcomeref&open=/tb/t_economy/t_gov/t_gov_dd&language=en&product=EU_TB_MAIN_TREE&root=EU_TB_MAIN_TREE&scrollto=805)

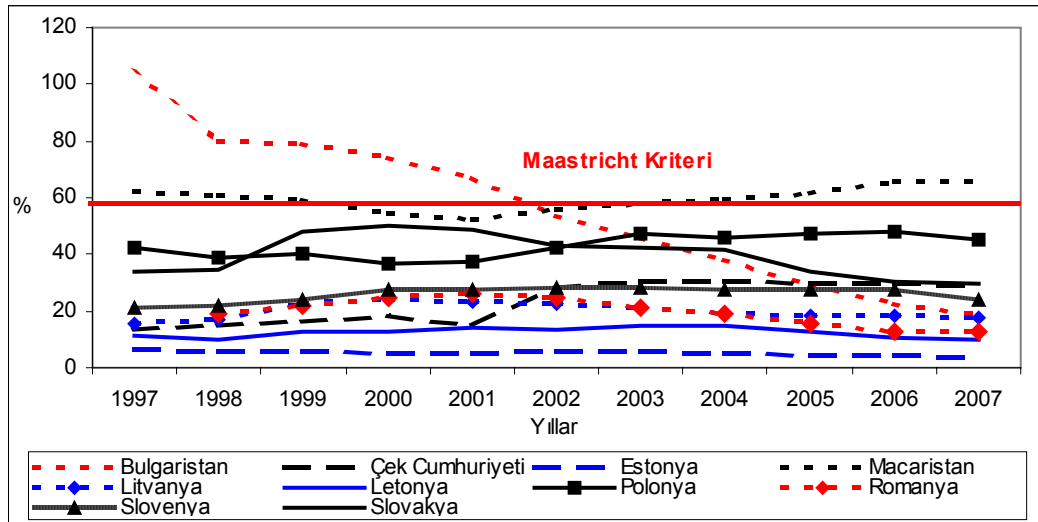
Diğer yandan, esnek kur uygulayıcısı ülkelerde ise, bütçe açıklarını Maastricht Kriterleri³³ seviyesine çekmek daha uzun bir zaman almıştır. Polonya, Macaristan ve Çek Cumhuriyeti gibi nispeten daha büyük ülkelerde geçiş sürecinde ekonomilerin yeniden yapılandırılması (özellikle bankacılık ve şirketler kesimi reformları) ve sosyal güvenlik harcamaları gibi etkenler bütçe disiplinini sağlama konusunda bu ülkeleri zorlamıştır (Avrupa Komisyonu, 2006, s.14). Ayrıca, bu ülkelerdeki siyasi sorunlar bütçelerin siyasi rant elde etmek üzere kullanılabilmesini sağlamış, seçim zamanlarında kamu harcamalarının artmasına sebep olmuştur. Özellikle Macaristan'da, 2001'den sonra hükümetlerin kamu ücretlerini ve sosyal transferleri arttıran politikaları, bunun yanında uygulanan vergi indirimlerinin gelir artışlarıyla desteklenememesi bütçe açıklarının kontrolden çıkmasına sebep olmuştur (Avrupa Komisyonu, 2006, s.20-21). Ancak, son yıllarda bu ülkelerde de alınan tedbirlerle birlikte, 2007 yılı itibariyle yalnızca Macaristan bütçe açığı kriterini tutturamamış gözükmektedir. 2008'in sonlarında küresel mali krizin etkisiyle düşen büyüme oranları ile ülkelerin bütçe dengelerinde bozulma görülmekte iken, bu bozulmanın derin resesyona doğru giden sabit kur

³² Bulgaristan'ın 2001 öncesi kamu dengesi verileri Eurostat'ta mevcut değildir (bkz. EK 1).

³³ Maastricht Kriterinde bütçe açığı, "Kamu Dengesi", yani konsolide genel hükümet bütçesinin net borçlanma gereğinin GSYİH'ye oranı şeklinde tanımlanmaktadır. Buna göre, Kamu Dengesi/GSYİH oranı en fazla % -3 olmalıdır.

uygulayıcısı Letonya, Estonya gibi ülkelerde daha fazla olması beklenmektedir.

Maastricht'in diğer bir kriteri olan kamu borçlarının GSYİH'ye oranında da bütçe açığı problemi olmayan Baltık ülkelerinin diğerlerinden daha iyi bir performans ortaya koydukları görülmektedir. Grafik 3.13'te, 2007 yılı itibariyle yine Macaristan, GSYİH'sinin % 66'sı seviyesinde olan kamu borçları ile en borçlu ülke konumunda olduğu dikkat çekmektedir. Ancak, bir önceki bölüm 3.2.2'de belirtildiği gibi, kamu borçlarının düşük olduğu Baltık ülkelerinde özel sektörün borçları (özellikle dış borçlar) oldukça yüksek seviyelerdedir. Bu da, Letonya örneğinde görüldüğü gibi, Maastricht kamu borcu kriterinin tek başına bir ülkenin borçluluğu konusunda sağlıklı fikir sahibi olmak için yeterli olmadığını göstermektedir.



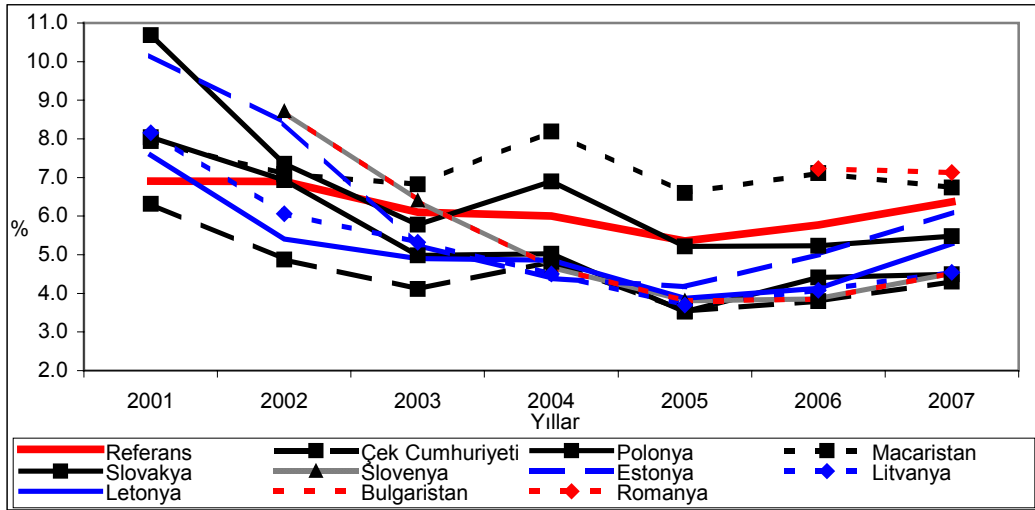
Grafik 3.16. Ülkelerin Yıllar İtibariyle Kamu Borçlarının GSYİH'ye Oranları

Kaynak: Eurostat, Grafik 3.15'teki veriler kullanılmıştır.

Diğer bir Maastricht kriteri olan uzun dönemli faizlerde³⁴ ise, yüksek bütçe açığı ve kamu borcu problemi bulunan Macaristan'ın dışında bütün ülkelerin 2007 yılı sonu itibariyle referans değerinin altında olduğu görülmektedir. Ancak, 2005 yılından itibaren bütün ülkelerde, Maastricht kriteri referans değeri dahil, faiz oranlarında bir yükseliş görülmektedir. 2007'den itibaren başgösteren küresel finansal piyasalardaki sorunlar faiz

³⁴ Maastricht'in uzun dönemli faiz kriterine göre, bir ülkenin uzun dönemli faizleri, inceleme tarihinden önceki bir yılda ortalama olarak en düşük enflasyona sahip üç ülkenin uzun dönemli faiz ortalamalarının en fazla % 2 üzerinde olabilir. Grafik 3.8'deki referans değeri yazar tarafından hesaplanmıştır.

oranlarının yükselmesine katkı yapmıştır. Fakat, söz konusu yükseliş daha fazla enflasyon problemi ile iç ve dış makroekonomik dengesizlikler yaşayan Baltık ülkelerinde, özellikle Estonya ve Letonya'da daha hızlı gözükmetedir. Buna rağmen, bütçe ve kamu borcu dengelerinin düzgün olduğu Baltık ülkelerinde faizlerdeki artış sınırlı kalmıştır. Sabit döviz kurları ve Euro'ya geçiş beklentilerinin bu artışın sınırlı kalmasına yardımcı olduğu da söylenebilir. Ayrıca, esnek kur uygulayıcısı ülkelerde nominal değerlenme, daha yüksek getiri peşinde koşan uluslararası yatırımcıların artan sermaye girişleri ile birlikte faiz oranlarının görece olarak daha düşük seviyelerde kalmasına katkı yapmıştır (Avrupa Komisyonu, 2008a, s.147).



Grafik 3.17. Ülkelerin Yıllar İtbarıyla Uzun Dönemli Tahvil Faizleri³⁵

Kaynak: Eurostat

(http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1996,45323734&_dad=portal&_schema=PORTAL&screen=welcomeref&open=/data/economy/irt/irt_lt/irt_lmcb&language=en&product=EU_DB_MAIN_TREE&root=EU_DB_MAIN_TREE&scrollto=381)

3.4. Değerlendirme

Avrupa Parasal Birliği bir sabit kur rejimi olup, birliğe geçişin sabit kurlarla yapılması bir avantaj olarak akla gelebilir. Böylelikle ülkeler, sabit kur sisteminin getireceği bağımsız para politikasının kaybı, iç ve dış şoklara

³⁵ Birçok ülkenin 2001 öncesi uzun dönemli tahvili bulunmadığı için seri 2001'den başlatılmıştır. Estonya'nın karşılaştırmaya uygun bir tahvili olmadığı için, Avrupa Komisyonu alternatif olarak hanehalkı ve reel kesime Kron bazında açılan kredileri kullanmaktadır. Ekim 2005 sonrası için ise, bankalar ve finansal kuruluşların yeni açtıkları Kron bazındaki kredilerinin ağırlıklı ortalaması kullanılmaktadır. Bu veri, tahvil verileri ile doğrudan karşılaştırılamasa da, Avrupa Komisyonu, Estonya'nın düşük kamu borçları göz önüne alındığında faiz kriterini yerine getirememesi için bir neden olmadığını düşünmektedir. Romanya'nın karşılaştırmaya imkân veren uzun dönemli tahvil faizi oranı 2006'dan sonra takip edilmeye başlanmıştır (Avrupa komisyonu, 2008, s.83, 162).

uyum zorlukları, rekabet kaybı gibi zorluklara erkenden uyum sağlayabilecekler, birliğe geçene kadar ekonomiler gerekli reformları gerçekleştirmek için yeterli zamana sahip olacaklardır. Ancak, Estonya, Litvanya ve Letonya'nın yaşadığı tecrübeler, gelişmişlik düzeyi zengin AB ülkelerinden oldukça geri olan ülkelerin hızlı reel yakınsama süreçleri sonucunda zamanla aşırı ısınma tehlikesi ile karşı karşıya kaldıklarını, sabit kurların da bu tehlikeyi arttırdığını göstermektedir. Sabit kur rejimlerinin başlangıçta ülkelerdeki yüksek enflasyonun kısa sürede kontrol altına alınmasını sağlamasına rağmen, AB üyeliğinin ardından kısa sürede ERM II sistemine dahil olan ülkeler, geçen yaklaşık dört yıllık sürede enflasyon sorunu nedeniyle halen Euro'ya geçememişlerdir. Bu ülkeler yakınsama sürecinin tamamen fiyatlar üzerinden olması sürecine maruz kalmışlardır. Bu da, büyüme hızının arttığı son yıllarda ekonomilerin aşırı ısınması sonucunu beraberinde getirmiştir. Sabit kur sistemlerinin getirdiği kur istikrarı, başta döviz cinsinden kredilerin hızla artmasına neden olmuş, ekonomilerin aşırı ısınmasına sebep olan bu durumda ise para politikasının sıkılaştırılabilmesi bağımsız para politikalarının eksikliği nedeniyle mümkün olmamıştır. Bu nedenle sabit kurlar, Baltık ülkelerinin AB'ye yakınsama sürecinde yaşadığı enflasyon probleminin tek sebebi olmasa da, buna katkı yapan faktörlerden birisi olmuştur. Estonya, Litvanya ve Letonya'nın halihazırda gelişmiş AB ülkeleri ile aralarında bulunan gelir farkları göz önüne alındığında, küresel finansal krizin etkileri kaybolmaya başladıktan sonra yakınsamanın bir süre daha devam edeceği, bu nedenle bu ülkelerin enflasyon problemleri yaşamayı sürdürecekleri ve Euro'ya geçişin daha uzun bir süre daha mümkün olmayacağı öngörüsünde bulunmak yanlış olmayacaktır. Buna ek olarak Ekim ayından itibaren derinleşerek devam eden uluslararası finansal kriz ortamında sabit kurlar, karşı karşıya kalınan şokun, nominal kurlarda değer kaybı yoluyla reel ekonomi üzerindeki etkisinin hafiflemesine engel olmuştur.

Öte yandan, benzer gelir ve yakınsama hızına sahip, enflasyon hedeflemesi ve merkezi parite etrafında +/- % 15 bandında dalgalanan kur sistemi uygulayan Slovakya ise, son yıllarda enflasyon oranını kontrol altında tutmayı başararak 2009 yılı başında Euro'ya geçmeye hak kazanmıştır. Bu

süreçte, Baltık ülkelerine kıyasla daha esnek olan kur sistemi Slovakya'ya, hızlı yakınsamanın yalnızca fiyatlar değil, nominal kurda değerlendirme kanalı ile de olması konusunda yardımcı olmuştur. Ayrıca, nominal kurdaki değerlendirme, son yıllarda uluslararası emtia ve petrol fiyatlarındaki artışları telafi ederek ithal girdi kaynaklı fiyat artışlarının geçiş etkisi kanalı ile enflasyon üzerindeki etkilerinin sınırlandırılmasında rol oynamıştır. Uygulanan enflasyon hedeflemesi sistemi de, enflasyon bekleyişlerinin kontrol altına alınmasını, ayrıca para politikasının gerektiğinde iç ve dış şoklara karşı kullanılabilmesini sağlamıştır. Böylece, Slovakya'nın yakınsaması Baltık ülkelere kıyasla daha dengeli olmuştur. Slovakya dışındaki esnek kur uygulayıcıları içerisinde, Polonya dışında henüz muhtemel bir Euro'ya geçiş tarihi açıklayan yoktur. Çek Cumhuriyeti, Kasım 2007'de, daha önce ilan edilen 2012'nin gerçekçi bir tarih olmadığı gerekçesiyle bu tarihi bir hedef olmaktan çıkartmıştır. Çek Merkez Bankası da, ERM II sürecinin mümkün olduğunca kısa atlatılması ve Euro'ya geçişin daha sağlıklı olması için acele etmemek gerektiği görüşünü bildirmiştir. Polonya Hükümeti ise Eylül 2007'de Euro'ya 2012 yılında geçmeyi hedeflediğini açıklamıştır. Ancak, son dönemde küresel finans piyasalarını ve ekonomileri sarsan kriz, bu süreci geciktirecek gibi gözükmektedir.

Macaristan ise, esnek kur uygulayıcıları arasında en sorunlu ülke olarak karşımıza çıkmaktadır. Macaristan'ın yaşadığı tecrübe, esnek kur ve enflasyon hedeflemesinin, hatta AB üyeliğinin dahi tek başına bir ekonomi için sigorta olmadığı, makroekonomik dengesizliklerin artması durumunda, uluslararası sermaye hareketlerinin bir AB üyesini bile zor durumda bırakabileceğini ve esnek kurlar ile bağımsız para politikasının işe yaramayacağını göstermektedir.

ERM II süreci de bu ülkeler için zorlu bir süreç olmaya adaydır. Slovakya örneği, uluslararası finansal çalkantıların ve ülkelerde makroekonomik dengesizliklerin olmadığı varsayımı altında, nominal kurların ERM II içerisinde artarak devam eden değerlendirme baskısı altında kalacağını göstermektedir. Ancak, nominal kurun merkezi parite etrafında % 30'luk hareket alanı yeterli bir alan gibi gözükmeyle birlikte, değerlendirilmenin devam etmesi halinde merkezi paritenin revalüe edilmesi olasılığı da uygulamanın

sürdürülebilirliğini desteklemektedir. Bu çerçevede, merkez bankaları da enflasyon hedeflerini tutturabilmek yolunda yeterli hareket alanına sahip olacaktır. Polonya'nın Slovakya örneğine benzer şekilde, dengeli makroekonomik yapısı sayesinde ERM II sürecini başarıyla atlatıp Euro'ya hedeflenen tarihte geçmesi olasılığı yüksektir. Ancak son dönemde yaşananlara benzer dış şokların bu süreci her zaman tehlikeye sokma olasılığı da unutulmamalıdır.

Euro'ya geçiş ise sorunların bittiği anlamına gelmemektedir. Ülkeler yakınsama süreci içerisinde esnek kurların getirdiği avantajlardan yararlı olsalar da, parasal birliğe girdikten sonra Baltık ülkelerinin halihazırda karşılaştığı sorunlarla karşı karşıya kalabileceklerdir. Bağımsız para politikasını tamamen kaybedecek olan ülkeler, geri dönülmez bir şekilde kurlarını sabitleyeceklerdir. Buna paralel olarak, Avrupa'nın gelişmiş ülkelerine olan reel yakınsama da sürecektir. Bu nedenle, esnek kurların getirdiği avantajlardan mahrum kalacak ülkelerin yakınsama devam ettiği sürece Baltık ülkeleri gibi enflasyon problemleri ile karşı kalmaya olasılıkları yüksektir. Bu nedenle, gelir düzeyi Euro Bölgesi'ne yakın olan ülkelerin daha yoksul ülkelere göre Euro'ya geçtikten sonra daha fazla avantaja sahip olacağını söylemek yanlış olmayacaktır. Ayrıca, bağımsız para politikasından yoksun kalacak ülkeler uluslararası şoklara karşı daha kırılgan hale gelecek, enflasyon ya da resesyon gibi ekonomik şoklar karşısında maliye politikaları ve yapısal reformlar eldeki tek silah olarak kalacaktır. Bu durumda ülkelerin Euro'ya geçiş, hatta ERM II'ye geçiş öncesinde acele etmemeleri ve yakınsama sürecinde bir süre yol aldıktan sonra bu konuda karar vermeleri tavsiye edilebilir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu tez çalışmasında, Avrupa Birliği'ne 2004 yılından itibaren üye olan ülkelerin, 1990'ların başından bu yana uyguladıkları döviz kuru rejimleri incelenmiş, bu rejimlerin Euro'ya geçiş sürecinde ülke ekonomilerine olan etkileri analiz edilmiştir. Birinci bölümde, ekonomi literatüründe sabit kur uygulamalarının daha iyi enflasyon, esnek kur sistemlerinin ise daha iyi büyüme performansı ile ilişkilendirildiğine değinilmiştir. Ancak, ülke uygulamalarında resmi döviz kuru rejimi ile pratikte uygulanan rejimler arasındaki farklılıklar, bu farklılıkların ölçülmesinin güçlükleri, ampirik çalışmalarda kullanılan farklı teknikler gibi sebeplerle alternatif döviz kuru rejimlerinin avantajları ve dezavantajları konusunda yeterli ve güçlü ampirik kanıtlara ulaşılmasının güç olduğuna, aynı kur rejiminin farklı ülkelerde farklı sonuçlar verdiğine de değinilmiştir. Yeni AB üyesi ülkelerin, bu tez çalışmasında incelenen tecrübeleri ise, sabit kur uygulamalarının, yüksek enflasyon ve makroekonomik dengesizlikler ortamında ülkelere daha hızlı dezenflasyon ve istikrar kazandırdığını göstermiş; ancak zaman içerisinde hızlı yakınsama gösteren ülkelerde, sabit kur uygulamalarının esnek kur uygulamalarına göre daha enflasyonist sonuçlar doğurduğu, sabit kur uygulayıcısı ülkelere aşırı ısınma ve makroekonomik dengesizliklerin tekrar başgösterdiği görülmüştür.

Birinci bölümdeki teorik çerçevenin ardından, ikinci bölümde, yeni AB üyesi ülkelerin döviz kuru rejimi tercihleri tarihsel bir perspektifte incelenmiştir. Ülkelerin döviz kuru rejimi seçimlerinde, 1990'ların başından bu yana geçtikleri aşamalar etkili olmuştur. Döviz ve finans piyasalarının olmadığı ya da henüz gelişmediği, yüksek bütçe açıkları ve dış borçların olduğu ilk dönemde ülkelerin döviz kuru rejimi seçimlerinde istikrar arayışı etkili olmuştur.

Fiyat kontrollerinin serbest bırakılması ve hızlı parasal genişleme sonucunda karşılaşılan yüksek enflasyon sorununa karşı, birçok ülkenin bu dönemde sabit kur rejimleri benimsedikleri görülmüştür (Polonya, Macaristan, Çek Cumhuriyeti, Slovakya gibi). Böylelikle ülkeler, sabit döviz kurlarını para politikalarında bir çapa olarak kullanmış, aynı zamanda finansal piyasaların az gelişmiş olduğu bir ortamda sabit döviz kurları piyasalara yön gösterici olmuştur. Yine bu dönemde, yeterli döviz rezervi olmayan ülkeler esnek kur rejimlerini benimsemişlerdir (Romanya, Bulgaristan, Letonya, Litvanya ve Estonya gibi). Ekonomilerin istikrar kazandığı, enflasyon oranlarında önemli düşüşler kaydedildiği 1995-2000 döneminde ise birçok ülkenin zaman içerisinde daha esnek kur uygulamalarına doğru kaydığı görülmüştür. Bu kayışta, küreselleşen finansal piyasaların etkisiyle birlikte ülkelere akan yabancı sermayenin getirdiği daha fazla kur esnekliği ihtiyacı rol oynamıştır. Diğer yandan, nispeten daha küçük ekonomilerden Baltık ülkeleri ve Bulgaristan gibi ülkeler daha fazla istikrar arayışı ile birlikte tam tersi istikamette, sabit kurlara doğru kayış göstermişlerdir. 2000'li yılların başında ise AB üyeliği sürecinde ilerleyen ülkeler önce ERM II, daha sonra Euro'ya geçiş için kendilerine en uygun nihai rejimi benimsemişlerdir. AB mevzuatı, Euro'ya geçişin ön şartlarından Maastricht nominal döviz kuru istikrarı kriteri olan ERM II mekanizmasına girişte, tam euroizasyon dışında diğer tüm döviz kuru stratejilerini kabul etmektedir. Bu doğrultuda, AB'ye 2004'te üye olan Estonya ve Litvanya para kurulu sistemi ile 2004'te, Letonya ve Malta ise sırasıyla dar bant ve sabit kur uygulamaları ile 2005 yılında ERM II'ye girmişlerdir. Diğer yandan Slovenya, Slovakya ve GKRK ise esnek kur sistemleri ile ERM II'ye dahil olmuşlardır. Daha sonra, 2007 başında Slovenya Euro'ya geçen ilk eski doğu bloğu ülkesi olmuştur. 2008 başında da Malta ve GKRK birliğe katılmışlardır. Slovakya ise 2009 başında Euro'ya geçmeye hak kazanmıştır.

Euro'ya geçmeyi başaran ülkeler Slovenya, Malta ve Güney Kıbrıs Rum Kesimi üçüncü bölümde tartışıldığı gibi, yeni AB üyesi ülkeleri içerisinde zaten en zengin konumda olan ülkelerdir. Bu süreçte söz konusu ülkeler, diğerlerinin aksine hızlı reel yakınsama yaşamamışlar, buna paralel olarak yüksek enflasyon gibi sorunlarla karşı karşıya kalmamışlardır. Öte yandan,

halihazırda ERM II içerisinde olup, yüksek enflasyon sorunları ile karşı karşıya olan Baltık ülkeleri, Slovakya ile birlikte en yüksek reel yakınsamayı göstermiş ülkelerdir. Buna karşılık, Slovakya'nın Baltık ülkeleri kadar enflasyon sorunu yaşamadan, aynı anda da merkezi parite +/- % 15 bandında nominal kur istikrarını sağlayarak Euro'ya geçişe hak kazanmasında enflasyon hedeflemesi ve uyguladığı nispeten daha esnek kur sisteminin rol oynadığı üçüncü bölümde tartışılmıştır.

Üçüncü bölümde varılan sonuçlar, hızlı reel yakınsama gösteren ülkelerde, fiyatlar genel seviyesinin zengin AB ülkelerine yakınsamasının sabit kur rejimi uygulamalarında, nominal kurların değerinin sabit olup artmaması nedeniyle daha çok fiyatlar kanalıyla olduğunu göstermektedir. Bu da, bu ülkelerin esnek kur uygulayıcılarına göre daha yüksek enflasyonla karşı karşıya kalmalarına sebep olmaktadır. Bu durum, özellikle ülkelerin 2004'teki AB üyeliği sonrasında kaydedilen yüksek büyüme döneminde yoğunlaşmıştır. Sabit kur uygulayıcısı Baltık ülkelerinde ayrıca, kredi arzındaki (özellikle döviz kredileri) hızlı artışlar, ekonomilerin aşırı ısınmasına sebep olurken, emlak piyasalarında şişkinliklere yol açmıştır. Diğer yandan, esnek kur uygulayıcısı ülkelerin nominal kurlarında kaydedilen değerlenme, fiyatlar genel seviyesindeki artışların yalnızca fiyatlar kanalıyla olmasını engellemiştir. Bunun yanında, para birimlerinin zaman içerisinde değer kazanması, 2003 yılından bu yana emtia fiyatlarındaki artışların yurtiçi fiyatlara yansımalarını sınırlandırmıştır. Ayrıca, para politikasının bağımsızlığı, esnek kur uygulayan ülkelerde ekonomik dalgalanmaların daha iyi yönetilebilmesini sağlarken, döviz kurlarının esnekliği, şokların üretim, istihdam, fiyatlar gibi değişkenler üzerindeki etkilerinin hafiflemesini sağlamıştır.

ABD konut piyasasındaki köpüğün patlaması ile birlikte başlayan uluslararası finansal kriz, 2008 yılında tüm dünya ile birlikte yeni AB üyesi ülkelerini de etkilerken, sabit kur uygulayıcısı Baltık ülkelerinin bundan daha olumsuz etkilendikleri görülmektedir. Esnek kur uygulayıcılarının aksine, bu ülkelerde sabit kur uygulamaları, nominal kurların değer kaybederek makroekonomik dengesizliklerin çözümünü engellemiş, üretim, istihdam, ücretler gibi değişkenlerde sert düşüşler görülmüştür. Letonya, artan

devalüasyon baskıları, borçların çevrilebilmesinin güçleşmesi ve likidite sorunları nedeniyle IMF ile stand-by anlaşması imzalamak zorunda kalmıştır.

Bunların dışında, sabit kur uygulayıcısı ülkelerin zaman içerisinde daha başarılı bütçe performansı gösterdikleri, kamu borçlarının da esnek kur uygulayıcısı ülkelere kıyasla daha düşük olduğu gözlemlenmiştir. Bu da, sabit kur uygulamalarında maliye politikasının elde kalan en önemli araç olması nedeniyle anlaşılırdır. Ancak, ekonomik durgunluğun daha şiddetli hissedildiği Baltık ülkelerinde düşen vergi gelirleri sonucunda bütçe dengelerinde ciddi bozulmalar görülmektedir. Ayrıca, sabit kur uygulayan ülkelerde kamu borçları diğer ülkelere kıyasla düşük seviyelerde olsa da, yıllar içerisinde kaydedilmiş olan hızlı büyüme ve yüksek cari işlemler açıkları sonucunda özel sektörün dış borçları önemli ölçüde artmıştır.

Esnek kur ve enflasyon hedeflemesi uygulayıcılarından Macaristan'da yıllar içerisinde devam eden bütçe disiplinsizliğinin bir sonucu olan kamu kesimi kaynaklı yüksek dış borçlar, küresel finansal kriz ortamında ulusal para birimi zlotynin hızla değer kaybetmesine ve ülkenin IMF ile masaya oturmak zorunda kalmasına sebep olmuştur. Macaristan örneği, esnek kurların tartışılan avantajlarına karşın, gerekli makroekonomik politikaların ve disiplinin sağlanamaması durumunda dezavantaj olabileceğini göstermesi açısından önemlidir. Ayrıca, AB üyeliğinin tek başına bir ülkeye istikrar getirmediğinin anlaşılması açısından da Macaristan, hem diğer AB üyelerine, hem de AB adaylarına önemli bir örnek olmuştur.

Türkiye İçin Öneriler

Avrupa Birliği kuşkusuz, Türkiye'nin önündeki en büyük siyasi, toplumsal ve ekonomik projelerden bir tanesi, hatta en önemlisidir. 1963 Ankara Antlaşması ile başlayan Türkiye-AB ilişkileri, 1995'te imzalanan Gümrük Birliği Antlaşması, 1999'da Türkiye'ye resmen aday ülke statüsü verilmesi ve 2005'te tarama süreci ile birlikte müzakerelerin başlaması ile gelişerek, zaman zaman iniş ve çıkışlarla bugüne kadar gelmiştir.

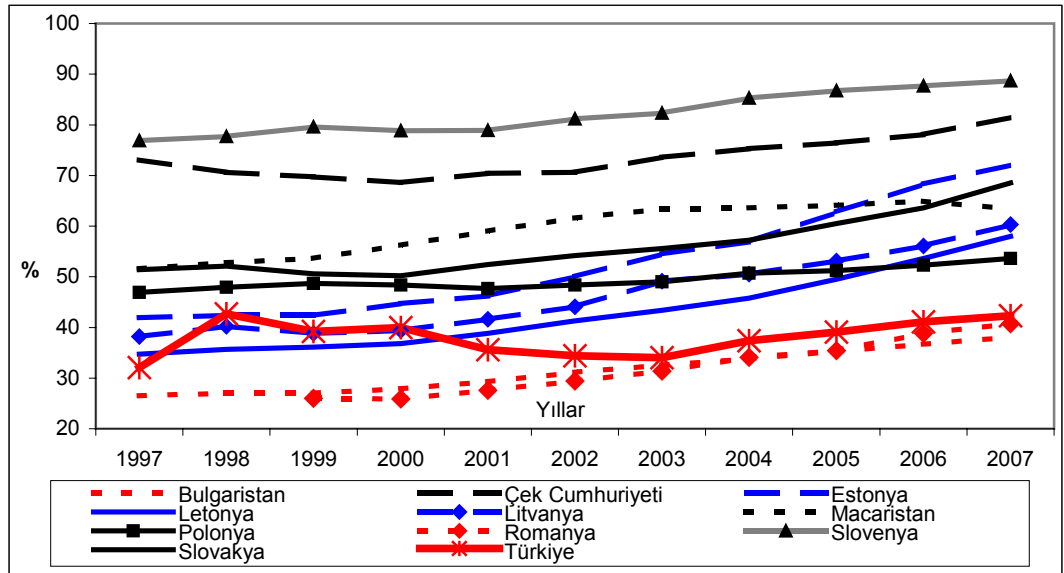
Bugün gelinen noktada çeşitli siyasi nedenlerden dolayı adaylık süreci yavaşlamış olsa da, ekonomik anlamda Türkiye'nin AB ile entegrasyonu giderek artmaktadır. 1995'te imzalanan Gümrük Birliği Antlaşması, Türkiye'nin dış ticaret rejiminin yeniden yapılandırılması ve AB ile Türkiye arasındaki ticaret hacminin artmasına yardımcı olmuştur. 2008 itibariyle, AB ülkelerinin Türkiye'nin toplam ihracatındaki payı yaklaşık % 50'yi, ithalatındaki payı ise yaklaşık % 40'ı bulmaktadır. Almanya, ülkemizin en çok ihracat yaptığı ülke iken, ithalatta ise Rusya'dan sonra ikinci sırada gelmektedir. Ayrıca, anılan dönemde ihracatta ilk on ülke arasında AB'den 7, ithalatta ise 4 ülke bulunmaktadır (TÜİK, 2008).

Gümrük Birliği Antlaşması, Türkiye ekonomisinin dışa açılmasında da önemli bir rol oynamıştır. 1994 yılında dış ticaretin GSYİH içerisindeki payı % 30 iken, bu oran 2007'de % 55'e³⁶ yükselmiştir. Gümrük Birliği'nin yanısıra, 2001 yılında yaşanan derin ekonomik krizin ardından başlatılan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı dahilinde gerçekleştirilen, Merkez Bankası bağımsızlığı, bütçe kanununda değişiklikler ve üst kurulların oluşturulması gibi yapısal reformlar da Türkiye ekonomisinde kurumların AB standartlarına uyumlaştırılması yolunda atılan önemli adımlar olmuşlardır. Ayrıca, 2001 yılından bu yana üç yıllık bir dönemi kapsayacak şekilde hazırlanan Katılım Öncesi Ekonomik Programlarla, makroekonomik istikrar ve büyüme ortamının devamını sağlayacak ekonomi politikaları uygulanmaktadır. Bu şekilde, piyasa ekonomisinin güçlendirilmesi ve gelecekte makroekonomik dengesizliklere yol açabilecek alanlarda olası risklerin ortadan kaldırılması için gerekli olan yapısal reformlar ortaya konmaya ve AB üyeliği ön şartlarından olan Kopenhag Kriterleri sağlanmaya çalışılmaktadır. Son yıllarda, Türkiye piyasasına giren, HSBC, Fortis Bank, ING Barings, ABN Amro, BNP Paribas, Uni Credit Banca di Roma, Dexia, National Bank of Greece gibi Avrupalı bankaların giderek artan sayısı, finansal anlamda da Türkiye'nin Avrupa ile bütünleşmekte olduğunun bir göstergesidir³⁷. Bu bütünleşme sürecinde, Doğu Avrupa ülkelerinin bu tez çalışmasında

³⁶ Hesaplama baz alınan GSYİH rakamı, TÜİK'in eski milli gelir hesaplama yöntemine göre alınmıştır. Mart 2008'de başlatılan yeni yönteme göre bu oran % 42'ye düşmektedir.

³⁷ Buna rağmen, yabancı bankaların bankacılık kesimi toplam varlıkları açısından değerlendirildiğinde, Türkiye Doğu Avrupa ülkelerinin oldukça gerisinde kalmaktadır. Türkiye'de söz konusu oran % 25 civarındayken Doğu Avrupa ülkelerinin birçoğunda % 80'in üzerindedir.

incelenen tecrübeleri, Türkiye'nin AB'ye ekonomik olarak yakınsaması yolunda önemli dersler içermektedir. Türkiye, son yıllarda kaydettiği hızlı büyüme ve kalkınmaya rağmen, AB ülkeleri ve adayları içerisinde görece olarak halen en yoksul ülkelerden biridir. 2007 yılı itibariyle, Türkiye'nin satın alma paritesi bazında kişi başına düşen geliri, 2007 itibariyle AB'nin 27 üyesinin ortalamasının % 42.3'ü ile Romanya (% 40.7) ve Bulgaristan'ın (% 38.1) hemen üzerinde bulunmaktadır. Halihazırdaki resmi AB adayları içerisinde ise, AB ortalamasının % 29.4'ü düzeyinde gelire sahip olan Makedonya'nın üzerinde, % 55.9'una sahip Hırvatistan'ın ise altında bulunmaktadır. 1999 ve 2001'de geçirilen iki ekonomik kriz nedeniyle Türkiye, 2007 yılı itibariyle, kişi başına düşen gelirin AB'ye oranı açısından 1998'in yılındaki seviyesini (% 42.8) ancak yakalayabilmiştir. Buna rağmen, 2001 krizinden sonra uygulanan ekonomik program ve istikrarla birlikte sağlanan güçlü büyüme, 2004 yılından bu tarafa kişi başına düşen gelirden belirgin bir artış sağlamıştır. Grafik 4.1'de Türkiye'nin yeni AB üyesi Doğu Avrupa ülkeleri ile kişi başına düşen gelir açısından zaman içerisinde karşılaştırılması gösterilmektedir.



Grafik 4.1. Doğu Avrupa Ülkeleri ve Türkiye'nin 1997-2007 Döneminde, Satın Alma Gücü Paritesi Bazında Kişi Başına Düşen Gelirlerinin AB-27 ile Kıyaslaması AB-27 = 100.

Kaynak: Eurostat.

(http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=1996,45323734&_dad=portal&_schema=PORTAL&screen=welcomeref&open=/data/economy/na/nama/nama_aux&language=en&product=EU_DB_MAIN_TREE&root=EU_DB_MAIN_TREE&scrollto=651)

Ancak unutulmamalıdır ki, bir ülkenin AB'ye kabulünde görece zenginlik bir kriter olarak kabul edilmemekte, bunun yerine o ülke ekonomisinin ne kadar sağlıklı bir yapıda olduğuna bakılmaktadır (Derviş ve diğerleri, 2004, s.1). Örneğin, Bulgaristan ve Romanya 2007 başında birliğe üye olduklarında, satın alma gücü paritesi bazında kişi başına düşen gelirleri AB ortalamasının sırasıyla yalnızca % 36.7'si ve % 38.8'i düzeyindeydi. Bu ülkelerin AB üyelik müzakerelerine 1999'daki Helsinki Zirvesi ile başladığında ise bu oranlar yalnızca % 27 ve % 26 idi. Türkiye için ise, müzakerelerin başladığı 2004 yılında bu oran % 37.4'tür.

Ülkelerin yakınsama hızının, başlangıçtaki gelir seviyeleri ile ters orantılı olduğu düşünülürse, AB yolundaki Türkiye'nin Bulgaristan, Romanya, Hırvatistan ve Makedonya ile birlikte önümüzdeki yıllarda en hızlı büyüme potansiyeli olan ülkelere birisi olması beklenebilir. Bu yüksek potansiyelin yakalanabilmesi ve sürdürülebilmesi için istikrarlı ve etkin makroekonomik politikaların devam ettirilmesi, diğer taraftan da insan sermayesi ve teknolojik yatırımların artırılması gibi yapısal önlemler ve reformlar büyük önem taşımaktadır. Bunun yanı sıra, nüfus artış hızı yıllık olarak yaklaşık % 1 civarında olan Türkiye'nin, nüfusları yılda ortalama olarak % 0.1 azalan Bulgaristan ve Romanya gibi Avrupa ülkeleri ile kişi başına düşen gelir alanında rekabet edebilmesi için, bu ülkelere daha yüksek bir büyüme oranı sağlaması da gerekmektedir. Diğer yandan, yakınsama sürecinin lineer bir süreç olmadığı ve iç ve dış şoklardan etkilendiği göz önüne alındığında da, zaman içerisinde gelir seviyesi arttıkça büyüme oranının yavaşlaması ve bu süreçte karşılaşılabilecek olası şoklardan dolayı yakınsama hızının zaman zaman düşmesi, zaman zaman da hızlanması beklenmelidir. Fakat asıl önemlisi, bu sürecin mümkün olduğunca dengeli olması için çaba sarfedilmesidir³⁸.

Yeni AB üyesi Doğu Avrupa ülkelerinin bu tez çalışmasında incelenen tecrübeleri, Türkiye'nin önündeki hızlı yakınsama ve AB'ye entegrasyon sürecinde, dalgalı kur ve enflasyon hedeflemesi sisteminin,

³⁸ Yakınsama ve Türkiye hakkında detaylı iki çalışma için bkz. (Derviş ve diğerleri, 2004, Atalay, 2007).

ihtiyaç olan dengenin sağlanabilmesinde önemli avantajlar sağlayacağını göstermektedir.

Nasıl olsa ileride bir gün AB üyesi olup Euro'ya geçileceği gerekçesiyle şimdiden Euro'ya dayanan bir sabit kur sistemine geçmek gibi bir tercihin Türkiye için doğru olmadığı düşünülmektedir. En başta, bugüne kadar çeşitli sabit kur rejimi uygulayarak en sonunda dalgalı kur rejimi benimseyen ülkemiz için sabit kur rejimlerinin artık bir alternatif olmaktan çıktığı düşünülebilir³⁹.

TABLO 4.1. DÖNEMLER İTİBARIYLA TÜRKİYE'NİN DÖVİZ KURU REJİMİ UYGULAMALARI

1923-1980	Geleneksel Sabit Kur
01.01.1980-30.04.1981	Sürünen Bant
01.05.1981-30.11.1999	Yönetilen Dalgalanma
01.12.1999-16.02.2001	Sürünen Çapa
19.02.2001-	Dalgalalı Kur

Kaynak: Kasman ve Ayhan, 2006.

2000 yılının başında uygulanmaya başlanan, ancak kısa zamanda krizle sonuçlanan, sürünen çapa tarzı, nispeten daha az katı bir sabit kur sisteminin bir kez başarısız olduktan sonra tekrar denenmesinin, spekülasyonlarla yeniden devalüasyonla sonuçlanması uzak bir ihtimal değildir. Ayrıca, iki farklı alternatif olabilecek para kurulu ve tam euroizasyondan ikincisi, AB mevzuatına göre ERM II'ye uygun bir kur rejimi değildir. Geriye kalan para kurulu sistemi ise, ilk zamanlar olumlu sonuçlar gösterebilse de, Türkiye gibi hızlı yakınsama potansiyeline sahip bir ülkede zaman içerisinde, Letonya, Estonya ve Bulgaristan benzeri enflasyonist sonuçlar doğurması ve ileride olası bir Euro'ya geçişi geciktirmesi muhtemeldir.

AB üyeliğine kadar geçecek uzunca süre içerisinde, istikrarlı, etkin ve disiplinli ekonomi politikaları izleyip, gerek reel ekonomi gerekse de kurumsal ve finansal açıdan entegrasyonu sağlayarak AB ülkeleri ile arasındaki gelir farkını kapatan bir Türkiye, üyelik tarihi geldiğinde Euro'ya geçmek için ekonomik açıdan bugün Doğu Avrupa ülkelerinin olduğundan çok daha hazır

³⁹ Türkiye'de 1923'ten bu yana uygulanan döviz kuru rejimleri ve politikaları üzerine bilgi için bkz. Arat (2003).

bir konumda olacaktır. Bu nedenle, mevcut AB kurumlarının o zaman da varlıklarını sürdüreceği, ERM II sisteminin Maastricht kriterlerinin şartlarından biri olmaya devam edeceği gibi varsayımlar altında, Türkiye'nin AB üyeliğinin ardından hızlı bir şekilde ERM II sistemine girip iki yıl sonrasında ise Euro'ya kolaylıkla geçmesi muhtemeldir. Dalgalı kur ve enflasyon hedeflemesi sisteminin ise, Doğu Avrupa ülkelerinin tecrübeleri ışığında, Türkiye'nin önündeki uzun AB yolunda ekonominin dengeli bir şekilde seyrini sağlayacak gerekli esnekliği ve uygun politika araçlarını sağlayacağı düşünülmektedir. Önümüzdeki yıllarda hızlı büyüme ve yakınsama potansiyeli bulunan Türkiye'de esnek kurlar ekonomide ısınma baskılarını hafifletecekken, bağımsız para politikası ve enflasyon hedeflemesi sistemi de küreselleşen dünyada birbirlerine giderek yaklaşan ekonomik çevrimlerin daha iyi yönetilebilmesini sağlayacaktır. Bunları yaparken, Macaristan örneği ışığında bütçe disiplini ve yapısal reformların önemi unutulmamalı, AB sürecinin tek başına istikrar sağlayamayacağı akıldan çıkartılmamalıdır.

KAYNAKÇA

- Arat, K. (2003). Türkiye’de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Atalay, S. (2007). Yeni Avrupa Birliği Ülkelerinde ve Türkiye’de Reel Yakınsama. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Avrupa Komisyonu. (Aralık 2006). Yakınsama Raporu. Belçika. Erişim: 22 Eylül 2008, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication497_en.pdf
- Avrupa Komisyonu. (2008a). Yakınsama Raporu. Belçika. Erişim: 22 Eylül 2008, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12574_en.pdf
- Avrupa Komisyonu. (2008b). Ekonomik Tahminler, Sonbahar 2008. Belçika. Erişim: 04 Kasım 2008, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13290_en.pdf
- Balassa, B. (1964). The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal. *The Journal of Political Economy*, 72, VI, 584-596.
- Baxter, M. ve Stockman, A. C. (1989). Business Cycles and the Exchange-Rate Regime: Some International Evidence. *Journal of Monetary Economics*, 23, 1989, 377-400. Erişim: 30 Mart 2009. <http://ideas.repec.org/a/eee/moneco/v23y1989i3p377-400.html>
- Beker, E. (2006). Exchange Rate Regime Choice. *Panoeconomicus*, 2006, 3, 313-334. The Association of Economists of Vojvodina, Erişim:15 Aralık 2007 <http://sev.org.yu/casopis/trecibroj/exchange%20rate%20regime%20choice.pdf>
- Bubula, A. ve Otker-Robe, İ. (Kasım 2003). “Are Pegged and Intermediate Exchange Rate Regimes More Crisis Prone?”. Erişim: 30 Kasım 2007, IMF Çalışma Tebliği. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03223.pdf>

- Buiter, W. H. (1999). Optimal Currency Areas: Why Does the Exchange Rate Regime Matter? With an Application to UK membership in EMU. *Sixth Royal Bank of Scotland/Scottish Economic Society Annual Lecture*. Erişim: 30 Mart 2009, <http://www.nber.org/~wbuiter/scotland.pdf>
- Buiter, W. H. ve Grafe, C. (2004). Patching up the Pact: Suggestions for Enhancing Fiscal Sustainability and Macroeconomic Stability in an Enlarged European Union. *Economics of Transition*, 12, 1, 2004, 67-102, Erişim: 31 Ekim 2008, <http://www.nber.org/~wbuiter/trans.pdf>
- Bulgaristan Brüt Dış Borç Stoğu Verileri*. (1997-2007). Erişim: 15 Kasım 2008, Bulgaristan Merkez Bankası, <http://www.bnb.bg/bnb/home.nsf/fsWebIndex?OpenFrameset>
- Calvo, G. A. ve Reinhart C. M. (Kasım 2000). "Fear of Floating". Erişim: 13 Aralık 2007, NBER alışma Tebliği. <http://www.nber.org/papers/w7993>
- ihák, M. ve Holub, T. (2005). Price Convergence in EU-Accession Countries: Evidence from the International Comparison. *Economie Internationale* 102, 2005, 59-82, Erişim: 13 Temmuz 2008, <http://www.cepii.fr/anglaisgraph/publications/economieinter/rev102/cihak.pdf>
- Corker, R., Beaumont, C., Von Elkan, R. ve Iakova, D. (Nisan 2000). "Exchange Rate Regimes in Selected Advanced Transition Economies-Coping with Transition, Capital Inflows and EU Accession". Erişim: 4 Ekim 2007, IMF Tartışma Tebliği. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/pdp/2000/pdp03.pdf>
- Derviş, K., Gros, D., Öztrak, F., Bayar, F. ve Işık, Y. (Eylül 2004). "Relative Income Growth and Convergence". Erişim: 23 Ekim 2008, AB-Türkiye alışma Tebliği. <http://www.econturk.org/Turkey2004.html>
- Dış Ticaret İstatistikleri*. (Ağustos 2008). Erişim: 23 Ekim 2008. Türkiye İstatistik Kurumu, http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?tb_id=12&ust_id=4
- Dobrinsky, R. (2006). Catch up Inflation and Nominal Convergence: The Balancing Act for New EU Entrants. *Economic Systems*, 30, 2006, 424-442. Erişim: 25 Mayıs 2008. <http://www.sciencedirect.com/science/article/B6W8Y-4M7K9R3-1/2/ab7ab79894c682da0bbddfcdac449cef>
- Edwards, S. ve Levy-Yeyati, E. (Temmuz 2003). "Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers". Erişim: 13 Aralık 2007, NBER alışma Tebliği. <http://www.nber.org/papers/w9867>

- Égert, B. ve Podpiera, J. (Nisan 2008). Structural Inflation and Real Exchange Rate Appreciation in Visegrad-4 Countries: Balassa-Samuelson or Something Else?, *CEPR Policy Insight* No: 20, Erişim: 31 Ekim 2008
<http://www.cepr.org/pubs/PolicyInsights/PolicyInsight20.pdf>
- Eichengreen, B. (2003). The Accession Economies' Rocky Road to Euro., *eScholarship Repository*, University of California, Erişim: 3 Nisan 2008,
<http://repositories.cdlib.org/cgi/viewcontent.cgi?article=1015&context=ies>
- Eichengreen, B. ve Leblang, D. (2003). Exchange Rates and Cohesion: Historical Perspectives and Political Economy Considerations. *JCMS*, 2003, 41, 5, 797-822. Erişim: 30 Mart 2009,
<http://www3.interscience.wiley.com/cgi-bin/fulltext/118831950/PDFSTART>
- Estonya Dış Borç Verileri*. (1999-2007). Erişim: 16 Kasım 2008, Estonya Merkez Bankası,
http://www.bankofestonia.info/dynamic/itp1/itp_report_1c.jsp?startDay=1&startMonth=1&startYear=1997&endDay=31&endMonth=12&endYear=2008&className=EPSTAT1&step=9&nrOfQuarter=15&q1=8&q2=4&q3=2&q4=1&reference=654&references=553%3AEK%2C554%3AUDS%2C654%3AEUR&commttype=1&lang=en&submit=SHOW
- Fischer, S. (Haziran 2001). Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? *Distinguished Lecture on Economics in Government, American Economic Association and the Society of Government Economists*. Erişim: 22 Aralık 2007.
<http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.pdf>
- Frankel, J. (Ekim 2003). "Experiences of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies". Erişim: 12 Aralık 2007, NBER Çalışma Tebliği, <http://www.nber.org/papers/w10032>.
- Frankel, J. ve Rose, A. (Ağustos 1996). "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria", Erişim: 06 Ocak 2008, NBER Çalışma Tebliği, <http://www.nber.org/papers/w5700>
- Frankel, J. ve Rose, A. (Mayıs 2002). "An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income". KSG Çalışma Tebliği,
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=266691
- Frömmel, M. ve Schobert, F. (Mayıs 2006). Exchange Rate Regimes in Central and East European Countries: Deeds vs. Words. *Journal of Comparative Economics*, 34, 2006, 467-483. Erişim: 13 Şubat 2008,
<http://www.sciencedirect.com/science/article/B6WHV-4KGG5Y8-1/2/bef643ce995f27562db2768975093739>

- Genberg H. ve Swoboda, A. K. (2005). "Exchange Rate Regimes: Does What Countries Say Matter?" Erişim: 13 Aralık 2007, IMF Mensup Tebliği.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/2005/03/pdf/genberg.pdf>
- Ghosh, A. R., Gulde A. M. ve Wolf, H. C. (Ocak 1998). "Currency Boards: The Ultimate Fix?". Erişim: 12 Kasım 2007. IMF alışma Tebliği.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9808.pdf>
- Gosh A. R., Gulde, A., Ostry, J.D. ve Wolf, H. (Kasım 1996). Does the Exchange Rate Matter for Inflation and Growth? *Economic Issues*, II, IMF, Erişim: 13 Aralık 2007,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues2/issue2.pdf>
- Horvath, R. ve Komarek, L. (Ağustos 2002). Optimum Currency Area Theory: A Framework for Discussion About Monetary Integration. *Warwick Economic Research Papers* No: 647, Erişim: 07 Ocak 2008,
<http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/economics/research/papers/twerp647.pdf>
- IMF. (Temmuz 2008). Romania: 2008 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Romania. Washington D.C. Erişim: 19 Kasım 2008.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr08208.pdf>
- IMF. (Nisan 2008). Republic of Lithuania: 2008 Article IV Consultation—Staff Report. Washington D.C. Erişim: 25 Ağustos 2008,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr08141.pdf>
- IMF. (Ocak 2008). Czech Republic: 2007 Article IV Consultation-Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Decision; and Statement by the Executive Director for the Czech Republic. Washington D.C. Erişim: 15 Kasım 2008,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr0839.pdf>
- IMF. (2007). Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Washington D.C.
- IMF. (Temmuz 2007b). Republic of Estonia: 2007 Article IV Consultation—Staff Report. Washington D.C. Erişim: 25 Ağustos 2008,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2007/cr07255.pdf>
- IMF. (Haziran 2007a). Slovak Republic: 2007 Article IV Consultation—Staff Report. Washington D.C. Erişim: 25 Ağustos 2008,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2007/cr07226.pdf>
- IMF. (şubat 2007). Cyprus: 2006 Article IV Consultation—Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Decision; and Statement by the Executive Director for Cyprus. Washington D.C. Erişim: 16 Kasım 2008,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2007/cr0776.pdf>

- IMF. (Ekim 2006). Republic of Latvia: 2008 Article IV Consultation—Staff Report. Washington D.C. Erişim: 25 Ağustos 2008, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2006/cr06353.pdf>
- IMF. (Mayıs 2006). Romania: 2006 Article IV Consultation—Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Romania. Washington D.C. Erişim: 19 Kasım 2008, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2006/cr06168.pdf>
- IMF. (Mart 2005). Slovak Republic: 2004 Article IV Consultation—Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Slovak Republic. Washington D.C. Erişim: 19 Kasım 2008, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2005/cr0571.pdf>
- IMF (Temmuz 2004). Romania: 2004 Article IV Consultation and Request for Stand-By Arrangement—Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice and Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Romania. Washington D.C. Erişim: 19 Kasım 2008, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2004/cr04221.pdf>
- IMF (Ocak 2004). Czech Republic: 2003 Article IV Consultation-Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Decision; and Statement by the Executive Director for the Czech Republic. Washington D.C. Erişim: 15 Kasım 2008, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2004/cr0402.pdf>
- IMF (Eylül 2003). Malta: 2003 Article IV Consultation-Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Decision; and Statement by the Executive Director for Malta. Washington D.C. Erişim: 17 Kasım 2008, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2003/cr03276.pdf>
- IMF (Nisan 2003). Republic of Latvia: Statistical Appendix. Washington D.C. Erişim: 16 Kasım 2008, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2003/cr03112.pdf>
- IMF (Şubat 2003). Cyprus: 2002 Article IV Consultation—Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Decision; and Statement by the Executive Director for Cyprus. Washington D.C. Erişim: 16 Kasım 2008, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2003/cr0330.pdf>
- IMF (Ocak 2003). Romania: Article IV Consultation-Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Decision; and Statement by the Executive Director for the Czech Republic. Washington D.C. Erişim: 19 Kasım 2008, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2003/cr0311.pdf>

- IMF (Ocak 2003). Romania: Selected Issues and Statistical Appendix. Washington D.C. Erişim:18 Kasım 2008, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2003/cr0312.pdf>
- IMF (Eylül 2002). Slovak Republic: Article IV Consultation-Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Decision; and Statement by the Authorities of the Slovak Republic. Washington D.C. Erişim:19 Kasım 2008, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2002/cr02209.pdf>
- IMF (Ağustos 2002). Bulgaria: 2002 Article IV Consultation and First Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Waiver of non-Observance and Waiver of Applicability-Staff Report; Staff Statement; Public Information Notice; and News Brief on the Executive Board Discussion. Washington D.C. Erişim:15 Kasım 2008, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2002/cr02174.pdf>
- IMF (Temmuz 2002). Republic of Estonia: Statistical Appendix. Washington D.C. Erişim:16 Kasım 2008, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2002/cr02133.pdf>
- Juhn, G. ve Mauro, P. (Haziran 2002). "Long-Run Determinants of Exchange Rate Regimes: A Simple Sensitivity Analysis". Erişim: 11 Kasım 2007. IMF Çalışma Tebliği, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02104.pdf>
- Kasman, S. ve Ayhan, D. (2006). Macroeconomic Volatility Under Different Exchange Rate Regimes in Turkey. *Central Bank Review*, 2006, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Erişim: 15 Ekim 2008. <http://www.tcmb.gov.tr/research/cbreview/july06-3.pdf>
- Kava, T. H. (Haziran 2005). ERM II'de Gelecek Var mı? Türkiye Açısından Olası Senaryolar ve Politika Önerileri Nelerdir? Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Krugman, P. R. ve Obstfeld, M. (2003). International Economics, Theory and Policy. 6th edition, Boston, Addison Wesley.
- Letonya Dış Borç Verileri (2000-2007)*. Erişim: 17 Kasım 2008, Letonya Merkez Bankası, http://www.bank.lv/LMB/LMB_en.php?tables=8&lang=2&period-f=1997&period-t=2008&periodiskums=1¤cy=2&mervieniba=2
- Litvanya Dış Borç Verileri (1997-2007)*. Erişim: 17 Kasım 2008, Litvanya Merkez Bankası, http://www.lb.lt/stat_pub/statbrowser.aspx?group=8000&lang=en
- Levy-Yeyati ve E., Sturzenegger, F. (Ocak 2002). Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words. *European Economic Review*, 49, VI, 1603-1635. Erişim: 23 Aralık 2007, <http://www.sciencedirect.com/science/article/B6V64-4BSW0CT-1/2/6a9090bdfaa94fb89a7329d92391c325>

- Lewis, J. (Ocak 2007). "Hitting and Hoping? Meeting the Exchange Rate and Inflation Criteria During a Period of Nominal Convergence". Erişim: 15 Ocak 2008. CESIFO alışma Tebliği.
<http://ideas.repec.org/p/dnb/dnbwpp/130.html>
- Macaristan Dış Borç Verileri (1997-2007)*. Erişim: 17 Kasım 2008, Macaristan Merkez Bankası,
http://english.mnb.hu/Engine.aspx?page=mnben_statiztikai_idosork&ContentID=11140
- Malta Dış Borç Verileri (2003-2007)*. Erişim: 18 Kasım 2008, Malta Merkez Bankası,
http://www.centralbankmalta.org/site/excel/statistics/gross_ext_debt.xls
- Malta Uluslararası Rezerv Verileri (1997-2007)*. Erişim: 18 Kasım 2008, Malta Merkez Bankası,
http://www.centralbankmalta.org/site/excel/statistics/ofr_timeseries.xls
- Markiewicz, A. (Ocak 2005). Choice of Exchange Rate Regime in Central and Eastern European Countries: An Empirical Analysis. *Centre D'Etudes Prospectives et D'Informations Internationales*. Erişim 23 Aralık 2007,
<http://www.cepii.fr/anglaisgraph/communications/pdf/2005/16170305/Markiewicz.pdf>
- Mihaljek, D. ve Klau, M. (Ekim 2003). "The Balassa-Samuelson Effect in Central Europe: A Disaggregated Analysis". Erişim: 13 Nisan 2008, BIS alışma Tebliği. <http://www.bis.org/publ/work143.htm>
- Mongelli, Francesco P. (Nisan 2002). "'New' Views on the Optimal Currency Area Theory: What is EMU Telling Us?". Erişim: 06 Ocak 2008, ECB alışma Tebliği. <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp138.pdf>
- Nerlich, C. (2002). Exchange Rate Strategies of EU Accession Countries: Does Exchange Rate Policy Matter? *KOBE Research Seminar on "Regional Economic, Financial and Monetary Co-operation: The European and Asian Experience*, 15-16 Nisan 2002, Frankfurt. Erişim: 05 Eylül 2007,
<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/tyousa/tyou046.pdf>
- Obstfeld, M. ve Rogoff, K. (Temmuz 1995). "The Mirage of Fixed Exchange Rates". Erişim: 13 Aralık 2007, NBER alışma Tebliği.
<http://www.nber.org/papers/w5191>
- Polonya Dış Bor Verileri (1997-2007)*. Erişim: 18 Kasım 2008, Polonya Merkez Bankası,
http://www.nbp.pl/en/statystyka/czasowe_dwn/zadl96_07a.xls

- Reinhart C. ve M. Rogoff, K. S. (Haziran 2002). "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation". Erişim: 14 Aralık 2007, NBER Çalışma Tebliği. <http://www.nber.org/papers/w8963>
- Rogoff, K. S., Husain, A., M., Mody, A., Brooks, R. ve Oomes, N. (Aralık 2003). "Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes". Erişim: 12 Aralık 2007. IMF Çalışma Tebliği. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03243.pdf>
- Sachs, J. D. (Mayıs 1996). Economic Transition and the Exchange Rate Regime. *The American Economic Review*, 86, II, 147-152.
- Samuelson, P., A. (1964). Theoretical Notes on Trade Problems, *Review of Economics and Statistics*, 46, 147-154.
- Samsar, A. (Ekim 2003). Optimal Para Alanı Teorisi Çerçevesinde Türkiye Analizi. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Slovenya Dış Borç Verileri*. Erişim: 20 Kasım 2008. Slovenya Merkez Bankası, http://www.bsi.si/pxweb/Dialog/Database/ang/serije/03_ekonomski_odnosi/05_zunanji_dolg/05_zunanji_dolg.asp
- Stanová, I. M. (2007). Issues of Convergence in Economies with a Fixed Exchange Rate: Experience of the Baltic Countries, *NBS BIATEC Banking Journal*, 15, 2007, National Bank of Slovakia, Erişim: 22 Ağustos 2008 <http://www.nbs.sk/INDEXA.HTM>
- Structural Change Indicators*. Erişim: 22 Aralık 2008. European Bank for Reconstruction and Development (EBRD), <http://www.ebrd.com/country/sector/econo/stats/sci.xls>
- Vanags, A. ve Hansen, M. (Mayıs 2006). Inflation in the Baltic states and other EU new member states: Is there a mystery to unravel? *Baltic International Centre for Economic Policy Studies*, Erişim: 10 Eylül 2008, <http://www.biceps.org/files/Inflation%20paper.pdf>
- Von Hagen, J. ve Zhou, J. (2005a). The Choice of Exchange Rate Regime, An Empirical Analysis for Transition Economies. *Economics of Transition*, 13, IV, 2005, 679-703. Erişim: 13 Şubat 2008, <http://www.blackwell.synergy.com/doi/pdf/10.1111-j.0967-0750.2005.00237.x>
- Von Hagen, J. ve Zhou, J. (2005b). De facto and Official Exchange Rate Regimes in Transition Economies. *Economic Systems*, 29, II, 2005, 256-275. Erişim: 03 Ocak 2008, <http://www.sciencedirect.com/science/article/B6W8Y-4GP1VCP-1/2/3aaf0b61cc4638c004c07acf5688e1cc>

Von Hagen, J. ve Zhou, J. (2007). The Choice of Exchange Rate Regimes in Developing Countries: A Multinomial Panel Analysis. *Journal of International Money and Finance*, 26, 2007, 1071-1094. Erişim: 03 Ocak 2008, <http://www.elsevier.com/locate/jimf>

EKLER

BULGARİSTAN MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİ*

	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Nüfus (milyon kişi)	8.3	8.3	8.2	8.2	8.2	7.9	7.9	7.8	7.8	7.7	7.7
GSYİH (milyar euro)	9.2	11.4	12.2	13.7	15.2	16.6	17.8	19.9	21.9	25.2	28.9
Reel GSYİH Artış Oranı (%)	-5.6	4	2.3	5.4	4.1	4.5	5	6.6	6.2	6.3	6.2
Kişi Başına Düşen GSYİH (euro)	1100	1375	1478	1673	1871	2107	2263	2548	2820	3269	3763
Kişi Başına Düşen GSYİH (SAGP Bazında)	4300	4600	4800	5300	5800	6300	6700	7300	7900	8600	9500
İşsizlik Oranı (%)	13.7	12.2	14.1	16.4	19.5	18.2	13.7	12.1	10.1	9.0	6.9
Dış Ticaret Dengesi (milyar euro)	0.6	0.0	-0.7	-0.7	-1.3	-1.2	-1.7	-2.3	-3.6	-4.6	-6.2
İhracat (mal ve hizmetler)	5.5	5.3	5.4	7.6	8.1	8.6	9.5	11.3	13.0	16.2	18.1
İthalat (mal ve hizmetler)	4.9	5.3	6.1	8.3	9.5	9.8	11.2	13.6	16.6	20.8	24.3
Cari İşlemler Dengesi	0.5	-0.4	-0.6	-0.8	-1.1	-0.9	-1.5	-1.3	-2.7	-4.5	-6.3
Finans ve Sermaye Hesabı Dengesi	-0.7	0.3	0.6	0.9	0.3	1.1	1.0	1.0	3.6	5.4	7.8
Portföy Yatırımları	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	0.1	-0.1	-0.2	-0.4	-1.0	0.3	-0.5
Net Doğrudan Yabancı Yatırımlar	0.4	0.5	0.7	1.1	0.9	1.0	1.2	2.3	3.2	5.9	6.3
Diğer	0.2	0.5	0.6	0.4	-0.3	0.9	0.7	0.6	1.6	0.6	4.6
Dış Ticaret Dengesi (GSYİH'nin %'si)	6.5	0.1	-5.8	-5.3	-8.7	-7.3	-9.4	-11.6	-16.4	-18.4	-21.4
Cari İşlemler Dengesi (GSYİH'nin %'si)	5.2	-3.9	-5.1	-5.5	-7.3	-5.6	-8.5	-6.6	-12.4	-17.8	-21.8
Uluslararası Rezervler (altın hariç, milyar euro)	2.3	2.6	3.2	3.7	4.1	4.6	5.4	6.9	7.4	8.9	11.9
TÜFE (Uyumlaştırılmış, yıllık % değişim)	549.2**	39.6	2.6	10.3	7.4	5.8	2.3	6.2	6.1	7.5	7.6
Bütçe Dengesi/GSYİH (%)	-2.0**	0.9**	-0.9**	-0.1	0.40	-1.00	-0.50	1.40	1.80	3.00	3.40
Kamu Borçları/GSYİH (Brüt, %)	105.1	79.6	79.3	74.3	67.3	53.6	45.9	37.9	29.2	22.7	18.2
Toplam Dış Borçlar/GSYİH (Brüt, %)**	100.4	85.5	89.2	86.7	78.3	64.8	59.9	63.7	70.9	81.7	99.8
Kısa Vadeli	4.1	3.9	9.3	9.6	7.1	9.1	8.6	12.3	18.0	24.8	33.7
Uzun Vadeli	3.9	3.2	1.0	5.0	7.5	7.8	11.6	18.3	28.2	36.4	44.1
Özel Sektörün Dış Borcu/GSYİH (%)	8.0	7.1	10.3	14.6	14.7	16.9	20.2	30.6	47.1	63.7	85.7
Döviz Kuru (Leva/ECU-EUR, ortalama)****	1.90	1.97	1.96	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	1.96	1.96	1.96

*Aksi belirtilmedikçe kaynak Eurostat.

** IMF, Article IV, 2002

*** 1997-1998 verileri IMF Selected Issues 2002

1999-2007 verileri Bulgaristan Merkez Bankası

**** 1 Ocak 1999'dan sonra Euro karşısında

ÇEK CUMHURİYETİ MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİ*

	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Nüfus (milyon kişi)	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3	10.2	10.2	10.2	10.2	10.3	10.3
GSYİH (milyar euro)	50.4	55.4	56.4	61.5	69.0	80.0	80.9	88.3	100.2	113.5	127.1
Reel GSYİH Artış Oranı (%)	-0.8	-1.0	1.3	3.6	2.5	1.9	3.6	4.5	6.3	6.8	6
Kişi Başına Düşen GSYİH (euro)	4900	5382	5482	5982	6723	7836	7934	8645	9803	11069	12368
Kişi Başına Düşen GSYİH (SAGP Bazında)	11800	12000	12400	13000	13900	14400	15200	16300	17100	18400	20200
İşsizlik Oranı (%)	4.8	6.4	8.6	8.7	8.0	7.3	7.8	8.3	7.9	7.2	5.3
Dış Ticaret Dengesi (milyar euro)	-2.8	-0.6	-0.7	-1.9	-1.7	-1.6	-1.8	0.1	3.2	3.9	6.4
İhracat (mal ve hizmetler)	26.0	30.0	31.3	39.0	45.1	48.1	49.9	61.9	72.3	86.8	101.9
İthalat (mal ve hizmetler)	28.8	30.6	31.9	40.8	46.8	49.7	51.7	61.8	69.0	82.9	95.5
Cari İşlemler Dengesi	-3.2	-1.1	-1.4	-3.0	-3.7	-4.4	-5.0	-4.7	-1.3	-2.9	-2.3
Finans ve Sermaye Hesabı Dengesi	2.5	0.9	1.3	3.3	3.1	4.2	4.5	5.0	2.3	3.5	3.6
Portföy Yatırımları	0.9	1.0	-1.3	-1.9	1.0	-1.5	-1.1	1.6	-2.7	-0.9	-1.9
Net Doğrudan Yabancı Yatırımlar	1.1	3.2	5.9	5.4	6.1	8.9	1.7	3.2	9.4	3.2	5.7
Diğer	-1.03	-1.56	-1.63	0.78	-1.95	4.16	4.24	0.92	-1.36	1.24	-0.45
Dış Ticaret Dengesi (GSYİH'nin %'si)	-5.6	-1.1	-1.2	-3.0	-2.5	-2.0	-2.2	0.1	3.2	3.5	5.0
Cari İşlemler Dengesi (GSYİH'nin %'si)	-6.3	-2.1	-2.4	-4.8	-5.3	-5.6	-6.2	-5.3	-1.3	-2.6	-1.8
Uluslararası Rezervler (altın hariç, milyar euro)	8.9	10.7	12.8	14.2	16.4	22.6	21.3	20.9	25.1	23.9	23.7
TÜFE (Uyumlaştırılmış, yıllık % değişim)	8.0	9.8	1.8	3.9	4.5	1.4	-0.1	2.6	1.6	2.1	3.0
Bütçe Dengesi/GSYİH (%)	-3.8	-5.0	-3.7	-3.7	-5.7	-6.8	-6.6	-3.0	-3.6	-2.7	-1.6
Kamu Borçları/GSYİH (Brüt, %)	13.1	15.0	16.4	18.5	15.1	28.5	30.1	30.4	29.7	29.4	28.7
Toplam Dış Borçlar/GSYİH (Brüt, %)**	44.6	39.5	43.2	38.1	36.2	35.8	35.2	41.3	37.2	40.8	37.4
Kısa Vadeli	20.9	16.8	17.1	16.0	15.4	13.9	15.3	14.0	11.7	12.5	11.8
Uzun Vadeli	19.4	19.8	23.3	20.6	19.4	19.8	19.9	21.1	13.4	20.0	17.1
Özel Sektörün Dış Borcu/GSYİH (%)	40.3	36.6	40.4	36.6	34.8	33.7	35.2	35.1	25.1	32.5	28.9
Döviz Kuru (Kron/EUR, ortalama)***	35.9	36.1	36.9	35.6	34.1	30.8	31.8	31.9	29.8	28.3	27.8

* Aksi belirtilmedikçe kaynak Eurostat

** 2000-2007 verileri IMF Article IV, 2007

1997-1999 verileri IMF Article IV, 2003

*** 1 Ocak 1999'dan önce ECU karşısında

ESTONYA MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİ*

	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Nüfus (milyon kişi)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3
GSYİH (milyar euro)	4.4	5.0	5.3	6.1	6.9	7.8	8.7	9.7	11.1	13.1	15.3
Reel GSYİH Artış Oranı (%)	10.4	5.4	-0.1	9.6	7.7	7.8	7.1	7.5	9.2	10.4	6.3
Kişi Başına Düşen GSYİH (euro)	3200	3582.7	3865.2	4454.7	5048.2	5703.7	6391.2	7148.9	8214.8	9706.7	11395.5
Kişi Başına Düşen GSYİH (SAGP Bazında)	6800	7200	7500	8500	9100	10200	11300	12400	13900	15900	17600
İşsizlik Oranı	9.6	9.2	11.3	12.8	12.4	10.3	10.0	9.7	7.9	5.9	4.7
Dış Ticaret Dengesi (milyar euro)	-0.5	-0.5	-0.2	-0.2	-0.2	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7	-1.5	-1.7
İhracat (mal ve hizmetler)	3.2	3.7	3.8	5.2	5.6	5.5	6.0	7.0	8.9	10.5	11.3
İthalat (mal ve hizmetler)	3.7	4.2	4.0	5.5	5.8	6.1	6.7	7.7	9.6	12.1	13.0
Cari İşlemler Dengesi	-0.5	-0.4	-0.2	-0.3	-0.4	-0.8	-1.0	-1.1	-1.1	-2.2	-2.8
Finans ve Sermaye Hesabı Dengesi	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	0.8	1.0	1.1	1.0	2.2	2.6
Portföy Yatırımları	0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	0.2	0.2	0.6	-1.8	-1.1	-0.4
Net Doğrudan Yabancı Yatırımlar	0.1	0.5	0.2	0.4	0.4	0.2	0.7	0.6	1.7	0.5	0.8
Diğer	0.4	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.5	0.3	0.2	1.3	2.9	2.2
Dış Ticaret Dengesi (GSYİH'nin %'si)	-10.6	-9.8	-4.5	-3.7	-3.3	-6.8	-7.4	-7.4	-6.3	-11.8	-11.3
Cari İşlemler Dengesi (GSYİH'nin %'si)	-11.2	-8.6	-4.3	-5.3	-5.4	-9.8	-11.3	-11.7	-10.0	-16.7	-18.1
Uluslararası Rezervler (altın hariç, milyar euro)	0.7	0.7	0.9	1.0	0.9	1.0	1.1	1.3	1.6	2.1	2.2
TÜFE (Uyumlaştırılmış, yıllık % değişim)	9.3	8.8	3.1	3.9	5.6	3.6	1.4	3.0	4.1	4.5	6.7
Bütçe Dengesi/GSYİH (%)	2.2	-0.7	-3.5	-0.2	-0.1	0.4	1.8	1.6	1.8	3.4	2.8
Kamu Borçları/GSYİH (Brüt, %)	6.2	5.5	6.0	5.2	4.8	5.6	5.6	5.1	4.5	4.2	3.4
Toplam Dış Borçlar/GSYİH (Brüt, %)**	57.4	53.3	53.7	53.0	53.6	57.9	64.5	76.1	86.1	97.7	112.4
Kısa Vadeli	19.9	16.5	16.3	18.2	17.4	18.0	21.7	21.9	29.6	34.5	34.3
Uzun Vadeli	32.6	32.6	32.9	31.3	33.5	36.9	39.6	51.2	53.8	60.3	76.1
Özel Sektörün Dış Borcu/GSYİH (%)	52.5	49.1	49.2	49.5	50.8	54.9	61.3	73.0	83.4	94.8	110.4
Döviz Kuru (Kron/EUR, ortalama)***	15.71	15.75	15.65	15.65	15.65	15.65	15.65	15.65	15.65	15.65	15.65

* Aksi belirtilmedikçe kaynak Eurostat.

** 1997-1998, IMF Statistical Appendix, 2002

1999-2007, Estonya Merkez Bankası

*** 1 Ocak 2009 öncesinde ECU karşısında

GÜNEY KIBRIS RUM KESİMİ MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİ*

	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Nüfus (milyon kişi)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
GSYİH (milyar euro)	7.8	8.5	9.2	10.1	10.8	11.2	11.8	12.7	13.7	14.7	15.7
Reel GSYİH Artış Oranı (%)	2.4	5.0	4.8	5.0	4.0	2.1	1.9	4.2	3.9	4.1	4.4
Kişi Başına Düşen GSYİH (euro)	11700	12546	13475	14606	15430	15732	16368	17436	18212	19056	20086
Kişi Başına Düşen GSYİH (SAGP Bazında)	13900	14700	15600	16900	18000	18300	18400	19600	20800	21700	23200
İşsizlik Oranı (%)				4.9	3.8	3.6	4.1	4.7	5.3	4.6	4
Dış Ticaret Dengesi (milyar euro)	-0.3	-0.5	-0.3	-0.6	0.2	-0.1	-0.1	-0.3	-0.4	-0.6	-1.0
İhracat (mal ve hizmetler)	3.6	3.6	3.9	4.5	6.0	5.7	5.5	6.0	6.5	6.8	7.5
İthalat (mal ve hizmetler)	3.9	4.1	4.2	5.1	5.8	5.8	5.6	6.3	6.9	7.4	8.5
Cari İşlemler Dengesi	0.4	0.7	0.3	0.3	0.4	0.5	0.2	0.4	0.6	1.0	2.0
Finans ve Sermaye Hesabı Dengesi	0.4	0.7	0.3	0.3	0.4	0.5	0.2	0.5	0.7	1.0	2.0
Portföy Yatırımları	0.1	0.2	0.0	-0.2	0.3	-0.6	0.2	0.9	-0.1	-0.1	-0.3
Net Doğrudan Yabancı Yatırımlar	0.0	0.2	0.0	0.0	0.8	0.6	0.3	0.3	0.5	0.5	0.7
Diğer	0.3	0.3	0.3	0.5	0.0	1.0	-0.5	-0.5	0.8	1.3	1.3
Dış Ticaret Dengesi (GSYİH'nin %'si)	-4.0	-6.3	-2.7	-6.0	1.6	-1.2	-0.5	-2.7	-2.6	-4.0	-6.6
Cari İşlemler Dengesi (GSYİH'nin %'si)	4.8	7.8	3.8	2.9	3.6	4.2	1.8	3.3	4.3	6.7	12.9
Uluslararası Rezervler (altın hariç, milyar euro)	0.8	0.8	1.1	1.2	1.6	1.8	1.6	1.8	2.2	2.6	2.4
TÜFE (Uyumlaştırılmış, yıllık % değişim)	3.3	2.4	1.1	4.9	2.0	2.8	4.0	1.9	2.0	2.2	2.1
Bütçe Dengesi/GSYİH (%)	-5.0	-4.1	-4.3	-2.3	-2.2	-4.4	-6.5	-4.1	-2.4	-1.2	3.3
Kamu Borçları/GSYİH (Brüt, %)	54.4	58.4	58.7	58.8	60.7	64.6	68.9	70.2	69.1	64.8	59.8
Toplam Dış Borçlar/GSYİH (Brüt, %)**	32.7	34.1	36.5	34.0	39.4	47.4	51.6	64.2	74.4	81.5	80.9
Kısa Vadeli	6.9	6.0	6.2	6.1	5.4	4.4	5.3	5.2	3.8	3.8	3.8
Uzun Vadeli	25.8	28.1	30.3	27.9	34.0	43.0	46.3	59.0	70.6	77.7	77.1
Özel Sektörün Dış Borcu/GSYİH (%)	20.8	19.8	19.4	19.0	26.4	34.1	35.8	45.0	57.3	66.5	66.3
Döviz Kuru (Pound/EUR, ortalama)***	0.58	0.58	0.58	0.57	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58

*Aksi belirtilmedikçe kaynak Eurostat

** 2002-2007 verileri Article IV, 2006

1997-2001 verileri Article IV, 2002

*** 1 Ocak 2009 öncesinde ECU karşısında

LETONYA MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİ*

	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Nüfus (milyon kişi)	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
GSYİH (milyar euro)	5.508	6.014	6.817	8.495	9.319	9.911	9.997	11.176	13.012	16.046	19.936
Reel GSYİH Artış Oranı (%)	8.4	4.7	3.3	6.9	8	6.5	7.2	8.7	10.6	11.9	10.2
Kişi Başına Düşen GSYİH (euro)	2300	2485	2840	3569	3949	4217	4291	4817	5633	7007	8744
Kişi Başına Düşen GSYİH (SAGP Bazında)	5600	6000	6400	7000	7700	8400	9000	9900	11200	12600	14400
İşsizlik Oranı (%)	14.9	14.3	14	13.7	12.9	12.2	10.5	10.4	8.9	6.8	6
Dış Ticaret Dengesi (milyar euro)	-0.4	-0.7	-0.6	-0.6	-0.9	-1.0	-1.3	-1.8	-2.0	-3.6	-4.3
İhracat (mal ve hizmetler)	2.5	2.8	2.7	3.5	3.8	4.0	4.2	4.9	6.1	7.1	8.7
İthalat (mal ve hizmetler)	3.0	3.5	3.4	4.2	4.8	5.0	5.4	6.6	8.1	10.6	13.0
Cari İşlemler Dengesi	-0.3	-0.6	-0.6	-0.4	-0.7	-0.7	-0.8	-1.4	-1.6	-3.6	-4.8
Finans ve Sermaye Hesabı Dengesi	0.2	0.5	0.6	0.5	0.7	0.7	0.8	1.4	1.9	3.5	4.9
Portföy Yatırımları	-0.5	0.0	0.3	-0.4	0.1	-0.2	-0.2	0.2	-0.1	0.0	-0.5
Net Doğrudan Yabancı Yatırımlar	0.5	0.3	0.3	0.4	0.1	0.3	0.2	0.4	0.5	1.2	1.4
Diğer	0.3	0.2	0.1	0.4	0.7	0.6	0.8	1.1	1.8	3.6	4.1
Dış Ticaret Dengesi (GSYİH'nin %'si)	-7.7	-12.1	-9.5	-7.6	-10.0	-10.0	-12.7	-15.8	-15.2	-22.2	-21.8
Cari İşlemler Dengesi (GSYİH'nin %'si)	-5.6	-9.5	-8.9	-4.8	-7.6	-6.6	-8.1	-12.9	-12.5	-22.5	-23.8
Uluslararası Rezervler (altın hariç, milyar euro)	0.8	0.7	0.9	1.0	1.4	1.3	1.2	1.5	2.0	3.5	4.0
TÜFE (Uyumlaştırılmış, yıllık % değişim)	8.1	4.3	2.1	2.6	2.5	2.0	2.9	6.2	6.9	6.6	10.0
Bütçe Dengesi/GSYİH (%)	-1.4	0.0	-3.9	-2.8	-2.1	-2.3	-1.6	-1.0	-0.4	-0.2	0.0
Kamu Borçları/GSYİH (Brüt, %)	11.1	9.6	12.5	12.8	14.0	13.5	14.6	15.0	12.4	10.7	9.7
Toplam Dış Borçlar/GSYİH (Brüt, %)**	49.6	49.1	57.5	60.3	68.0	69.2	75.5	88.3	98.4	113.0	134.6
Kısa Vadeli	32.3	30.2	35.2	35.6	36.9	41.0	45.6	50.6	48.5	49.8	58.1
Uzun Vadeli	17.3	18.9	22.3	24.6	31.1	28.2	29.9	37.7	49.9	63.2	76.5
Özel Sektörün Dış Borcu/GSYİH (%)	42.7	41.5	46.9	53.0	59.0	61.6	68.6	80.3	91.8	107.1	129.2
Döviz Kuru (Lat/EUR, ortalama)***	0.66	0.66	0.63	0.56	0.56	0.58	0.64	0.67	0.70	0.70	0.70

* Aksi belirtilmedikçe kaynak Eurostat

** 1997-2000 verileri IMF Statistical Appendix, 2003

2000-2007 verileri Letonya Merkez Bankası

*** 1 Ocak 2009 öncesinde ECU karşısında

LİTVANYA MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİ*

	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Nüfus (milyon kişi)	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.4	3.4	3.4
GSYİH (milyar euro)	8.8	10.0	10.2	12.4	13.6	15.1	16.5	18.2	20.9	24.0	28.4
Reel GSYİH Artış Oranı (%)	4.7	7.5	-1.5	4.2	6.7	6.9	10.2	7.4	7.8	7.8	8.9
Kişi Başına Düşen GSYİH (euro)	2500	2800	2900	3500	3900	4300	4800	5300	6100	7100	8400
Kişi Başına Düşen GSYİH (SAGP Bazında)	6200	6800	6900	7500	8200	9000	10200	10900	12000	13400	15200
İşsizlik Oranı (%)	14.1	13.2	13.7	16.4	16.5	13.5	12.5	11.4	8.3	5.6	4.3
Dış Ticaret Dengesi (milyar euro)	-0.9	-1.1	-1.0	-0.8	-0.7	-0.8	-0.9	-1.3	-1.5	-2.5	-3.8
İhracat (mal ve hizmetler)	4.6	4.5	4.0	5.6	6.8	7.9	8.4	9.4	12.0	14.1	15.4
İthalat (mal ve hizmetler)	5.5	5.7	5.0	6.3	7.5	8.8	9.4	10.7	13.5	16.6	19.3
Cari İşlemler Dengesi	-0.9	-1.2	-1.1	-0.7	-0.6	-0.8	-1.1	-1.4	-1.5	-2.6	-4.1
Finans ve Sermaye Hesabı Dengesi	0.4	0.9	1.2	0.6	0.5	0.6	1.0	1.2	1.5	2.8	4.2
Portföy Yatırımları	0.2	0.0	0.5	0.3	0.3	0.0	0.2	0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Net Doğrudan Yabancı Yatırımlar	0.2	0.8	0.5	0.4	0.5	0.8	0.1	0.4	0.5	1.2	1.0
Diğer	0.2	0.5	0.1	0.1	0.1	0.3	1.0	0.3	1.5	2.7	3.7
Dış Ticaret Dengesi (GSYİH'nin %'si)	-10.3	-11.4	-10.1	-6.4	-5.4	-5.5	-5.7	-7.0	-7.2	-10.3	-13.4
Cari İşlemler Dengesi (GSYİH'nin %'si)	-9.8	-11.6	-11.0	-6.0	-4.7	-5.1	-6.8	-7.7	-7.1	-10.6	-14.6
Uluslararası Rezervler (altın hariç, milyar euro)	1.0	1.3	1.2	1.5	1.9	2.3	2.8	2.6	3.2	4.4	5.3
TÜFE (Uyumlaştırılmış, yıllık % değişim)	10.3	5.4	1.5	1.1	1.5	0.4	-1.1	1.2	2.7	3.8	5.8
Bütçe Dengesi/GSYİH (%)	-11.9	-3.1	-2.8	-3.2	-3.6	-1.9	-1.3	-1.5	-0.5	-0.5	-1.2
Kamu Borçları/GSYİH (Brüt, %)	15.6	16.7	22.8	23.7	23.1	22.4	21.2	19.4	18.6	18.2	17.3
Toplam Dış Borçlar/GSYİH (Brüt, %)**		32.1	43.9	42.2	44.0	39.5	40.4	42.3	50.7	60.2	72.3
Kısa Vadeli		9.0	10.4	9.7	13.0	21.9	23.8	23.0	28.3	25.7	26.2
Uzun Vadeli		23.2	33.6	32.5	31.0	17.6	16.6	19.3	22.4	34.6	46.1
Özel Sektörün Dış Borcu/GSYİH (%)		21.9	25.8	25.2	27.3	25.8	27.7	30.3	39.6	47.6	59.8
Döviz Kuru (Lita/EUR, ortalama)***	4.54	4.48	4.27	3.70	3.58	3.46	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45

* Aksi belirtilmedikçe kaynak Eurostat

** Litvanya Merkez Bankası

*** 1 Ocak 2009 öncesinde ECU karşısında

MACARİSTAN MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİ*

	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Nüfus (milyon kişi)	10.3	10.3	10.3	10.2	10.2	10.2	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1
GSYİH (milyar euro)	40.4	41.9	45.1	52.0	59.5	70.6	74.6	82.2	88.7	90.0	101.1
Reel GSYİH Artış Oranı (%)	4.5	4.8	4.2	5.2	4.1	4.1	4.2	4.8	4	4.1	1.1
Kişi Başına Düşen GSYİH (euro)	3900	4079	4397	5092	5835	6940	7355	8126	8780	8929	10043
Kişi Başına Düşen GSYİH (SAGP Bazında)	8300	8900	9500	10700	11600	12600	13100	13700	14400	15300	15800
İşsizlik Oranı (%)	9.0	8.4	6.9	6.4	5.7	5.8	5.9	6.1	7.2	7.5	7.4
Dış Ticaret Dengesi (milyar euro)	0.3	-0.5	-1.2	-1.9	-0.8	-1.6	-2.8	-2.4	-1.1	-0.8	1.4
İhracat (mal ve hizmetler)	22.4	23.8	29.0	37.7	42.6	44.6	46.0	53.2	60.0	69.0	80.8
İthalat (mal ve hizmetler)	22.1	24.3	30.2	39.7	43.4	46.3	48.9	55.5	61.1	69.8	79.4
Cari İşlemler Dengesi	-0.8	-2.0	-3.5	-4.4	-3.6	-4.9	-5.9	-7.1	-6.7	-6.9	-6.3
Finans ve Sermaye Hesabı Dengesi	0.8	2.0	3.9	4.5	3.5	4.8	5.7	8.3	8.3	9.2	8.2
Portföy Yatırımları	-0.9	1.8	1.9	-0.4	1.6	1.8	2.7	5.4	3.5	5.1	-1.6
Net Doğrudan Yabancı Yatırımlar	1.5	1.4	2.9	2.3	4.0	2.9	0.4	2.7	4.4	1.0	3.3
Diğer	0.0	-0.6	1.4	3.4	-2.6	-2.3	2.9	1.0	3.7	3.5	4.7
Dış Ticaret Dengesi (GSYİH'nin %'si)	0.7	-1.2	-2.7	-3.7	-1.4	-2.3	-3.8	-2.9	-1.2	-0.9	1.4
Cari İşlemler Dengesi (GSYİH'nin %'si)	-2.1	-4.9	-7.8	-8.4	-6.0	-7.0	-8.0	-8.6	-7.5	-7.6	-6.2
Uluslararası Rezervler (altın hariç, milyar euro)	7.6	8.1	10.9	12.1	12.3	9.9	10.1	11.7	15.7	16.4	16.4
TÜFE (Uyumlaştırılmış, yıllık % değişim)	18.5	14.3	10.0	10.0	9.1	5.3	4.7	6.8	3.5	4.0	7.9
Bütçe Dengesi/GSYİH (%)	-6.2	-8.2	-5.5	-2.9	-4	-8.9	-7.2	-6.5	-7.8	-9.2	-5.5
Kamu Borçları/GSYİH (Brüt, %)	62.3	60.4	59.5	54.3	52.1	55.7	58.0	59.4	61.6	65.6	66.0
Toplam Dış Borçlar/GSYİH (Brüt, %)**	55.4	56.5	65.2	63.2	63.7	55.3	63.8	69.3	76.5	92.4	99.4
Kısa Vadeli	7.7	7.7	8.8	9.7	9.8	6.4	8.9	8.9	11.4	11.7	14.4
Uzun Vadeli	47.7	48.8	56.4	53.5	53.9	48.9	54.9	60.4	65.1	80.7	85.0
Özel Sektörün Dış Borcu/GSYİH (%)	24.6	27.0	31.5	32.3	35.2	29.0	35.4	38.6	45.3	56.7	64.1
Döviz Kuru (Forint/ECU-EUR, ortalama)***	211.56	240.31	252.74	260.06	256.62	242.89	253.52	251.78	248.04	264.13	251.32

* Aksi belirtilmedikçe kaynak Eurostat

** Macaristan Merkez Bankası

*** 1 Ocak 1999'dan önce ECU karşısında

MALTA MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİ*

	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Nüfus (milyon kişi)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
GSYİH (milyar euro)	3.2	3.4	3.7	4.2	4.3	4.5	4.4	4.5	4.8	5.1	5.4
Reel GSYİH Artış Oranı (%)	4.9**	3.4**	4.1**	6.4**	-1.6	2.6	-0.3	1.1	3.5	3.1	3.7
Kişi Başına Düşen GSYİH (euro)	8400	8800	9400	10800	10900	11300	11100	11300	11900	12500	13200
Kişi Başına Düşen GSYİH (SAGP Bazında)	13100	13700	14400	15900	15400	16300	16200	16700	17500	18200	19200
İşsizlik Oranı (%)	5.5**	5.6**	5.8***	6.7	7.6	7.5	7.6	7.4	7.2	7.1	6.4
Dış Ticaret Dengesi (milyar euro)	-0.2	-0.2	-0.2	-0.4	-0.2	0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2
İhracat (mal ve hizmetler)	2.5	2.7	3.0	3.9	3.5	3.7	3.5	3.5	3.7	4.5	4.8
İthalat (mal ve hizmetler)	2.7	2.9	3.2	4.3	3.7	3.7	3.6	3.7	4.0	4.7	5.0
Cari İşlemler Dengesi	-0.2	-0.2	-0.1	-0.5	-0.2	0.1	-0.1	-0.3	-0.4	-0.5	-0.3
Finans ve Sermaye Hesabı Dengesi	0.1	0.1	0.2	0.4	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.5	0.5	0.2
Portföy Yatırımları	0.1	-0.1	-0.5	-0.9	-0.5	-0.4	-1.4	-1.7	-2.1	-2.0	0.4
Net Doğrudan Yabancı Yatırımlar	0.1	0.2	0.7	0.7	0.3	-0.4	0.4	0.3	0.6	1.5	0.7
Diğer	-0.1	0.1	0.1	0.4	0.4	1.1	1.2	1.4	2.1	0.9	-0.1
Dış Ticaret Dengesi (GSYİH'nin %'si)	-7.1	-5.4	-5.1	-9.8	-5.4	1.3	-3.2	-4.0	-5.4	-4.9	-2.8
Cari İşlemler Dengesi (GSYİH'nin %'si)	-5.4	-5.7	-3.2	-12.4	-3.8	2.4	-3.1	-5.9	-8.8	-9.2	-6.4
Uluslararası Rezervler (altın hariç, milyar euro)***	1.3	1.5	1.7	1.5	1.8	2.0	2.2	2.1	2.0	2.2	2.6
TÜFE (Uyumlaştırılmış, yıllık % değişim)	3.9	3.7	2.3	3.0	2.5	2.6	1.9	2.7	2.5	2.6	0.7
Bütçe Dengesi/GSYİH (%)	-7.7	-9.9	-7.7	-6.2	-6.4	-5.5	-9.9	-4.6	-3.0	-2.6	-1.8
Kamu Borçları/GSYİH (Brüt, %)	47.5	52.6	57.0	56.0	62.1	60.1	69.3	72.6	70.4	64.2	62.6
Toplam Dış Borçlar/GSYİH (Brüt, %)****	31.0	30.8	30.5	33.8	34.2	35.0	27.4	28.4	37.3	40.7	41.5
Kısa Vadeli	-	-	-	-	-	-	5.1	6.8	12.4	9.7	10.9
Uzun Vadeli	-	-	-	-	-	-	22.3	21.6	24.9	31.0	30.6
Özel Sektörün Dış Borcu/GSYİH (%)	-	-	-	-	-	-	22.5	23.9	33.5	37.7	39.0
Döviz Kuru (Lira/EUR, ortalama)*****	0.44	0.43	0.43	0.40	0.40	0.41	0.43	0.43	0.43	0.43	0.43

*Aksi belirtilmedikçe kaynak Eurostat

** IMF Article IV, 2003

*** Malta Merkez Bankası

**** 1997-2002 verileri IMF Article IV, 2003

2003-2007 verileri Malta Merkez Bankası

***** 1 Ocak 2009 öncesinde ECU karşısında

POLONYA MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİ*

	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Nüfus (milyon kişi)	38.6	38.7	38.7	38.7	38.3	38.2	38.2	38.2	38.2	38.2	38.1
GSYİH (milyar euro)	138.7	153.4	157.5	185.7	212.3	209.6	191.6	204.2	244.4	272.1	308.6
Reel GSYİH Artış Oranı (%)	6.8	5.0	4.5	4.3	1.2	1.4	3.9	5.3	3.6	6.2	6.6
Kişi Başına Düşen GSYİH (euro)	3600	4000	4100	4900	5600	5500	5000	5300	6400	7100	8100
Kişi Başına Düşen GSYİH (SAGP Bazında)	7600	8100	8600	9200	9400	9900	10100	11000	11500	12300	13300
İşsizlik Oranı (%)	10.9	10.2	13.4	16.1	18.3	20.0	19.7	19.0	17.8	13.9	9.6
Dış Ticaret Dengesi (milyar euro)	-5.9	-7.7	-12.8	-11.8	-7.6	-6.8	-4.6	-4.5	-1.7	-5.0	-9.0
İhracat (mal ve hizmetler)	35.0	38.6	36.1	50.4	57.4	59.9	63.7	76.8	90.7	109.7	126.8
İthalat (mal ve hizmetler)	40.8	46.3	48.9	62.2	65.0	66.7	68.3	81.3	92.4	114.7	135.8
Cari İşlemler Dengesi	-5.1	-6.2	-11.7	-10.8	-6.0	-5.4	-4.1	-8.2	-3.0	-7.4	-14.6
Finans ve Sermaye Hesabı Dengesi	3.9	6.6	9.7	10.4	4.1	7.0	6.6	6.9	6.5	10.1	22.8
Portföy Yatırımları	1.2	-0.3	3.8	3.4	1.1	2.2	2.2	7.5	9.8	-2.3	-3.8
Doğrudan Yabancı Yatırımlar	4.3	5.4	6.8	10.3	6.5	4.1	3.8	9.5	5.6	8.6	13.2
Diğer	-1.5	1.5	-0.9	-2.9	-3.7	2.4	2.4	-10.5	-3.3	4.7	20.9
Dış Ticaret Dengesi (GSYİH'nin %'si)	-4.2	-5.0	-8.2	-6.3	-3.6	-3.3	-2.4	-2.2	-0.7	-1.8	-2.9
Cari İşlemler Dengesi (GSYİH'nin %'si)	-3.7	-4.0	-7.4	-5.8	-2.8	-2.6	-2.1	-4.0	-1.2	-2.7	-4.7
Uluslararası Rezervler (altın hariç, milyar euro)	19.4	24.2	27.2	29.6	30.3	28.4	27.2	26.9	36.0	36.8	44.5
TÜFE (Uyumlaştırılmış, yıllık % değişim)	15.0	11.8	7.2	10.1	5.4	2.0	0.7	3.6	2.2	1.3	2.6
Bütçe Dengesi/GSYİH (%)	-4.6	-4.3	-2.3	-3.0	-5.1	-5.0	-6.3	-5.7	-4.3	-3.8	-2.0
Kamu Borçları/GSYİH (Brüt, %)	42.3	38.9	40.0	36.8	37.6	42.2	47.1	45.7	47.1	47.7	45.2
Toplam Dış Borçlar/GSYİH (Brüt, %)**	32.4	33.0	41.4	40.2	38.4	38.7	44.4	46.7	46.0	47.4	51.3
Kısa Vadeli	3.3	4.7	7.1	5.5	5.9	6.3	8.1	8.9	9.4	9.6	13.3
Uzun Vadeli	29.1	28.3	34.3	34.7	32.4	32.3	36.3	37.7	36.6	37.7	38.0
Özel Sektörün Dış Borcu/GSYİH (%)	9.4	13.5	19.9	20.9	22.5	22.3	25.7	25.9	24.9	28.1	32.1
Döviz Kuru (Zloty/EUR, ortalama)***	3.71	3.91	4.23	4.01	3.67	3.85	4.40	4.53	4.02	3.90	3.78

* Aksi belirtilmedikçe kaynak Eurostat

** Polonya Merkez Bankası

*** 1 Ocak 2009 öncesinde ECU karşısında

ROMANYA MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİ*

	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Nüfus (milyon kişi)	22.6	22.5	22.5	22.5	22.4	21.8	21.8	21.7	21.7	21.6	21.6
GSYİH (milyar euro)	39.6	37.4	33.4	40.3	44.9	48.4	52.6	60.8	79.6	97.8	121.4
Reel GSYİH Artış Oranı (%)	-6.1	-4.8	-1.2	2.1	5.7	5.1	5.2	8.5	4.2	8.2	6.0
Kişi Başına Düşen GSYİH (euro)	1754	1662	1485	1796	2002	2219	2417	2802	3674	4523	5630
Kişi Başına Düşen GSYİH (SAGP Bazında)	-	-	4600	4900	5400	6000	6500	7400	7900	9100	10100
İşsizlik Oranı (%)	6.0	6.3	7.1	7.3	6.8	8.6	7.0	8.1	7.2	7.3	6.4
Dış Ticaret Dengesi (milyar euro)	-2.1	-2.9	-1.6	-2.1	-3.5	-2.7	-3.9	-5.5	-8.1	-11.8	-17.4
İhracat (mal ve hizmetler)	8.8	8.5	9.3	13.2	15.0	17.1	18.3	21.8	26.4	31.5	37.0
İthalat (mal ve hizmetler)	10.9	11.4	10.8	15.3	18.4	19.9	22.2	27.4	34.5	43.3	54.4
Cari İşlemler Dengesi	-1.9	-2.6	-1.4	-1.5	-2.5	-1.6	-2.9	-5.1	-6.9	-10.2	-17.1
Finans ve Sermaye Hesabı Dengesi	0.9	2.4	0.4	1.4	1.7	2.5	3.2	4.2	6.6	9.4	17.0
Portföy Yatırımları	0.8	112.0	-0.7	0.1	0.7	0.4	0.5	-0.4	0.8	-197	0.2
Net Doğrudan Yabancı Yatırımlar	1.1	1.8	1.0	1.2	1.3	1.2	1.6	5.1	5.3	8.7	7.3
Diğer	0.5	-0.3	0.3	1.1	1.3	2.7	1.9	3.8	5.3	6.2	13.3
Dış Ticaret Dengesi (GSYİH'nin %'si)	-5.3	-7.6	-4.7	-5.3	-7.7	-5.7	-7.4	-9.1	-10.2	-12.1	-14.4
Cari İşlemler Dengesi (GSYİH'nin %'si)	-4.7	-6.9	-4.0	-3.7	-5.5	-3.3	-5.5	-8.4	-8.6	-10.5	-14.1
Uluslararası Rezervler (altın hariç, milyar euro)	2.8	2.0	2.5	3.6	5.5	7.0	7.5	12.0	18.2	22.9	27.2
TÜFE (Uyumlaştırılmış, yıllık % değişim)	151.4**	64.0	45.3	46.3	34.8	22.7	15.3	11.9	9.1	6.7	4.9
Bütçe Dengesi/GSYİH (%)	-4.5	-3.2	-4.5	-4.4	-3.5	-2.0	-1.5	-1.2	-1.2	-2.2	-2.5
Kamu Borçları/GSYİH (Brüt, %)	-	18.8	22.1	24.7	26.0	25.0	21.5	18.8	15.8	12.4	13.0
Toplam Dış Borçlar/GSYİH (Brüt, %)**	26.9	23.5	25.6	29.8	32.8	32.8	32.9	35.1	39.1	42.9	48.5
Kısa Vadeli	7.4	7.0	5.9	4.3	5.8	6.7	5.6	5.6	5.0	4.4	4.7
Uzun Vadeli	19.5	16.5	19.7	25.5	27.0	26.1	27.3	29.5	34.1	38.5	43.8
Özel Sektörün Dış Borcu/GSYİH (%)	7.5	6.9	8.1	9.6	5.2	12.9	16.8	21.4	30.4	35.5	42.2
Döviz Kuru (Lev/EUR, ortalama)****	0.81	1.00	1.63	1.99	2.60	3.12	3.75	4.05	3.62	3.52	3.34

* Aksi belirtilmedikçe kaynak Eurostat

** IMF Selected Issues, 2002 (uyumlaştırılmamış)

*** 2005-2009 verileri IMF Article IV, 2008

2000-2004 verileri IMF Article IV, 2006

1998-1999 verileri IMF Article IV, 2004

1997 verisi IMF Article IV, 2002

**** 1 Ocak 2009 öncesinde ECU karşısında

SLOVAKYA MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİ*

	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Nüfus (milyon kişi)	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
GSYİH (milyar euro)	18.9	19.9	19.2	22.0	23.5	26.0	29.5	34.0	38.5	44.6	54.9
Reel GSYİH Artış Oranı (%)	5.6	4.4	0	1.4	3.4	4.8	4.7	5.2	6.5	8.5	10.4
Kişi Başına Düşen GSYİH (euro)	3500	3698	3559	4081	4376	4829	5480	6326	7154	8268	10177
Kişi Başına Düşen GSYİH (SAGP Bazında)	8300	8800	9000	9500	10400	11100	11500	12400	13600	15000	17000
İşsizlik Oranı (%)	11.9	12.6	16.4	18.8	19.3	18.7	17.6	18.2	16.3	13.4	11.1
Dış Ticaret Dengesi (milyar euro)	-1.8	-2.1	-1.0	-0.5	-1.8	-1.8	-0.4	-1.0	-1.7	-1.9	-0.5
İhracat (mal ve hizmetler)	10.4	11.7	11.4	15.3	16.9	18.2	22.3	25.4	29.3	37.7	47.3
İthalat (mal ve hizmetler)	12.2	13.7	12.4	15.9	18.7	20.0	22.6	26.3	31.0	39.6	47.8
Cari İşlemler Dengesi	-1.7	-1.9	-1.1	-0.8	-2.0	-2.1	-0.2	-1.2	-3.2	-3.6	-3.1
Finans ve Sermaye Hesabı Dengesi	1.5	2.2	1.1	0.7	1.8	1.7	0.3	1.2	2.8	3.0	2.6
Portföy Yatırımları	0.0	-0.2	0.6	0.9	-0.2	0.6	-0.5	0.7	-0.7	1.3	-0.3
Net Doğrudan Yabancı Yatırımlar	0.1	0.4	0.7	2.2	1.6	4.2	0.5	1.0	1.6	3.0	2.0
Diğer	1.4	1.5	0.4	-1.6	0.4	0.5	1.5	0.7	3.8	-0.3	3.4
Dış Ticaret Dengesi (GSYİH'nin %'si)	-9.4	-10.5	-5.1	-2.3	-7.8	-6.8	-1.2	-2.8	-4.3	-4.3	-0.8
Cari İşlemler Dengesi (GSYİH'nin %'si)	-9.1	-9.5	-5.7	-3.5	-8.3	-7.9	-0.8	-3.4	-8.4	-8.2	-5.7
Uluslararası Rezervler (altın hariç, milyar euro)	3.4	2.8	3.7	4.7	5.1	8.9	9.7	11.0	13.1	10.2	12.9
TÜFE (Uyumlaştırılmış, yıllık % değişim)	6.0	6.7	10.4	12.3	7.2	3.5	8.4	7.5	2.8	4.3	1.9
Bütçe Dengesi/GSYİH (%)	-6.3	-5.3	-7.1	-12.2	-6.5	-8.2	-2.7	-2.4	-2.8	-3.6	-2.2
Kamu Borçları/GSYİH (Brüt, %)	33.8	34.5	47.9	50.4	49.0	43.4	42.4	41.4	34.2	30.4	29.4
Toplam Dış Borçlar/GSYİH (Brüt, %)**	46.3	53.7	51.5	54.9	52.9	49.4	50.4	52.4	59.9	55.6	48.5
Kısa Vadeli	21.3	26.9	21.6	20.7	21.1	26.9	29.5	30.6	36.9	29.6	25.5
Uzun Vadeli	25.0	26.8	29.9	34.2	31.8	22.5	20.9	21.8	23.0	26.0	23.0
Özel Sektörün Dış Borcu/GSYİH (%)	38.0	42.4	37.7	37.7	36.4	35.3	35.7	37.2	47.5	50.9	
Döviz Kuru (Koruna/EUR, ortalama)***	38.11	39.51	44.11	42.60	43.30	42.68	41.49	40.03	38.60	37.21	33.78

* Aksi belirtilmedikçe kaynak Eurostat

** 2002-2007 verileri IMF Article IV, 2007

2000-2001 verileri IMF Article IV, 2005

1998-1999 verileri IMF Article IV, 2004

1997 verisi IMF Article IV, 2002

*** 1 Ocak 2009 öncesinde ECU karşısında

SLOVENYA MAKROEKONOMİK GÖSTERGELERİ*

	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Nüfus (milyon kişi)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
GSYİH (milyar euro)	17.6	19.0	20.4	21.4	22.7	24.5	25.7	27.1	28.7	31.0	34.5
Reel GSYİH Artış Oranı (%)	4.6	3.6	5.3	4.1	2.8	4.0	2.8	4.3	4.3	5.9	6.8
Kişi Başına Düşen GSYİH (euro)	8900	9610.6	10307.6	10770.9	11410.1	12324.6	12867.5	13568.0	14356.0	15506.5	17149.3
Kişi Başına Düşen GSYİH (SAGP Bazında)	12400	13200	14200	15200	15800	16800	17300	18700	19800	21000	22600
İşsizlik Oranı (%)	6.9	7.4	7.3	6.7	6.2	6.3	6.7	6.3	6.5	6.0	4.9
Dış Ticaret Dengesi (milyar euro)	-0.1	-0.3	-0.8	-0.7	-0.1	0.4	0.0	-0.3	-0.1	-0.2	-0.5
İhracat (mal ve hizmetler)	9.2	9.9	9.8	11.5	12.6	13.5	13.9	15.7	17.8	20.6	24.1
İthalat (mal ve hizmetler)	9.3	10.2	10.7	12.3	12.7	13.2	13.9	16.0	17.9	20.8	24.6
Cari İşlemler Dengesi	0.0	-0.1	-0.7	-0.6	0.0	0.3	-0.2	-0.7	-0.5	-0.8	-1.5
Finans ve Sermaye Hesabı Dengesi	-0.1	0.1	0.6	0.5	-0.1	0.0	0.0	0.7	1.0	1.1	1.7
Portföy Yatırımları	0.2	0.1	0.3	0.2	0.1	-0.1	-0.2	-0.6	-1.3	-1.4	-2.3
Net Doğrudan Yabancı Yatırımlar	0.3	0.2	0.1	0.1	0.3	1.6	-0.2	0.2	0.0	-0.2	-0.3
Diğer	0.5	-0.1	0.2	0.5	1.0	0.6	0.8	0.9	2.6	1.6	4.2
Dış Ticaret Dengesi (GSYİH'nin %'si)	-0.7	-1.4	-4.1	-3.4	-0.6	1.4	0.0	-1.2	-0.4	-0.5	-1.4
Cari İşlemler Dengesi (GSYİH'nin %'si)	0.3	-0.6	-3.2	-2.7	0.2	1.0	-0.8	-2.6	-1.7	-2.5	-4.2
Uluslararası Rezervler (altın hariç, milyar euro)	7.2	7.4	7.5	8.2	12.1	16.3	16.5	15.7	16.5	13.0	
TÜFE (Uyumlaştırılmış, yıllık % değişim)	8.3	7.9	6.1	8.9	8.6	7.5	5.7	3.7	2.5	2.5	3.8
Bütçe Dengesi/GSYİH (%)	-2.4	-2.4	-3.1	-3.8	-4.0	-2.5	-2.7	-2.3	-1.5	-1.2	-0.1
Kamu Borçları/GSYİH (Brüt, %)	21.1	21.8	24.3	27.2	27.8	28.5	27.9	27.6	27.5	27.2	24.1
Toplam Dış Borçlar/GSYİH (Brüt, %)**	-	-	-	-	48.6	53.3	53.3	55.6	63.5	62.2	75.3
Kısa Vadeli	-	-	-	-	34.4	38.1	30.0	28.5	34.9	33.8	44.8
Uzun Vadeli	-	-	-	-	14.2	15.2	23.3	27.1	28.6	28.4	30.5
Özel Sektörün Dış Borcu/GSYİH (%)	-	-	-	-	5.1	5.4	6.0	7.6	10.3	13.5	19.8
Döviz Kuru (Tol/EUR, ortalama)***	180.4	186.3	193.6	205.0	217.2	226.2	233.7	238.9	239.6	239.6	

* Aksi belirtilmedikçe kaynak Eurostat

** Slovenya Merkez Bankası

*** 1 Ocak 2009 öncesinde ECU karşısında