

**T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
AVRUPA BİRLİĞİ ANABİLİM DALI
AVRUPA ÇALIŞMALARI PROGRAMI
DOKTORA TEZİ**

**EURO DEĞERİNDEKİ DEĞİŞMELERİN
TÜRKİYE EKONOMİSİNE YANSIMALARININ
AVRUPA BİRLİĞİ'NE TAM ÜYELİK
PERSPEKTİFİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ**

Çağdaş CENGİZ

**Danışman
Prof. Dr. Yaşar UYSAL**

İZMİR - 2017

TEZ ONAY SAYFASI



YEMİN METNİ

Doktora Tezi olarak sunduğum ‘‘Euro Değerindeki Değişmelerin Tőrkiye Ekonomisine Yansımalarının Avrupa Birliği’ne Tam Üyelik Perspektifinde Değerlendirilmesi’’ adlı çalışmamın, tarafımdan, akademik kurallara ve etik değerlere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gősterilenlerden olduğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

--/--/2017

Çağdaş CENGİZ

ÖZET

Doktora Tezi

Euro Değerindeki Değişmelerin Türkiye Ekonomisine Yansımalarının Avrupa Birliği'ne Tam Üyelik Perspektifinde Değerlendirilmesi Çağdaş CENGİZ

Dokuz Eylül Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

Avrupa Birliği Anabilim Dalı

Avrupa Çalışmaları Programı

Küreselleşme olarak adlandırılan süreçle birlikte uluslararası ticarete ve sermaye hareketlerinde kaydedilen artış, bu faaliyetlerin en kritik değişkeni olan döviz ve paritelerin önemini daha da artırmıştır. Bu sürecin ekonomik gelişmeler ve değişkenler üzerindeki etkisinin belirginleşmesi, döviz kuru politikalarının oldukça dikkatli uygulanmasını zorunlu hale getirmiştir. Birçok ülkede bu bağlamda yapılan hatalar ve yaşanan krizlerin ciddi ekonomik, sosyal ve siyasi sonuçlar doğurabildiği görülmüştür. Dolayısıyla döviz kurlarına yönelik çalışmalar önem kazanmaktadır.

Döviz kuru ile ekonomik değişkenler arasındaki etkileşim ve dengelenme mekanizması, döviz kurlarının hangi faktörlerce ve nasıl belirlendiği kadar, ekonomiyi ne şekilde etkilediği sorusunu da önemli kılmaktadır. Bu doğrultuda, küresel, bölgesel ve ulusal boyutlu birçok değişkenle sürekli etkileşim halinde olan ve bir ulusal ekonominin dış dünya ile ilişkilerinin başlıca aracı niteliğindeki döviz kurları, Türkiye ekonomisi açısından da büyük önem arz etmektedir. Avrupa Birliği'ne (AB) tam üyelik yolunda adaylık statüsü devam eden Türkiye için bu önem, Ekonomik ve Parasal Birlik (EPB) ile olası bir bütünleşmenin ortaya çıkaracağı sonuçlar ve Euro değerindeki değişmelerin ekonomiye etkileri bağlamında ayrıca ön plana çıkmaktadır.

Avrupa'da ulusal ekonomilerin bütünleşmesini ve nihai hedef olan siyasi birliğe ulaşma yolunda bir dönüm noktasını ifade eden EPB, üretim faktörlerinin serbest dolaşımının yanı sıra, üye ülkelerin ulusal para birimlerini

kapsayan uluslararası sabit döviz kuru alanından, ortak bir merkez bankasının yönetiminde tek para biriminin geçerli olduğu uluslarüstü sisteme geçişi temsil etmektedir. Onlarca yıla yayılan ekonomik bütünleşme süreci, yapısal nitelikleri birbirinden farklı olan ve farklı mali politikalar uygulayan AB ekonomilerini kapsayan, Avrupa'ya özgü bir parasal bütünleşme pratiği ile sonuçlanmıştır. Böylece, temsil ettiği uluslarüstü yapının küresel ekonomideki yeri ve etkileri dikkate alındığında Euro, ABD Doları'nın ardından küresel ölçekteki en belirleyici döviz olma niteliğiyle tarih sahnesindeki yerini almış ve küresel finansal sistemi bir nevi çift kutuplu bir yapıyla yeniden biçimlendirmiştir.

Bu çalışmada öncelikle, ekonominin en önemli makroekonomik fiyatlarından biri olan döviz kurunun değerinde meydana gelen değişmelerin arka planındaki faktörler ve bu değişmelerin etkileri incelenmektedir. Ardından, Euro'yu yaratan döviz kuru sistemi ve Euro'yu etkileyerek gerek AB'de ve Euro Alanı'nda, gerekse küresel ölçekte yansımaları yol açan süreçler tarihsel gelişimleri itibariyle ortaya konulmaktadır. Son olarak, uluslararası parasal sistemin başat aktörü olan Dolar'ın belirleyiciliği de dikkate alınarak, Euro değerindeki değişmelerin Türkiye ekonomisine yansımaları istatistiksel verilerin de yardımıyla analiz edilmektedir. Bu bağlamda, Türkiye'nin Euro Alanı'na girişi olasılığının/girişinin ekonomiyi karşı karşıya bırakacağı riskleri analiz etmeyi de amaçlayan bu çalışma, Türkiye'nin mevcut ekonomik yapısı ile AB'ye ve buna bağlı olarak EPB'ye olası üyeliğinin ekonomik ve sosyal boyutlarıyla riskli ve sakıncalı sonuçlara zemin hazırlayacağı sonucuna varmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Döviz Kuru Teorileri, Uluslararası Parasal Bütünleşme, Euro Alanı, Reel Döviz Kuru, Euro Değeri, Türkiye Ekonomisi.

ABSTRACT

Doctoral Thesis

Doctor of Philosophy (PhD)

**The Evaluation of Reflections of Changes in the Value of Euro on the Turkish
Economy from the Perspective of European Union Membership**
Çağdaş CENGİZ

Dokuz Eylül University

Graduate School of Social Sciences

Department of EU Studies

European Studies Programme

With growing volumes of international trade and capital movement as the result of the process so-called globalization, the foreign exchange and currency parities have gained further importance. As the effects of this process becomes more discernible, the exchanges rate policies require utmost diligence to be implemented. It is observed that mismanagement of the process and consequently crises have led to severe economic, social and political problems in many countries. Hence, studies relating to exchange rates have recently gained a considerable momentum.

The mutual interaction between exchange rate and economic variables and compensatory mechanism renders the issue regarding the factors and ways exchange rates are being determined as vital as the issue how they influences overall economic activities. At this point, one should underline that exchange rates, which are in constant interaction with large number of global, regional and local variables thereby assuming a decisive role in connecting local economy with the world, have crucial importance for the Turkish economy too. Exchange rates are particularly more important for Turkey, a candidate country for the membership in EU, for they are currently so decisive on Turkey's domestic economic performance, and moreover, they are very likely to influence the course of this country's integration into the Economic and Monetary Union (EMU) in the days to come.

EMU aims at integrating the national economies in Europe and it is considered a milestone in the path leading to political integration as the ultimate goal. It involves a transition from an international fixed exchange rate system between national currencies to a supranational system characterized by a single currency under the control of a common central bank as well as the free movement of factors of production. The decades-long process of economic integration has culminated in a peculiar practice of monetary integration among the member countries with different economic structures and fiscal policies. Consequently, EU has reinforced its location and economic influence in the global economy and Euro by turning out the second most decisive currency following the US dollar in global scale, has managed to reshuffle the global financial system into a kind of bipolar structure.

In this study, primarily the factors that play important roles in the changes in the value of exchange rate, which is one of the most important indicators of macroeconomic performance, and the impacts of those involved changes are being analyzed. Then, the exchange rate system that resulted in Euro and the processes through which Euro influenced the dynamics both in the Eurozone and global economics are being handled by their respective historical phases. Lastly, by taking into account the dominancy of US Dollar in the international monetary system, the impacts of changes in the value of Euro on the Turkish economy is being elaborated under the light of the relevant statistical data. In this context, this study analyzes the possible risks Turkey's accession/or pre-accession to the Eurozone may create and concludes that Turkey is highly vulnerable to the economic and social risks its membership both in EU and the Eurozone may generate because of the deficiencies that its current economic structure exposes.

Keywords: Exchange Rate Theories, International Monetary Integration, Euro Area, Real Exchange Rate, Value of Euro, Turkish Economy.

**EURO DEĞERİNDEKİ DEĞİŞMELERİN TÜRKİYE EKONOMİSİNE
YANSIMALARININ AVRUPA BİRLİĞİ'NE TAM ÜYELİK
PERSPEKTİFİNDE DEĞERLENDİRİLMESİ**

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI	ii
YEMİN METNİ	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	vi
İÇİNDEKİLER	viii
KISALTMALAR	xii
TABLolar LİSTESİ	xiv
ŞEKİLLER LİSTESİ	xvii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

**DÖVİZ KURU VE DÖVİZ KURLARINDAKİ DEĞİŞMELERİN TEORİK
ARKA PLANI**

1.1. DÖVİZ KURUNUN TANIMI VE UNSURLARI	4
1.2. DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ VE EKONOMİK DENGE	8
1.2.1. Sabit Kur Sistemi	9
1.2.2. Esnek Kur Sistemi	14
1.2.3. Karma Kur Sistemleri	19
1.3. DÖVİZ KURLARININ BELİRLENMESİNDE TEORİK YAKLAŞIMLAR	23
1.3.1. Döviz Kurlarının Oluşumunu Açıklamaya Yönelik Geleneksel Yaklaşımlar	24
1.3.1.1. Dış Ticaret Akımları Yaklaşımı	24
1.3.1.2. Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı	25

1.3.2. Döviz Kurlarının Oluşumunu Açıklamaya Yönelik Modern Yaklaşımlar	28
1.3.2.1. Mundell-Fleming Modeli	29
1.3.2.2. Parasalcı Yaklaşım	30
1.3.2.3. Portföy Dengesi Yaklaşımı	33
1.3.2.4. Para İkamesi Yaklaşımı	35
1.3.2.5. Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Farklı Dinamik Modeller	37
1.4. DÖVİZ KURLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ	43
1.5. DÖVİZ KURLARINDAKİ DEĞİŞMELERİN ETKİLERİ	47
1.5.1. Dış Ticaret	49
1.5.2. Üretim ve Büyüme	51
1.5.3. İstihdam ve Gelir Dağılımı	54
1.5.4. Enflasyon ve Faiz Oranı	56
1.5.5. Uluslararası Sermaye Hareketleri	58
1.5.6. Diğer Etkiler	61

İKİNCİ BÖLÜM

AVRUPA'DA PARASAL BÜTÜNLEŞME SÜRECİ VE EURO

2.1. ULUSLARARASI PARASAL BÜTÜNLEŞME KAVRAMI VE SABİT DÖVİZ KURU ALANLARI	64
2.1.1. Parasal Bütünleşmenin Tanımı ve Unsurları	65
2.1.2. Optimum Para Alanları ve Parasal Birlik	72
2.2. AVRUPA BİRLİĞİ'NDE EKONOMİK VE PARASAL BİRLİK	77
2.2.1. Ekonomik ve Parasal Birliğin Tarihsel Gelişimi	78
2.2.1.1. Roma Antlaşması ve Parasal Birlik Yolunda İlk Girişimler	80
2.2.1.2. Tüneldeki Yılan Sistemi	84
2.2.1.3. Avrupa Para Sistemi	86
2.2.1.4. Ekonomik ve Parasal Birlik	91
2.2.1.5. Euro'ya Geçiş	98

2.2.2. Avrupa Merkez Bankası ve Euro Sistemi	102
2.3. EKONOMİK VE PARASAL BİRLİK'TE PARA VE DÖVİZ KURU POLİTİKALARI	105
2.3.1. Avrupa Merkez Bankası'nın Para Politikaları	106
2.3.2. Avrupa Merkez Bankası'nın Döviz Kuru Politikaları	111
2.4. EURO'NUN KÜRESEL EKONOMİDEKİ YERİ	115
2.4.1. Euro'nun Uluslararası Rolü	115
2.4.2. Euro Alanı Krizi ve Etkileri	124
2.5. EURO'NUN DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ	145

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
EURO DEĞERİNDEKİ DEĞİŞMELER, ETKİLERİ VE TÜRKİYE
EKONOMİSİ

3.1. EURO DEĞERİNDEKİ DEĞİŞMELERİN ANALİZİ	153
3.1.1. Nominal Değerdeki Değişmeler	154
3.1.2. Reel Değerdeki Değişmeler	158
3.1.2.1. Enflasyon Oranlarının Gelişimi	158
3.1.2.1.1. ÜFE Enflasyon Oranlarının Gelişimi	158
3.1.2.1.2. TÜFE Enflasyon Oranlarının Gelişimi	160
3.1.2.1.3. Deflatör Enflasyonu Oranlarının Gelişimi	163
3.1.2.2. Reel Kurların Gelişimi	168
3.1.2.2.1. Euro/ABD Doları Reel Kurlarının Gelişimi	169
3.1.2.2.2. Euro/İngiliz Sterlini Reel Kurlarının Gelişimi	171
3.1.2.2.3. Euro/Çin Yuanı Reel Kurlarının Gelişimi	173
3.1.2.2.4. Euro/Japon Yeni Reel Kurlarının Gelişimi	175
3.1.2.2.5. Euro/Rus Rublesi Reel Kurlarının Gelişimi	177
3.1.2.2.6. Euro/Kanada Doları Reel Kurlarının Gelişimi	179
3.1.2.2.7. Euro/Hindistan Rupisi Reel Kurlarının Gelişimi	181
3.1.2.2.8. Euro/Brezilya Reali Reel Kurlarının Gelişimi	183
3.1.2.3. Reel Kurlar ve Euro Alanı Ekonomisi	187

3.1.2.3.1. Reel Kurların Gelişimi ve Euro Alanı Ekonomisi	187
3.1.2.3.2. Reel Kurların Gelişimi ve Euro Alanı Ülkeleri	192
3.1.2.3.2.1. Almanya	192
3.1.2.3.2.2. Fransa	195
3.1.2.3.2.3. İtalya	197
3.1.2.3.2.4. İspanya	199
3.1.2.3.2.5. Hollanda	201
3.1.2.3.2.6. Belçika	203
3.1.2.3.2.7. Avusturya	205
3.1.2.3.2.8. Finlandiya	207
3.1.2.3.2.9. İrlanda	209
3.1.2.3.2.10. Portekiz	211
3.1.2.3.2.11. Yunanistan	214
3.2. EURO DEĞERİNDEKİ DEĞİŞMELER VE TÜRKİYE EKONOMİSİ	219
3.2.1. Euro Değerindeki Değişmeler	219
3.2.1.1. Nominal ve Reel Kurlarda Değişmeler	219
3.2.1.2. Reel Efektif Kurlarda Değişmeler	224
3.2.2. Euro Değerindeki Değişmelerin Türkiye Ekonomisine Yansımaları	231
3.2.2.1. Dış Ticaret Açısından	234
3.2.2.2. Dış Borçlar Açısından	241
3.2.2.3. Büyüme Açısından	246
3.2.2.4. İstihdam Açısından	248
3.2.2.5. Enflasyon Açısından	250
SONUÇ VE ÖNERİLER	253
KAYNAKÇA	262

KISALTMALAR

\$	Amerikan Doları
€	Euro
AB	Avrupa Birliği
AMB	Avrupa Merkez Bankası
AMBS	Avrupa Merkez Bankaları Sistemi
AP	Avrupa Parlamentosu
APE	Avrupa Para Enstitüsü
APF	Avrupa Para Fonu
APS	Avrupa Para Sistemi
BP	Ödemeler Dengesi
ÇHC	Çin Halk Cumhuriyeti
DKM	Döviz Kuru Mekanizması
DTÖ	Dünya Ticaret Örgütü
ECOFIN	Ekonomi ve Maliye Bakanları Konseyi
ECU	Avrupa Para Birimi
EMA	Avrupa Para Düzenlemesi
EPB	Ekonomik ve Parasal Birlik
EPU	Avrupa Ödemeler Birliği
FED	Amerikan Merkez Bankası
GSMH	Gayrisafı Milli Hâsıla
GSYİH	Gayrisafı Yurtiçi Hâsıla
GÜBİM	Gelişmiş Ülkeler Kapsamlı Birim İşgücü Maliyeti
HICP	Harmonize Tüketici Fiyatları Endeksi
IMF	Uluslararası Para Fonu
İBP	İstikrar ve Büyüme Paktı
MDAÜ	Merkezi ve Doğu Avrupa Ülkeleri
NEK	Nominal Efektif Döviz Kuru
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
OEEC	Avrupa Ekonomik İşbirliği Örgütü
OPA	Optimum Para Alanı

OTP	Ortak Tarım Politikası
REK	Reel Efektif Döviz Kuru
SGP	Satın Alma Gücü Paritesi
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TÜFE	Tüketici Fiyatları Endeksi
UNCTAD	Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı
ÜFE	Üretici Fiyatları Endeksi
Yİ-ÜFE	Yurtiçi Üretici Fiyatları Endeksi



TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: Delors Raporu'nda EPB Aşamaları ve Bileşenleri	s. 91
Tablo 2: EPB'de Son Aşamaya Geçerken Üye Ülkelerin Maastricht Kriterleri'ne Uyum Durumu	s. 95
Tablo 3: Euro'nun Tedavüle Girişi	s. 99
Tablo 4: Ulusal Paraların Euro'ya Dönüşüm Oranları ve Tarihleri	s. 99
Tablo 5: Euro Alanı ve Seçilmiş Büyük Ekonomilere Ait Reel Göstergeler	s. 117
Tablo 6: Euro'nun Uluslararası Tahvil ve Senet Piyasalarındaki Payı	s. 118
Tablo 7: Euro Alanı'nın EPB Dışı Ticaretinde Ödeme Birimi Olarak Euro'nun Payı	s. 120
Tablo 8: Euro Alanı Dışındaki Seçilmiş Avrupa Ülkelerinin Dış Ticaretinde Euro'nun Payı	s. 121
Tablo 9: Seçilmiş Ülkelerde Euro Cinsinden Banka Kredi ve Mevduat Oranları	s. 122
Tablo 10: Döviz Kuru Rejimlerini Euro'ya Bağlayan Ülkeler ve Yönetmelik Bölgeleri	s. 123
Tablo 11: Seçilmiş Ülkelerde Tahvil, Hisse Senedi ve Banka Varlıklarının GSYİH Oranları	s. 127
Tablo 12: Avrupa'da GSYİH Büyüme Oranları	s. 128
Tablo 13: Avrupa'da İşsizlik Oranları	s. 130
Tablo 14: Euro Karşısında Döviz Kurları	s. 132
Tablo 15: Avrupa Ülkelerinde Bütçe Dengesi ve Kamu Borcunun GSYİH'ya Oranı	s. 136
Tablo 16: Euro'ya Geçiş Öncesinde ve Sonrasında Almanya ve Kriz Ülkelerinin Cari Denge/GSYİH Oranları	s. 143
Tablo 17: Euro Karşısında Döviz Kurları (Yıllık Ortalama Oranlar: 1999-2016)	s. 154
Tablo 18: Başlıca Ekonomilere Ait ÜFE Enflasyon Oranları (1999-2016)	s. 159
Tablo 19: Başlıca Ekonomilere Ait TÜFE Enflasyon Oranları (1999-2016)	s. 161
Tablo 20: Başlıca Ekonomilere Ait GSYİH Deflatörü Oranları (1999-2016)	s. 163
Tablo 21: 1999-2016 Dönemi Ortalamaları Olarak Enflasyon Göstergeleri	s. 166

Tablo 22: Başlıca Ekonomilere Ait GSYİH Deflatörü Endeksleri (1999=100)	s. 168
Tablo 23: Euro/Dolar Paritesi	s. 170
Tablo 24: Euro/Sterlin Paritesi	s. 172
Tablo 25: Euro/Yuan Paritesi	s. 174
Tablo 26: Euro/Yen Paritesi	s. 176
Tablo 27: Euro/Ruble Paritesi	s. 178
Tablo 28: Euro/Kanada Doları Paritesi	s. 180
Tablo 29: Euro/Rupi Paritesi	s. 182
Tablo 30: Euro/Real Paritesi	s. 184
Tablo 31: 1999-2016 Dönem Ortalaması İtibariyle Euro'nun Reel Değerindeki Değişmeler	s. 186
Tablo 32: Euro'nun Reel Değeri ve Euro Alanı'nda Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 191
Tablo 33: Reel Efektif Kurlar ve Almanya'da Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 193
Tablo 34: Reel Efektif Kurlar ve Fransa'da Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 195
Tablo 35: Reel Efektif Kurlar ve İtalya'da Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 197
Tablo 36: Reel Efektif Kurlar ve İspanya'da Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 199
Tablo 37: Reel Efektif Kurlar ve Hollanda'da Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 201
Tablo 38: Reel Efektif Kurlar ve Belçika'da Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 203
Tablo 39: Reel Efektif Kurlar ve Avusturya'da Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 205
Tablo 40: Reel Efektif Kurlar ve Finlandiya'da Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 207
Tablo 41: Reel Efektif Kurlar ve İrlanda'da Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 209

Tablo 42: Reel Efektif Kurlar ve Portekiz’de Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 212
Tablo 43: Reel Efektif Kurlar ve Yunanistan’da Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 214
Tablo 44: İncelenen Euro Alanı Ülkelerinde Reel Efektif Kurların Gelişimi (Euro Alanı, HICP Bazlı)	s. 217
Tablo 45: İncelenen Euro Alanı Ülkelerinde Reel Efektif Kurların Gelişimi (42 Ticari Ortak, HICP/CPI Bazlı)	s. 218
Tablo 46: Türkiye’de Euro ve Dolar Kurlarının Cari ve Reel Gelişimi	s. 220
Tablo 47: Euro/TL Paritesi	s. 223
Tablo 48: Farklı Bazlara Göre Reel Efektif Kurların Gelişimi (2003=100)	s. 226
Tablo 49: Reel Efektif Kurların Gelişimi (1995=100)	s. 228
Tablo 50: Reel Kurun Gelişimi	s. 230
Tablo 51: Euro Kuruna İlişkin Endeksler ve REK Endeksi	s. 232
Tablo 52: Reel Euro Kuru ve Dış Ticaret	s. 234
Tablo 53: İhracatın Döviz Cinsinden Dağılımı	s. 236
Tablo 54: İthalatın Döviz Cinsinden Dağılımı	s. 237
Tablo 55: Dış Ticarete Euro’nun Payı	s. 238
Tablo 56: Euro Cinsinden Dış Ticaret	s. 239
Tablo 57: Euro Kuru Çerçevesinde Etki Analizi (1999 Bazlı)	s. 240
Tablo 58: Faize Duyarlı Dış Kaynak Girişi	s. 242
Tablo 59: Brüt Dış Borç Stokunun Döviz Cinsinden Dağılımı	s. 244
Tablo 60: Cari Euro Kuru, Olması Gereken Euro Kurları ve Dış Borç	s. 245
Tablo 61: Euro Kurları ve Büyüme	s. 247
Tablo 62: Euro Kurları ve İstihdam	s. 249
Tablo 63: Euro Kurları ve Enflasyon	s. 251

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Döviz Kurları ile Diğer Değişkenlerin Etkileşim Sistematiği	s. 48
Şekil 2: Krugman Diyagramı: Parasal Birlikte Fayda ve Maliyet	s. 71
Şekil 3: Tüneldeki Yılan Sistemi'nde Dalgalanma Marjları	s. 86
Şekil 4: APS'den Günümüze AB Ülkelerinde Döviz Kuru Rejimleri	s. 101
Şekil 5: Euro Alanı'nda Enflasyon Oranları	s. 108
Şekil 6: AMB'nin Gösterge Faiz Oranında Gelişmeler	s. 109
Şekil 7: Euro-Dolar Paritesi	s. 113
Şekil 8: Euro-İngiliz Sterlini Paritesi	s. 113
Şekil 9: Euro-Yen Paritesi	s. 114
Şekil 10: Uluslararası Parasal Sistemde Euro	s. 119
Şekil 11: Euro'nun Küresel Döviz Rezervlerindeki Payının Gelişimi	s. 120
Şekil 12: Avrupa ve ABD'de GSYİH Büyüme Trendi	s. 129
Şekil 13: Seçilmiş Ekonomilerde İşsizlik Oranlarının Gelişimi	s. 131
Şekil 14: Kriz Sonrası Euro-Dolar Paritesi Trendi	s. 132
Şekil 15: Uluslararası Borç Senetlerinin Para Birimleri Cinsinden Bileşimi	s. 133
Şekil 16: Küresel Ödemelerin Para Birimleri Cinsinden Bileşimi	s. 134
Şekil 17: Kriz Sonrası Euro Alanı'nda Kamu Borcu/GSYİH Oranının Gelişimi	s. 137
Şekil 18: Kriz Sonrası AB'de Birlik-içi Nüfus Hareketliliği	s. 138
Şekil 19: Kendi Ülkesi Dışındaki Bir Üye Ülkede Çalışan AB Vatandaşlarının Toplam Nüfusa Oranının Kriz Sonrası Gelişimi	s. 138
Şekil 20: AB, Euro Alanı, ABD ve Japonya'da Enflasyon Trendi	s. 141
Şekil 21: AMB'nin Kriz Sonrası Gösterge Faiz Oranlarının Değişimi	s. 141
Şekil 22: Başlıca Ekonomilerde ÜFE Enflasyonunun Gelişimi	s. 159
Şekil 23: Seçilmiş Ekonomilerde ÜFE Enflasyonunun Gelişimi	s. 160
Şekil 24: Başlıca Ekonomilerde TÜFE Enflasyonunun Gelişimi	s. 162
Şekil 25: Seçilmiş Ekonomilerde TÜFE Enflasyonunun Gelişimi	s. 162
Şekil 26: Başlıca Ekonomilerde Deflatör Enflasyonunun Gelişimi	s. 164
Şekil 27: Seçilmiş Ekonomilerde Deflatör Enflasyonunun Gelişimi	s. 164

Şekil 28: 1999-2016 Dönem Bütününde Enflasyon Ortalamaları	s. 167
Şekil 29: Euro/Dolar Kurunun Gelişimi	s. 171
Şekil 30: Euro/Sterlin Kurunun Gelişimi	s. 173
Şekil 31: Euro/Yuan Kurunun Gelişimi	s. 175
Şekil 32: Euro/Yen Kurunun Gelişimi	s. 177
Şekil 33: Euro/Ruble Kurunun Gelişimi	s. 179
Şekil 34: Euro/Kanada Doları Kurunun Gelişimi	s. 181
Şekil 35: Euro/Rupi Kurunun Gelişimi	s. 183
Şekil 36: Euro/Real Kurunun Gelişimi	s. 185
Şekil 37: Euro'nun Reel Değeri ve Euro Alanı'nda Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 188
Şekil 38: Almanya'da Reel Efektif Kurun ve Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 194
Şekil 39: Fransa'da Reel Efektif Kurun ve Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 196
Şekil 40: İtalya'da Reel Efektif Kurun ve Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 198
Şekil 41: İspanya'da Reel Efektif Kurun ve Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 200
Şekil 42: Hollanda'da Reel Efektif Kurun ve Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 202
Şekil 43: Belçika'da Reel Efektif Kurun ve Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 204
Şekil 44: Avusturya'da Reel Efektif Kurun ve Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 206
Şekil 45: Finlandiya'da Reel Efektif Kurun ve Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 208
Şekil 46: İrlanda'da Reel Efektif Kurun ve Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 210
Şekil 47: Portekiz'de Reel Efektif Kurun ve Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 213

Şekil 48: Yunanistan’da Reel Efektif Kurun ve Ekonomik Göstergelerin Gelişimi	s. 215
Şekil 49: Türkiye’de Euro ve Dolar Kurlarının Gelişimi	s. 221
Şekil 50: Reel Dolar/TL ve Reel Euro/TL Kurlarının Gelişimi	s. 222
Şekil 51: Euro/TL Kurunun Gelişimi	s. 224
Şekil 52: Farklı Bazlara Göre Reel Efektif Kurların Gelişimi	s. 227
Şekil 53: Reel Efektif Kurların Gelişimi	s. 229
Şekil 54: 1995 ve 2003 Bazlı Reel Efektif Kur Endeksleri	s. 229
Şekil 55: Reel Kurun Gelişimi (1999=100)	s. 231
Şekil 56: Euro Kuruna İlişkin Endekslerin ve REK Endeksinin Gelişimi	s. 233
Şekil 57: Reel Euro Kuru ve Dış Ticaretin Gelişimi	s. 235
Şekil 58: Dış Kaynak Girişi (Milyon Dolar) ve Euro/TL Kurlarının Gelişimi	s. 242
Şekil 59: Dış Kaynak Girişi ve Reel Kurların Gelişimi	s. 243
Şekil 60: Brüt Dış Borç Stokunun Döviz Türlerine Göre Dağılımı	s. 244
Şekil 61: Reel Euro Kuru ve Büyüme Hızı	s. 248
Şekil 62: Reel Euro Kuru ve İşsizlik Oranı	s. 250
Şekil 63: Reel Euro Kuru ve Enflasyon Etkileşimi	s. 252

GİRİŞ

Döviz kuru ile ekonomik değişkenler arasındaki etkileşim ve dengelenme mekanizması, döviz kurlarının nasıl belirlendiği kadar, ekonomiyi ne şekilde etkilediği sorusunu da önemli kılmaktadır. Bir ulusal ekonominin dış dünya ile bağlantısını kuran ve etkileyen en önemli değişkenlerin başında döviz kurları gelmektedir. 1990 sonrası dönemde hızlanan küreselleşme süreci ve güçlenen sermaye hareketleri ile birlikte döviz kurlarının etkisi, gelişimi ve döviz kuru politikaları daha da önem kazanmıştır.

Bretton Woods Sistemi ile ABD Doları en önemli döviz konumuna gelirken, uluslararası ticaret büyük ölçüde bu para üzerinden gerçekleşmiştir. Bretton Woods Sistemi'nin çöküşünden sonra da bu süreç devam etmiş, Doğu Bloğu'nun dağılmasıyla ABD Doları'nın kullanım sahası daha da genişlemiştir. Bu durum ABD'nin önemli düzeylerde küresel senyorejeli de elde etmesine olanak tanımıştır.

Adeta bir savaşlar kıtası olan ve İkinci Dünya Savaşı sonrasında büyük bir yıkıma uğrayan Avrupa'da, savaşları önlemek için kalıcı bir sistem oluşturma söylemiyle siyasi bütünleşme hedefine öncülük eden ülkeler ve çeşitli siyasi/ekonomik çıkar grupları, belirlenen bu nihai hedefe yönelik iradeyle aşamalı bir ekonomik bütünleşmeyi harekete geçirmiştir. Ekonomik bütünleşmeden doğan ve buradan yayılan etkiyle Birlik konumuna gelen Avrupa Birliği'nin (AB) ortak paraya ve ortak merkez bankasına sahip bir Ekonomik ve Parasal Birlik (EPB) oluşturması, AB üyesi ülkelerin ekonomilerinin bütünleşmesi ve siyasi birliğin temellerinin atılması yolunda bir milat olmuştur. Böylece EPB, İngiltere, Danimarka ve İsveç gibi ortak parasal sürecin tercihen dışında kalan üye ülkelere rağmen, ekonomik altyapı itibarıyla farklı nitelikleri olan ve farklı mali politikalar uygulayan 19 AB ülkesini kapsayan Avrupa'ya özgü bir parasal bütünleşme pratiğini hayata geçirmiştir.

EPB, sadece Avrupa için değil dünya geneli için de önemli bir gelişme olmuştur. 1999 yılında piyasaya çıkarılan Euro, ABD Doları'nın ardından dünyanın en çok kullandığı ikinci para birimi (döviz) konumuna gelmiştir. Bunun sonucunda da Euro/Dolar paritesi tüm dünya için bir taraftan yakından takip edilen bir değişken diğer taraftan da önemli bir spekülasyon aracı özelliği kazanmıştır. Euro, onlarca yıla

yayılan ekonomik bütünleşme sürecinin başarılı bir sonucu olarak Avrupa’da bütünleşmeyi bir üst aşamaya taşımanın yanı sıra, Amerikan Doları’nın küresel düzeydeki hegemonyasını da sınırlayabilecek bir potansiyeli harekete geçirmiştir. Temsil ettiği uluslararası yapının niteliği, küresel ekonomideki yeri ve etkileri dikkate alındığında Euro, ABD Doları’nın ardından küresel ölçekteki en büyük rezerv para ve en yaygın ikinci ödeme aracı olarak uluslararası finansal sistemi bir nevi çift kutuplu bir yapıyla yeniden biçimlendirmiştir.

2008 küresel finans krizinin tetiklediği ve Euro Alanı’na bütçe krizi olarak yansıyan süreç, Yunanistan’ın resmi anlamda iflası ile birlikte Portekiz, İspanya, İrlanda ve İtalya başta olmak üzere özellikle Avrupa’nın çevre ekonomilerinde önemli ve olumsuz etkilere yol açmıştır. Merkez ekonomilerini de içine alarak yayılan etkilerin EPB’nin nesnel koşullarını değiştirmesi, Avrupa’da parasal birliği tartışmalı bir noktaya taşımıştır. Bununla birlikte Euro, Avrupa ekonomisinin küresel sahnedeki baş aktörü olma niteliğini korumakta, Euro’nun değerinde kaydedilen değişimler de gerek bölgesel gerekse küresel düzeyde önemli ekonomik etkilere yol açmaktadır.

Bu etkilerin, AB’ye tam üyelik yolunda adaylık statüsü devam eden Türkiye’ye de önemli yansımaları olmaktadır. Bu nedenle, EPB ile olası bir bütünleşmenin öncesi ve sonrasında ortaya çıkabilecek genel ekonomik sonuçlar kadar, Euro değerinde kaydedilen değişimlerin Türkiye ekonomisine olası etkilerinin analizi de önem kazanmaktadır. Kuşkusuz tam üyelik ve parasal birliğe üyeliğin gerçekleşmemesi durumunda da Euro değerindeki değişimler, en önemli ticari ortağı AB ülkeleri olan Türkiye’yi yakından ilgilendirmektedir.

Bu bağlamda, bu çalışmada, bir taraftan Euro’nun gelişimi incelenirken, diğer taraftan Avrupa’daki parasal bütünleşme süreci ve küresel finansal ilişkilerde döviz kurlarının yarattığı etkiler ele alınmaktadır. Çalışmada öncelikle, ekonominin en önemli makroekonomik fiyatlarından birini ifade eden “döviz kuru”nun değerinde meydana gelen değişimlerin arka planındaki faktörler; ardından, Euro’yu yaratan döviz kuru sistemi ve Euro’yu etkileyerek gerek AB ve Euro Alanı’nda, gerekse küresel ölçekte yansımalara yol açan süreçler incelenmektedir. Sonuç olarak, döviz kuru ile ekonomik değişkenler arasındaki karşılıklı etki ve dengeleme mekanizmasının yanı sıra, uluslararası parasal sistemin başat aktörü olan Dolar’ın

belirleyiciliği de dikkate alınarak, Euro değerindeki değişmelerin Türkiye ekonomisine yansımaları istatistiksel verilerin de yardımıyla analiz edilmektedir.

Tezin birinci bölümünde, Euro değerindeki değişmelerin teorik çerçevesini ortaya koyabilmek için, döviz kurlarında meydana gelen değişmeleri etkileyen faktörler ve bu değişmelerin ekonomik etkileri incelenmektedir. Bunun için de öncelikle, döviz kuru kavramı ve unsurları, ekonomik denge bağlamında döviz kuru sistemleri ve döviz kurlarının belirlenmesine yönelik teorik yaklaşımlar değerlendirilmektedir. Böylece birinci bölümde; döviz kuru dalgalanmalarının arka planındaki faktörlerin ortaya konulması ve bu faktörlerin bir sonraki bölümde ele alınan Euro değerindeki dalgalanmaların açıklanmasında yol gösterici olması amaçlanmaktadır.

Tezin ikinci bölümünde, parasal bütünleşmenin teorik arka planı, EPB'nin tarihsel gelişimi, Euro'nun ortaya çıkışı ve küresel ölçekteki konumu ve etkileri incelenerek, Euro değerindeki değişmeler üzerinde küresel finansal krizin ve küresel ölçekteki en etkin değişim aracı olan Amerikan Doları'nın belirleyiciliği analiz edilmektedir.

Tezin üçüncü bölümünde ise, Euro değerindeki değişmelerin Türkiye ekonomisine yansımaları değerlendirilmektedir. Böylelikle varılacak sonuçlar çerçevesinde Türkiye'nin Euro Alanı'na girişi olasılığının/girişinin Türkiye ekonomisine olası etkileri analiz edilmektedir.

Çalışma, bu inceleme ve değerlendirmelerden hareketle, Türkiye ile AB'nin parasal birlik bağlamındaki ilişkilerine yönelik önerilerle tamamlanmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

DÖVİZ KURU VE DÖVİZ KURLARINDAKİ DEĞİŞMELERİN TEORİK ARKA PLANI

Euro'nun ortaya çıkışındaki nedenselliği ve Euro değerindeki değişmelerin ekonomik etkilerini anlayabilmek için öncelikli olarak döviz kuru kavramının, döviz kurundaki değişmelerin ve bu değişmelerin yarattığı etkilerin incelenmesi gerekmektedir. Bu nedenle, çalışmamızın ilk bölümü, döviz kurlarına yönelik kavramsal analizi içermektedir. Bu bölümde, döviz kurunun tanımı ve unsurları, ekonomik denge bağlamında döviz kuru sistemleri ve döviz kurlarının belirlenmesine yönelik teorik yaklaşımlar incelenmektedir. Böylece, döviz kurlarında meydana gelen değişmeleri etkileyen faktörler ve döviz kurlarındaki değişmelerin ekonomik etkileri ile bunların ilişkisini ve etkileşimini ortaya koymak amaçlanmaktadır.

1.1. DÖVİZ KURUNUN TANIMI VE UNSURLARI

Genel bir tanımla, yabancı ülke paraları veya para yerine geçen her türlü ödeme araçları döviz (foreign exchange) olarak ifade edilebilir. Siyasal egemenliğin doğal sonuçlarından ve en temel göstergelerinden biri, ülkelerin kendilerine ait ulusal para birimlerine sahip olmalarıdır. Ulusal paralar, ülkelerin geçmişten gelen deneyim, birikim ve uygulamalarına bağlı olarak farklı cins materyal, biçim, ağırlık ve adlara sahip olabilmektedir.¹

Ulusal paraların gerçek değeri ve bu değerdeki değişmeler ise, diğer para birimleriyle karşılaştırıldığında görülebilmektedir. Döviz kuru, bir ülke parasının diğer ülke paraları cinsinden değerini ifade eden bir gösterge olmasının yanında, kendine özgü bir varlık değeridir. Öyle ki, diğer varlık fiyatlarının hareketlerini yöneten ve yönlendiren ekonomik ilkeler, döviz kuru hareketleri için de geçerli olmaktadır.²

¹ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama**, Geliştirilmiş 15. Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul, 2003, s. 290.

² Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld ve Marc Melitz, **International Economics: Theory and Policy**, 10. Baskı, The Pearson Series in Economics, 2012, s. 320.

Döviz piyasasındaki fiyatın özel adı olan döviz kuru, enserthen (incertain) döviz kuru ve serten (certain) döviz kuru olmak üzere iki farklı türde ifade edilebilmektedir. Yaygın olarak kullanılan tür, bir birim dövizin ulusal para cinsinden fiyatını gösteren “enserten kur”dur (Örn: 1 USD = 3.6648 TL). Dolayısıyla, enserthen kurun yükselmesi (düşmesi), ulusal paranın dış değerinin düştüğünü (yükseldiğini) göstermektedir. Serten kur için ise tam tersi geçerli olmaktadır. Öte yandan, birden fazla ulusal para arasındaki kurların temel bir para üzerinden hesaplanması da söz konusu olabilmektedir. Böylece, iki ulusal para arasındaki doğrudan kurun yanı sıra dolaylı olarak da döviz kurları belirlenebilmektedir. Bunlardan birincisine düz kur (ya da sadece döviz kuru), ikincisine ise çapraz kurlar (cross rates) denilmektedir.³

Piyasada geçerli kur olan “nominal kur” iki ülke parasının nispi fiyatını, diğer bir deyişle, herhangi bir ülke için yabancı paranın yurtiçi fiyatını ifade etmektedir.⁴ Ulusal para enflasyon nedeniyle aşırı ya da düşük değerlenmişse, kurların reel değerinin söz konusu dönemdeki enflasyon oranına göre düzeltilip yeniden hesaplanması yoluyla elde edilen kurlar da “reel kur” olarak tanımlanır.

Efektif döviz kuru ise, bir ülkenin dış ticaret hacminde önemli yeri olan başlıca ülkelerin yabancı paraları cinsinden, ulusal paranın ortalama değerini belirlemek üzere kullanılan ticaret ağırlıklı bir endeksi ifade etmektedir. İkili çapraz ve efektif kurlar parasal olarak ifade olunmakta, yani enflasyonun etkisi bu kurların hesaplanmasında dışarıda bırakılmaktadır. Daha yaygın bir kullanım alanına sahip “reel efektif kur” endeksleri ise, bir ülke parasının nominal efektif değerindeki nispi fiyat etkilerinin arındırılmasıyla hesaplanan reel değerini ve dolayısıyla söz konusu ülkenin fiyat ve maliyet boyutlu ortalama rekabet düzeyini ölçebilmek için kullanılan başlıca gösterge olmaktadır.⁵

Spot kur, gerçekleştirilen işlemi takip eden iki gün içerisinde karşılıklı bedellerin ödendiği durumu ifade eden kur iken; vadeli (forward) kur ise işlemin yapıldığı anla, bitirildiği an arasındaki zaman dilimini genellikle üç aya kadar

³ Nevzat Güran, **Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge**, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları, İzmir, 1987, s. 6.

⁴ Luis A.V. Catão, “Back to Basics: Why Real Exchange Rates?”, **Finance and Development**, Cilt: 44, Sayı: 3, Eylül 2007, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/09/basics.htm>, (23.03.2017).

⁵ Emin Ertürk, **Döviz Ekonomisi**, Der Yayınları, İstanbul, 1994, ss. 20-21.

çıkaran ve risk, belirsizlik ve faiz oranlarının etkisi altında oluşan, vadeli döviz işlemlerine konu olan kuru ifade etmektedir.⁶

Döviz piyasaları ise, yabancı paraların alınıp satıldığı ya da ulusal bir paranın başka bir paraya dönüştürüldüğü kurumsal yapı ve süreçleri ifade etmektedir. Döviz piyasalarında yabancı paralar genellikle ülkenin kendi ulusal parası karşılığında değiştirilmektedir. Bir ülke piyasasında, iki yabancı parayı dolaylı veya dolaysız yoldan birbirine dönüştürme olanağı da bulunmaktadır. Her ülkenin siyasi egemenliğinin sonucu olarak farklı bir para birimine sahip olduğu günümüzde, altın standardının uygulandığı dönemlerde olduğu gibi, ulusal paraların birbirine dönüşümünde kullanılabilecek ortak bir payda da bulunmamakta, bu durum ulusal paraların birbirine dönüşümü için ayrı bir mekanizmanın oluşturulmasını gerektirmektedir. Döviz piyasaları bu gereklilikten doğmuştur.⁷

Tüm piyasalarda olduğu gibi döviz piyasasında da denge, arz ve talebin eşitlenmesiyle gerçekleşmektedir. Bununla birlikte, döviz arz ve talebi ile ilgili bazı kendine özgü nitelikler, döviz piyasasında denge oluşumunu diğer mal ve hizmet piyasalarına göre farklı kılmaktadır. Bu farklılıklar ve kendine özgü nitelikler ana hatları itibariyle aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir:⁸

- Döviz arz ve talebini diğer malların arz ve talebinden ayırt eden özellikler arasında, homojenlik, standartlık ve depolama masraflarının niteliği bakımından farklılığı bulunmaktadır. Bu farklılık, döviz piyasalarını spekülasyon işlemlere daha açık hale getirmektedir.

- Bir coğrafi piyasadaki arz ve talepten çok, birden fazla döviz piyasasında eş-anlı arz ve talep söz konusu olmaktadır. Böylece, uygulamadaki bazı sapmalar dışında, iki ülke parası arasındaki nihai ilişkilerin, iki ya da daha çok ülkenin döviz piyasasında eş-anlı olarak ve etkileşim halinde ortaya çıktığını söylemek mümkündür.

- Döviz arz ve talebinin kendine özgü bir diğer niteliği, çok kaynaktan beslenmesidir. Döviz, her şeyden önce bir para olmasından ötürü, yabancı mal, hizmet, tahvil ve hisse senetlerine olan birçok talepten türemiş ve bunların bileşkesi niteliğindeki türev (derive) bir talebi ifade etmektedir. Aynı şekilde döviz arzı da

⁶ Ertürk, s. 21.

⁷ Seyidoğlu (2003), ss. 290-291.

⁸ Güran, ss. 16-17.

döviz piyasasındaki ulusal para talebini ifade ettiğinden, çok çeşitli kaynaklardan beslenmektedir. Kısacası, döviz piyasasında arz ve talebe ve dolayısıyla mübadele işlemlerine ulusal paralar konu olduğundan, pek çok faktör doğrudan veya dolaylı olarak arz-talep ve fiyatla (döviz kuruyla) karşılıklı etkileşim halinde olmaktadır.

1980’li yıllara kadar döviz arz ve talebi ile ithalat-ihracat arasında oldukça sıkı bir ilişki bulunmakta, döviz alıcısı genelde yurtdışından mal almak isteyen ithalatçı, döviz satıcısı da yurtdışına mal satan ihracatçı olmaktadır. Günümüzde ise döviz piyasalarında yapılan işlemlerin büyük çoğunluğu; ticaret, yatırım, riske karşı korunma (hedging) veya spekülasyona yönelik sermaye hareketi niteliğindeki işlemlerden oluşmaktadır.⁹ Bu işlemlerin gerçekleştiği piyasalar, küresel düzeyde gelişmiş bir bilgi ve iletişim ağı ile birbirlerine bağlı, uluslararası arbitraj hareketleri yoluyla bütünleşmiş tek bir piyasa niteliğine bürünmüştür. Bu durum, çalışmanın ilerleyen kısımlarında da inceleneceği üzere, hala bazı kısıtlama ve kontroller yoluyla belli sapmalara uğrasa bile, coğrafi olarak farklı konumlanmış piyasalardaki kur farklılıklarının ortadan kalkması eğilimini hızlandırmakta, dolayısıyla mesafeye ve bilginin edinilmesine bağlı faktörlerin etkisini en aza indirmektedir.

Döviz piyasalarında, finansal ilişkilerde ve uluslararası ticarete işlem gören para birimleri sahip oldukları ekonomik/siyasi istikrar ve etki kapasiteleri dikkate alındığında farklı nitelikler arz etmektedir. Kendi vatandaşları veya bir grup ülke tarafından kullanılmasından öte, dünyanın geri kalanında da kabul gören Amerikan Doları, Euro, İngiliz Sterlini ve Japon Yeni gibi güçlü ekonomilere ait, istikrarlı ve uluslararası ödemelerde kullanılabilen “döviz niteliğindeki” para birimleri, sağlam veya güçlü para (hard currency) olarak nitelendirilirken, günümüzde birçok ulusal para, bu uluslararası para birimlerine sabitlenmiştir. Daha zayıf ve istikrarsız ekonomilere ait olan ve güçlü para birimlerine bağımlı, onlara oranla daha düşük değerde ve istikrarsız yerel para birimleri (Arjantin Pesosu, Brezilya Reali, Türk Lirası vb.) ise yumuşak veya zayıf para (soft currency) olarak adlandırılmaktadır. Benzer doğrultuda bir sınıflandırma ise söz konusu ayrımı coğrafi etki boyutuyla dikkate almaktadır. Buna göre, küresel ölçekte işlem gören ve uluslararası niteliğiyle piyasada etkin ve belirleyici bir konuma sahip olan Amerikan Doları gibi para birimleri “küresel para” (global currency/world currency/supranational currency)

⁹ Sadi Uzunoğlu, **Para ve Döviz Piyasaları**, Genişletilmiş 2. Baskı, Literatür Yayınları: 92, İstanbul, 2003, s. 27.

olarak nitelendirilmektedir. Öte yandan, Euro gibi daha çok kapsadığı ekonomik ve parasal bölgede etkinliği belirgin olan fakat küresel ölçekte de güçlü para niteliğindeki bölgesel para birimleri (regional currency) de ayrı bir kategoride ele alınabilmektedir. Bu durumda, kendi ulusal sınırları içerisinde işlem gören ve görece zayıf ekonomilere ve çoğunlukla gelişmekte olan ülkelere ait para birimleri de yerel para (local currency) niteliğini taşımaktadır.¹⁰

1.2. DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ VE EKONOMİK DENGE

Literatürde “döviz kuru rejimleri” olarak da adlandırılan “döviz kuru sistemleri”, döviz kurlarını ve kurlarda gerçekleşen değişimleri belirleyen rejim olarak tanımlanabilir. Döviz kuru sistemi, bir ülkenin parasının yabancı paralarla hangi güç yoluyla, nasıl ve hangi oranlarla ilişkilendirileceğine yönelik kurallar bütünüdür.

Döviz kuru sistemi tercihi, iç ve dış ekonomik denge açısından büyük önem taşımaktadır. Kâğıt para rejim ve uygulamalarına geçildiğinde farklı ulusal paralar arasındaki bağ kopmuş, döviz kurunun resmi kararlarla mı yoksa piyasa koşulları tarafından mı belirleneceği sorunu ortaya çıkmış ve döviz kuru sistemine yönelik tercihler daha büyük önem kazanmıştır. 1944 yılında Altın-Dolar esasına dayalı oluşturulan Bretton Woods Sistemi, 1971’de Dolar’ın altın konvertibilitesinin kaldırılması ve 1973’te Dolar’ın ikinci devalüasyonu sonucunda işlemez hale gelmiş, böylece döviz kurlarına yönelik sistem tercihi, uluslararası finansal ilişkilerin yönetilmesinde asli mesele olmuştur.¹¹

Keynes’in iki Dünya Savaşı arası dönem için önerdiği geniş bantlı sabit kur sistemi fikriyle başlayan kapsamlı literatür, makroekonomik performansa yönelik sistem tercihlerinin yapıldığı günümüze kadar uzanmaktadır. 1990’lı yılların ikinci yarısından itibaren başta gelişmekte olan piyasalarda patlak veren krizler de dikkate alındığında, sistem tercihinin yarattığı etkilerin kapsamı, daha karmaşık ve çok boyutlu bir hal almıştır. Ülkelerin resmi olarak ilan ettikleri kur sistemleri ile fiili kur

¹⁰ Christian Thimann, “Global Roles of Currencies”, **European Central Bank Working Paper Series No: 1031**, Frankfurt, Mart 2009, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1031.pdf>, (20.11.2016); Cambridge Dictionary, <http://dictionary.cambridge.org/>, (20.11.2016); Oxford Dictionary, <https://en.oxforddictionaries.com/>, (20.11.2016).

¹¹ Güran, s. 1.

sistemleri arasında ortaya çıkan farklılıklar da döviz kuru sistemine yönelik rasyonel tercihin belirlenmesi konusunda tartışmaları çoğaltmıştır. Bu nedenle, tüm dünya ülkeleri için geçerli olan bir döviz kuru sistemi sınıflandırması yapılamamakta, bu durum literatürde farklı sınıflandırmaların ortaya çıkmasına yol açmaktadır.¹²

Döviz kuru sistemlerinin bir ucunda sabit kur sistemi, diğer ucunda ise dalgalı kur sistemi yer almaktadır. En eski sabit kur sistemi altın standardı olarak kabul edilmektedir¹³. Bununla birlikte, katı sabit kur sistemleri ile en uçtaki serbest dalgalı kur sistemleri arasında çok değişik karma sistemler oluşturulduğu görülmüştür. Bu sistemler, sabit ve dalgalı kur sistemlerinin belirli özelliklerinin birleştirilmesinden elde edilmiştir.¹⁴ IMF (Uluslararası Para Fonu), döviz kurlarındaki değişimde piyasa güçleri ile resmi müdahalelerden hangisinin daha öncelikli rol oynadığını dikkate alan ve bu öncelik derecelerine göre sıralanan *de facto* bir sistem sınıflandırması yapmıştır. Bu sınıflandırmayla sistemleri; sabit kur sistemi (veya katı döviz kuru hedeflemeleri); karma/ara sistemler (veya esneklik kazandırılmış sabit kur düzenlemeleri); esnek kur sistemi ve bu sistemler dışında kalan ve yaygın olmayan yönetimli düzenlemeler şeklinde dörde ayırmıştır.¹⁵ Bu çalışmada ise, sabit kur sistemi, esnek kur sistemi ve karma sistemler olmak üzere üç alt başlıkta sınıflandırılan döviz kuru sistemleri, en yaygın uygulamaları ve ekonomik dengeye etkileri bakımından incelenmektedir.

1.2.1. Sabit Kur Sistemi

Sabit kur sistemi, bir ulusal paranın başka bir ülke parasına veya birden çok ülke parasının yer aldığı bir sepete bağlandığı sistemlerdir. Sabit kur sisteminde

¹² Sevda Yapraklı, **Döviz Kuru Rejimleri ve Merkez Bankacılığı: Türkiye Üzerine Uygulamalar**, İmaj Yayınevi, Ankara, 2007, s. 159.

¹³ Altın standardı sistemi, 1880-1914 yılları arasında (ilk olarak İngiltere’de) uygulanmıştır. Birinci Dünya Savaşı ile birlikte sona eren bu süreçten sonra gelen 1918-1939 iki savaş arası dönemde ise tekrar altın standardına dönüş denemeleri olmuş, fakat ülkelerin değişen ekonomik koşulları, uluslararası işbirliğinin zayıflığı, ortak parite düzenlemenin mümkün olamayışı, altın rezervlerinin ve üretiminin yetersizliği, 1929 bunalımının sonuçlarını asgariye indirmeye çalışan farklılaşmış para politikaları ve enflasyon düzeyindeki farklılıklar nedeniyle eskiye dönüş sağlanamamış ve ülkeler paralarını dış piyasalarda dalgalanmaya bırakmışlardır (Aydan Kansu, **Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri - Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**, 2. Baskı, Güncel Yayıncılık, İstanbul, 2006, ss. 22-25).

¹⁴ Seyidoğlu (2003), s. 361.

¹⁵ IMF, **Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2013**, <https://www.imf.org/external/pubs/nft/2013/areaers/ar2013.pdf>, (10.02.2017), s. 4.

temel hedef, bir ulusal paranın değerini kendisinden daha güçlü ve istikrarlı bir paranın veya sepetin değerine sabitleyerek, söz konusu paranın istikrarını sağlamaktır.¹⁶ Bununla birlikte, sabit döviz kuru sistemi uygulamada, bir ulusal paranın diğer ülke paralarına katı biçimde sabitlendiği değil, genellikle bir müdahale bandı içerisinde hareket ettiği durumları ifade etmektedir. Diğer bir deyişle, bir merkez bankası, ilan ettiği sabit kurun altında ve üstünde belirlenen bandın dışına çıkılması durumunda döviz piyasasına müdahale edebilmektedir. 1945-1973 yıllarında yürürlükte olan Bretton Woods Sistemi de, ayarlanabilir bir sabit sistem olarak ortaya çıkmıştır. Bu sistemde, özellikle 1960'lı yıllarda pahalılaştan ABD ihracatı ve Vietnam Savaşı sırasında bollaştan Dolar'ın eski bant içerisinde tutulması zorlaştıkça, Dolar'a göre diğer paraların dalgalanma marjı artı ve eksi % 2,25'e yükseltilmiş, yani bant genişletilmiştir. Sistem, 35 Dolar'ı 1 ons altına eşitleyen, böylece ABD Merkez Bankası olan Federal Reserve Bank (FED), sisteme dâhil olan ülkelerin merkez bankalarının getirecekleri her 35 Dolar karşılığında 1 ons altın ödemeyi taahhüt etmiştir. Ancak, 1960'lı yıllardan itibaren ABD'nin altın rezervlerinin hızla erimeye başlaması, 1971 yılında Dolar'la altın arasındaki bağlantının kaldırılmasını zorunlu kılmıştır. Böylece 1971-1973 yılları arasında dünyada "Dolar Standardı" geçerli olmuştur.¹⁷

Katı sabit kur sistemleri ile esneklik kazandırılmış sabit kur sistemlerinin ortak yanı, resmi para otoritelerince doğrudan veya dolaylı olarak tespit edilmiş döviz kurlarını içermeleridir. Tespit edilmiş bu kurlar, "parite kuru", "par değeri", "resmi kur" olarak adlandırılabilir. Örneğin, ulusal paraların altın gibi ortak bir ölçüye göre tanımlandığı sistemlerde (altın sikke veya altın külçe sistemleri), paralar arasında altın paritelerine göre gerçekleşen dolaylı tespit edilmiş kurlar oluşmaktadır. Ulusal paranın bir dövize bağlanması durumunda ise (dövizin altına bağlı olup olmadığından bağımsız olarak), söz konusu döviz ile doğrudan tespit edilmiş kur (parite) ve diğer dövizlerle de dolaylı tespit edilmiş kurlar ortaya çıkmaktadır. Ulusal paranın tek bir döviz yerine, bir döviz grubuna bağlandığı (sepet sistemi) durumda ise, yine tespit edilmiş kurlar (pegged rates) söz konusu olmaktadır. Özetle, paraların altın gibi bir madene bağlandığı katı sistemlerde olduğu

¹⁶ A.P. Thirlwall, **Trade, the Balance of Payments and Exchange Rate Policy in Developing Countries**, Edward Elgar Publishing, 2003, s. 78.

¹⁷ İlker Parasız, **Makroekonomi: Teori ve Politika**, 8. Baskı, Ezgi Kitabevi, 2006, ss. 479-480.

gibi, kâğıt para sistemlerinde de, ulusal paranın altına konvertibilitesi olan veya olmayan bir dövize veya döviz grubuna bağlanması yoluyla bir sabit kur sistemi, diğer bir deyişle bir “tespit sistemi” oluşturulabilmektedir.¹⁸

Bretton Woods Sistemi'nin çöküşüyle başlayan süreç, yukarıda da değinildiği üzere, sabit kur sistemine uygulamada son verilmesini beraberinde getirmiş ve az gelişmiş ile gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan mali serbestleşmeyle birlikte sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin büyük ölçüde kalkması, 1980'li yıllardan sonraki küresel ekonomik sistemin temel yapı taşlarını oluşturmuştur. Bu yeni sistemde, bütün merkez bankacılığı yapılarında, döviz kuru sistemi tercihinin ve ekonomik değişimlere uyarlanacak çeşitli düzenlemelere gidilmiştir.¹⁹ Bu düzenlemelerin gerçekleştirilmesinde, ekonomik dengeyi sağlama hedefiyle bağımsız olarak seçilen döviz kuru sistemlerinin makroekonomik politikalarla uyumlu bir şekilde yürütülmesinin gerekliliğini gösteren ülke deneyimleri de etkili olmuştur.²⁰

Döviz kurunda denge, yalnızca dış hesapların dengelendiği dış denge durumuyla değil; tam istihdamın, fiyat istikrarının vb. makroekonomik dengelerin sağlanabildiği iç denge durumuyla gerçekleşebilmektedir. Denge kuru da iç ve dış dengeyi bir arada sağlayan kur seviyesini ifade etmektedir. Sermaye akımlarının etkisi de hesaba katılınca, ekonomik denge kavramı karmaşıklaşmaktadır.²¹ Bir ekonominin iç ve dış dengesini belirleyen faktörler dikkate alındığında, tercih edilen döviz kuru sisteminin önemi daha da belirginleşmektedir.

Sabit kur sistemi açısından bakıldığında, döviz arz ve talebi arasındaki dengesizliği, piyasa mekanizmasını tamamen yok saymadan ortadan kaldırmak için resmi otoritelerin piyasaya alıcı ve satıcı olarak müdahil olduğu görülmektedir. En katı sabit kur sisteminde bile kurların dar da olsa belli bir sınır içerisinde

¹⁸ Güran, s. 11.

¹⁹ Döviz kurlarının sabit tutulması merkez bankasının piyasa işlemleriyle gerçekleştirilmektedir. Merkez bankası bu görevi yerine getirebilmek üzere her şeyden önce yeteri kadar döviz rezervine sahip bulunmalıdır. Sistemin mantığı kurların sabit tutulmasını gerektirmekle birlikte bu, uygulanan kurun hiç değiştirilmeyeceği anlamına gelmez. Eğer ulusal para bir süreden beri alt veya üst destekleme noktasında sürünüyorsa bu demektir ki, kuru bu düzeyde sürdürülebilir olanağı kalmamıştır. Örneğin üst destekleme noktasında merkez bankasının piyasaya sürekli biçimde döviz arz etmesi gerekir ki, buna olanak yoktur. O halde, hükümetler zaman zaman kurları (pariteyi) değiştirmek ve ulusal paranın değerini yeniden belirlemek yoluna giderler. Sabit kur sisteminin “ayarlanabilir” nitelikte olmasının nedeni budur (Seyidoğlu, 2003, s. 365).

²⁰ Yapraklı, s. 1.

²¹ Ünal Çağlar, **Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, Alfa Yayınları, İstanbul, 2003, ss. 86-87.

dalgalanabildiği düşünülürken, söz konusu resmi müdahaleler bu sınırların dışına taşma durumlarını önlemek amacıyla gerçekleştirilen “alt ve üst destekleme noktaları”nda gerçekleşmektedir. Örneğin, ulusal paraların altına endeksli olduğu altın standardı sisteminde, altının konvertibilitesi ve ticaretinin mevcut olduğu durumlarda döviz kurunun altın paritesinden (yani altın ihraç ve ithal noktaları arasında) fazla sapmaması için döviz kuru altın ihraç noktası üzerinde oluşma eğilimindeyken dışarıya ödemelerin, bu durumun tersi söz konusuysa da içeriye ödemelerin altınla yapılması daha karlı olmakta, böylece altın arbitrajı döviz kurunun altın giriş ve çıkış noktaları arasında kalmasını sağlamaktadır. Bretton Woods Sistemi’nde ise, alt ve üst destekleme noktalarının uluslararası bir anlaşmayla tespit edildiği görülmektedir. Daha önce de belirtildiği gibi 1973 yılından sonraki ayrışmadan önce kurlar, parite etrafında \pm % 1 dalgalanmayla sınırlandırılmış, bu sınır daha sonra \pm % 2,25’e genişletilmiştir. Döviz kurunun belli bir bant aralığında oluşmasına izin vermeyen katı sabit kur sistemlerinde ise dış dengesizlikler, telafi edici nitelikteki sermaye hareketleriyle giderilebilmektedir. Telafi edici sermaye hareketlerinin yeterli olmadığı koşullarda da bozulan dengeyi en azından kısa dönemde finanse edebilecek altın veya döviz rezervleri kurların sabitliğini sürdürmenin ön koşulu olmaktadır. Bu koşul sağlanmadığı takdirde sistemin işleyişi sekteye uğramakta, kambiyo denetimleri ya da çeşitli dolaysız müdahaleler de sürdürülebilirlik sağlayamadığında kuru değiştirilmesi ya da daha esnek hale getirilmesi kaçınılmaz olmaktadır.²²

Sabit kur sisteminde fiili bir dış dengesizliğin, fiyat, gelir ve faiz oranı gibi makroekonomik değişkenlerden başlayarak cari işlemler ve sermaye hesaplarında değişimlere neden olan otomatik bir dengelenme mekanizmasını harekete geçirdiği görülmektedir. Bu dengelenme hareketi, Klasik İktisatçılar tarafından “fiyat değişimleri”ne bağlanırken, Keynesyen yaklaşım “gelir değişimleri”ni ön plana çıkarmaktadır. “Faiz oranı değişimleri”nin yol açtığı sermaye akımlarının rolü de dikkate alındığında, dengelenme sürecinin aslında karmaşık bir süreç olduğu görülmektedir. Klasik yaklaşımda, “fiyat-para akım mekanizması (price-specie flow mechanism)” yoluyla para arzının daralmasına yol açan ödemeler bilançosu açığının fiyatları düşürmesiyle dış dengenin tekrar tesis edileceği savunulmaktadır. Açık

²² Güran, ss. 43-44.

veren ülkede fiyatların düşmesi, iç ve dış talebin elastik olduğu varsayımıyla birlikte ihracatı genişletecek, ithalatı daraltacak ve böylelikle dış denge tekrar sağlanacaktır.²³

Ödemeler bilançosunun fazla verdiği durumda ise “likidite etkileri” olarak adlandırılan etkiler, denge açısından önemli rol oynamaktadır. Cari işlemler bilançosu ve sermaye akımlarının parasal koşullar ve dolayısıyla iç talep ve fiyatlar üzerindeki etkilerini ifade eden etkiler yoluyla ödemeler bilançosunda oluşan fazladan kaynaklı bir dış dengesizlik durumunda, mekanizma yukarıda bahsedilen döngünün tersine işleyerek dengeyi oluşturacaktır. Ödemeler bilançosunun toplam dengesindeki bir fazla, yani cari işlemler ve sermaye hesapları toplamındaki bir fazla durumunda, uluslararası rezerv akımının önce parasal taban ve dolayısıyla para arzında meydana getirdiği bir artış, parasal tabanı²⁴ genişleterek ülkenin para arzı üzerinde doğrudan bir etki yaratacaktır. Sabit kur sisteminde merkez bankası, bu gibi durumlarda ulusal paranın değer kazanmasını önlemek için ödemeler bilançosu fazlasını satın alarak müdahale ettiğinde, parasal taban ve para arzındaki genişleme ile ülke enflasyonist baskı sürecine girecek, yani fiyatlar yükselecektir. Böylece ithalatın artıp ihracatın daralmasıyla tekrar dış denge durumuna geçilecektir.²⁵

Bununla birlikte, özellikle ücret ve fiyatların esnek olmaması ve eksik istihdam koşullarının mevcut olması halinde fiyat değişmelerinin yerini reel gelir ve istihdam hacmindeki değişmelerin almasıyla gelir-dengelenme mekanizması (income-adjustment mechanism) ön plana geçmiş olmaktadır. Örneğin, ihracattaki otonom bir artışla ödemeler bilançosunun fazla verdiği durumlarda milli gelir çoğaltan mekanizmasıyla artacak ve marjinal ithal eğilimiyle bağıntılı olarak ithalat da artarak başlangıçtaki fazlanın bir kısmı ortadan kalkacak; dış açık durumunda ise tersi bir süreç işleyerek denge yönünde bir eğilim meydana gelecektir. Dış dengesizliğin sermaye hareketlerinden kaynaklandığı koşullarda da yine otonom harcama ve ticaret bilançosu değişmesi etkileşimi dengelenme eğilimini yaratacaktır.

²³ Güran, ss. 48-51.

²⁴ Parasal taban; yüksek güçlü para, rezerv para, para bazı, para tabanı gibi farklı terimlerle de ifade edilebilmektedir. Parasal otoritelerin para biçimindeki yükümlülüklerini, bankalara olan yükümlülüklerini ve merkezi hükümet dışındaki yurtiçi kesimlere olan paraya dönüştürülebilir mevduat yükümlülüklerini kapsamaktadır. Parasal taban; dolaşımdaki para, bankaların nakit rezervleri ve merkez bankasının zorunlu karşılıklarından oluşmaktadır (Temel Ergun, **İthal edilen Enflasyon ve Türkiye Örneği**, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları, İzmir, 1987, s.35).

²⁵ Ergun, ss. 34-39.

Ancak, gelir-dengelenme mekanizması gelir üzerindeki ilk uyarı etkisini esas alırken, faiz oranlarının sabitlendiği bir para politikası izlendiğini varsaymaktadır. Faiz oranlarındaki değişim hesaba katıldığında ise sermaye hareketlerinin dengelenmeye etkisinin, gelir değişmelerinin yarattığı etkiye katkı yapması mümkün olabilecektir. Örneğin, faiz oranlarındaki değişimler, yatırım harcamalarının değişmesine yol açarak dengelenme yönünde ek bir eğilim doğuracaktır. Yine de, dış açık (fazla) durumunda para arzı daralıp (genişleyip) faiz oranı yükselse (düşse) bile; bu yükselmenin (düşmenin) yatırım harcamaları üzerinde daraltıcı (genişletici) etkide bulunması, yatırımın faiz elastikiyetinin yeterince yüksek olmasına bağlı olmaktadır. Sonuçta, sabit kur sistemindeki dengelenmede tüm etkenlerin birbirleriyle etkileşim halinde sürece katıldığını ve dengesizliğin niteliğinin hangi etkinin asli olduğunu belirlediği söylenebilir. Bu durumda, iç ve dış dengenin birlikte sağlanması temel hedef olduğunda, söz konusu otomatik dengelenme mekanizması resmi otoritelere izlenecek politikalarla ikame edilecek ve bu politikaların etkinliği ölçüsünde sağlanabilecektir.²⁶

1.2.2. Esnek Kur Sistemi

Döviz kurlarındaki sürekli istikrarsızlık sonucunda 1960'lı yılların ikinci yarısında patlak veren finansal krizler nedeniyle çoğu iktisatçı merkez bankalarının müdahalesinin olmadığı esnek kur sistemlerini savunmaya başlamıştır. Esnek kura geçişin, uluslararası sistemin gereksinimi olan serbestliği sağlayacağı ve bu dönüşümün dünya için başka ekonomik faydalar da doğuracağı ileri sürülmüştür. Mart 1973'te esnek kur sistemine geçişle, döviz kurlarını belirlemede kilit rol merkez bankalarından alınıp piyasalara bırakılırken, bu dönüşüm, yine birçok iktisatçı tarafından dünya para sisteminin daha sağlıklı bir niteliğe evrilmesi olarak değerlendirilmiştir.²⁷

Esnek döviz kuru sistemi, bir ülke parasının değerinin döviz piyasasında oluşan arz ve talebe bağlı olarak dalgalandığı sistemi ifade etmektedir. Böylece ödemeler dengesindeki potansiyel bir açık ya da fazlanın, bir ülke parasının değer kaybedip değer kazanması yoluyla otomatik olarak dengelenmesi söz konusu

²⁶ Güran, ss. 51-53.

²⁷ Krugman, Obstfeld ve Melitz, s. 529.

olmaktadır.²⁸ Bu sistemde, döviz kurları piyasa güçleri tarafından oluşturulmakta, para otoriteleri kurlara yönelik herhangi bir “hedef oran” belirleyemedikleri gibi paralarının fiyatını değiştirmek için döviz piyasalarına da müdahale edememektedir. Geleneksel esnek kur sistemi, mal piyasalarındaki serbest rekabet durumuyla benzeşmektedir. Yukarıda da incelendiği üzere sabit kur sistemine bağlanma, kaçınılmaz olarak sabit kur ile arz ve talep koşulları tarafından belirlenen denge döviz kuru arasında bir ayrılığa neden olmaktadır. Böylece, bir dengesizlik durumunda sabit kuru korumak isteyen resmi otoriteler, mal ve sermaye piyasalarına müdahale eden araçlara başvurmaktadır. Söz konusu müdahaleler içerisinde; merkez bankası rezervleri, tarifeler, kotalar, döviz kontrolleri, sermaye giriş ve çıkışları üzerine konan vergiler gibi araçlar yer almaktadır.²⁹ Esnek kur sistemi ise, potansiyel bir dengesizlik durumunun piyasa güçlerinin etkisi ile ortadan kaldırılmasının tercih edildiğini göstermektedir.

Esnek kur sisteminde iç ve dış dengesizlik, fiili bir ödemeler bilançosu dengesizliği söz konusu olmayacağı için, otomatik değişimler yoluyla ve görece fiyat değişikliklerinin etkisiyle ortadan kaldırılmaktadır. Döviz kurunun serbestçe değişebildiği bu sistemde döviz piyasasındaki bir dengesizlik, döviz kurunun değişmesi ve kendiliğinden bir dengelenmenin sağlanarak potansiyel dengesizliğin ortadan kaldırılması sonucuna varmaktadır. Böylece süreç, döviz arz ve talep elastikiyetleri, yani döviz piyasasındaki kararlılık koşullarına bağlı olmaktadır. Esnek kur sisteminin tercihiyle birlikte dış dengenin sağlanması döviz kuru değişmelerine bırakılmaktadır. Teorik olarak, potansiyel bir dış açık döviz kurunun yükselmesine, potansiyel bir dış fazla ise döviz kurunun düşmesine yol açarak, fiili bir dış dengesizlik durumunu ortadan kaldırmış olmaktadır.³⁰ Bu sistemde, dış rezervlere olan ihtiyaç en düşük düzeyde olmakta, ülkelerin kıt kaynaklarından dış rezervlere endeksledikleri oran azalmaktadır. Oluşabilecek bir rezerv ihtiyacı, döviz arz ve talebi arasındaki geçici dengesizliklerin karşılanmasından kaynaklanmaktadır.³¹ Sistemde iç denge ise, para ve maliye politikalarının seferber edilmesiyle sağlanmaktadır.

²⁸ Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde ve Holger C. Wolf, **Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences**, The MIT Press, Massachusetts, 2003, s. 54.

²⁹ Parasız, s. 480.

³⁰ Güran, ss. 71-88.

³¹ Seyidoğlu (2003), s. 369.

Döviz piyasasındaki kararlılık bağlamında, esnek kur sisteminde dengelenme mekanizmasının elastikiyetler yaklaşımı çerçevesinde açıklanmasında Marshall-Lerner koşulundan yararlanılmaktadır.³² Söz konusu koşulu ortaya koyan yaklaşım esnek kur sistemine uyarlandığında, veri bir potansiyel dengesizlik durumunun daha küçük oranlı bir kur değişimiyle telafi edilebileceğini öne sürmektedir. Diğer bir deyişle, döviz piyasası istikrar halindeyken otomatik dengelenme mekanizması, döviz kurunda ve göreceli fiyatlarda fazla bir değişmeye yol açmadan çalışabilmektedir. Marshall-Lerner koşulunda gelir ve fiyatların sabit olduğu varsayıldığından kurdaki değişmelerin sadece ilk etkisine değinilmekte, bu etkinin fiyatlar ve gelirler bakımından yarattığı ilk etkisine zıt yönlü işleyebilecek ardıl etkilerin göz ardı edildiğine dair eleştiri ise Harberger-Laursen-Metzler etkisi³³ olarak ifade edilmektedir. Buna göre, bir ekonomide fiyatlar veri iken, ithal fiyatlarındaki bir azalış (artış), reel geliri artıracak (azaltacak); reel gelirin artışıyla (azalışıyla) gelirin tasarruf edilen kısmı artacaktır (azalacaktır). Böylece veri bir parasal gelirin mal ve hizmetlere harcanan kısmı azalacaktır (artacaktır). Örneğin döviz kuru yükseldiğinde, ithal malları daha pahalı hale gelerek reel geliri düşürecek; sonuçta veri bir parasal gelir düzeyinde ortalama harcama eğilimi yükselecektir. Bu da başlangıçta döviz kurlarında meydana gelen artışın dengeyi sağlamaya yetmeyeceğini ve daha yüksek bir kur artışının gerekliliğini ortaya koymaktadır. Bu etkinin şiddetini belirleyen ölçüt olan ortalama ithal eğilimi ne oranda yüksek ise, o oranda bir etki söz konusu olmaktadır. Kısacası, gelir etkileri de dikkate alındığında, Marshall-Lerner koşulunun öngördüğü kur değişim oranı, potansiyel bir dengesizliğin giderilmesine yetmeyecektir.³⁴

³² Marshall-Lerner koşulu, döviz kuru devalüasyonunun hangi koşullar altında dış dengeyi olumlu yönde etkileyebileceğini ortaya koyan yaklaşımdır. Buna göre, uzun dönem ihraç ve ithal talep esnekliği toplamının 1'den büyük olduğu koşullarda devalüasyon amacına ulaşacak ve dış dengenin sağlanması söz konusu olabilecektir (Harvard University - Harvard Kennedy School Jeffrey Frankel's Teaching Page, "The Marshall-Lerner Condition", **Devaluation & The Trade Balance Lecture 1**, <https://www.hks.harvard.edu/fs/jfrankel/API120/Is/L1-DevaluationTB.pdf>, (26.07.2016).

³³ Harberger-Laursen-Meltzer etkisi, 1950'li yıllarda ortaya koyulmasına rağmen, 1980'li yıllarda önem kazanmıştır. Bu yıllarla birlikte ülke ekonomilerinin daha dışa açık hale gelmeleri ve kur değişimlerinin yol açtığı gelir ve fiyat etkilerinin daha yüksek oranlarda gerçekleşmesi bunda önemli bir etken olmuştur. Dışa açık ekonomilerde, tasarrufların dış ticaret hadlerine vermiş olduğu tepki ile yatırımların vereceği tepkinin analizi bu yaklaşımı ekonomik konjonktürün açıklanmasında önemli bir araç haline getirmiştir (Ramazan Ekinci, Osman Tüzün ve Hakan Kahyaoglu, "Dış Ticaret Hadleri Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama", **Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi**, Cilt: 2, Sayı: 2, 2015, ss. 83-100, s. 84).

³⁴ Güran, ss. 74-76.

Döviz kuru değişmelerini gelir etkilerini dikkate alarak açıklamaya çalışan bir diğer yaklaşım da Sidney Stuart Alexander tarafından ortaya konulmuştur. Makroekonomik kavramları hesaba katarak oluşturulan gelir-massetme yaklaşımında (income-absorption approach)³⁵, ticaret bilançosundaki bir açığın reel milli harcamalar ile milli hâsıla ya da reel gelir arasındaki uyumsuzluğun bir sonucu olmasından hareketle, bir ülkenin halkı, ürettiğinden daha fazla mal ve hizmet massetmeye kalkarsa, bu fazlalık, ticaret bilançosundaki kötüleşme ile mümkün olabilmektedir. Bu yaklaşım, döviz kurundaki değişmenin reel gelir ve reel harcama (massetme) üzerindeki görelî etkilerine dayanmaktadır. Bir kur artışının (devalüasyon) ticaret bilançosunu ne ölçüde iyileştirebileceği dikkate alındığında, fiili bir dış açık durumunda resmi otoriteler bir devalüasyon yaptıklarında, ilk etki, devalüasyonun açığı tam olarak kapatmaya yeteceği şeklinde bile olsa, tersine-çevirici etkiler bunu engellemekte ve söz konusu açık başlangıca göre azalmış olsa da devam etmektedir. Fiili bir dış açığın mümkün olmadığı esnek kur sistemi açısından bakıldığında, döviz kurunda potansiyel dış açığa bağlı olan başlangıçtaki yükselme, ithalat ve ihracatı dengeye getirirken, tersine-çevirici gelir etkileri dış açığın azalarak devam etmesi yerine, ithalatın yükselmesi ve büyük olasılıkla ihracatın düşmesi sonucunu doğurmaktadır. Bunun sonucunda, ticaret bilançosunu tekrar dengeye getirecek şekilde döviz kurunda yeni bir yükselme (depresiasyon) gerçekteşmektedir. Denilebilir ki, kurların serbestçe dalgalanabildiği bir sistemde dış ticaretin nihai dengesi, tersine-çevirici etkiler nedeniyle, elastikiyetler analizinin öngördüğünden daha büyük bir döviz kuru değişmesi ile gerçekteşebilmektedir. Parasal faktörleri analizin dışında bırakan bu yaklaşıma sonradan yapılan bazı katkılarla, dengelenme mekanizmasına yönelik daha gerçekteşçi çıkarımlar yapılmaya

³⁵ Devalüasyon konusunda esneklik yaklaşımına dayanan geleneksel açıklamalar zamanla yetersiz bulunmuş ve başta dış ticarete konu malların arz, talep ve fiyatları dışındaki tüm değişkenlerin sabit tutulduğu varsayımı üzerinden çeşitli eleştirile maruz kalmıştır. Toplam harcama yaklaşımı olarak da bilinen massetme yaklaşımı, bu yetersizliği gidermek amacıyla ortaya atılmış ve devalüasyonun dış dengeyi sağlayıcı etkilerini milli gelir düzeyinde yol açtığı değişmeler ile açıklamıştır. Keynes'in milli gelir teorisinin uluslararası ekonomiye uyarlanması sayılabilecek bu yaklaşıma göre, devalüasyon, milli gelir ve fiyatlar düzeyini ve buradan da dış denge durumunu etkilemektedir. Böylece, massetme yaklaşımının en önemli katkılarının başında, dış ödemeler dengesini ekonominin genel işleyişiyle bağlantılı olarak açıklaması gelmektedir (Seyidoğlu, 2003, ss. 485-486). Ayrıca, Alexander'ın elastikiyetler ile massetme yaklaşımlarının sentezini ortaya koyduğu özgün makalesi için bkz: Sidney Stuart Alexander, "Effects of a Devaluation: a Simplified Synthesis of Elasticities and Absorption Approaches", *The American Economic Review*, 1959, ss. 22-42, <https://www.jstor.org/stable/1808056>, (27.07.2016).

çalışılmıştır. Örneğin S.C. Tsiang, faiz oranlarının değişmediğini ve böylece para arzının artan para talebine yanıt verdiğini varsayan Alexander'a karşılık, faiz oranlarına büyük önem vermiştir. Potansiyel bir ödemeler bilançosu açığının döviz kurunda yükselmeye neden olan ilk etkisine atıfta bulunmakla birlikte, massetmede ticaret bilançosundaki iyileşmeyi tam olarak ortadan kaldıracabilecek bir yükselmenin ancak massetmenin yalnızca parasal gelir düzeyine bağlı olması ve para arzının sonsuz esnek olması varsayımlarıyla gerçekleşebileceğini öne sürmüştür.³⁶

Dış dengesizlik yalnızca cari işlemler bilançosundan kaynaklanmamakta, tek yanlı transferler ve sermaye hareketleri de dış dengesizliği yaratan unsurlar olabilmektedir. Bu durumda da dengelenme mekanizması özü itibarıyla değişmemekte, söz konusu dengesizlik mal ve hizmet hareketleri yoluyla ortadan kalkmaktadır. Böylece, dengelenme mekanizması uluslararası parasal sermaye transferlerinin reel sermayeye dönüşmesiyle gerçekleşmektedir. Burada, fiyat etkileri döviz arz ve talep elastikiyetlerine; gelir etkileri de söz konusu ülkelerin marjinal ithal eğilimlerinin büyüklüğüne bağlı olmaktadır. Ayrıca, kısa süreli sermaye hareketleri de dengelenme mekanizmasına etki etmektedir. Potansiyel bir dış açık durumunda, dengelenme mekanizmasının otomatik işleyişi içerisinde veya izlenecek daraltıcı para politikası yoluyla faiz oranlarının yükselmesi, faiz arbitrajı şeklindeki kısa dönemli sermaye girişini uyararak dengelenmeye yardım edebilmektedir. Bu durum, spekülasyon niteliğindeki kısa süreli sermaye akımları için de geçerli olabilmektedir. Spekülatörler, potansiyel bir dengesizlikten ötürü döviz kuru yükselmekte iken, buna yol açan faktörlerin geçici olduğuna kanaat getirerek söz konusu paradan satın almak yoluyla, döviz arzının artmasına ve döviz kuru değişkenliğinin azaltılmasına katkı sağlayabilmektedir. Ancak, esnek kur sisteminde de (sabit kur sisteminde olduğu gibi), spekülasyonun istikrara olumlu ya da olumsuz etkileri olabilmekte, örneğin döviz kurlarındaki değişmelerin aynı yönlü fakat daha büyük ve sürekli yol almasına neden olmak gibi olumsuzluğu artırıcı etkileri de söz konusu olabilmektedir.³⁷

Esnek kur sisteminde dış denge, harcama-kaydırıcı bir araç olan döviz kuru değişimleriyle; iç denge ise uygulanacak para ve maliye politikalarının harcama-değiştirici etkisiyle sağlanmaktadır. Öte yandan, döviz kuru dış dengeyi sağlarken iç

³⁶ Güran, ss. 77-82.

³⁷ Güran, ss. 81-82.

dengeyi etkilemekte; harcama-değiştirici politikalar da iç dengeyi sağlarken döviz kurunu ve dış dengeyi etkilemektedir. Döviz kuru değişmelerinin dış dengeyi sağlamada etkin olması (diğer bir ifadeyle, döviz piyasasında kararlılığın mevcut olması) koşuluyla, iç dengeyi sağlamak için para veya maliye politikalarından herhangi birinin kullanılması iç ve dış dengenin birlikte sağlanmasını mümkün kılabilmektedir. Esnek kur sistemi, bu politikalardan sadece birinin kullanılması yerine, iç ve dış dengeyle uyumlu farklı para ve maliye politikası bileşimlerini seçebilme serbestliği sağlamaktadır.³⁸

1.2.3. Karma Kur Sistemleri

Sabit kur sistemleri ile esnek kur sistemleri arasında sıralanan döviz kuru rejimleri yelpazesinde karma sistemler olarak adlandırılan, iki uç sistemden çeşitli sapmalarla ortaya çıkan ve bir bakıma uç sistemlerin birbirine yakınsaması anlamına gelen döviz kuru sistemleri mevcuttur. Dalgalanma marjlarının genişletilmesi ve/veya resmi kur ayarlamaları yoluyla sabit kur sistemlerine esneklik kazandırılabil-diği gibi; döviz kuru değişmelerinin serbestçe gerşebekleşmesinin resmi otoritelerce yönlendirilip, bazı işlemler için esnekliğe müdahale edilen kur sistemleri de bulunmaktadır.³⁹

Günümüzde birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke tarafından tercih edilen “yönetimli dalgalanma” (managed float) modeli de karma bir döviz kuru sistemidir. Bretton Woods Sistemi'nin çöküşüyle birlikte, dönemin parasal kaos ortamının da etkisiyle, çok sayıda ülke yönetimli dalgalanma sistemine geçmiştir. Kurların serbest dalgalanmaya bırakıldığı bu sistemde merkez bankalarının denetimi söz konusudur. Serbest dalgalanma yoluyla arz ve talebe göre şekillenen kurların aşırı ve istikrar bozucu değişmelere yol aldığı düşünöldüğünde, merkez bankaları, döviz alış ve satışları gerşebekleştirerek piyasaya müdahale edebilmektedir. Bu müdahaleler, piyasa mekanizmasını daha fazla gözeten ölkelerde asgari düzeyde iken; kur istikrarını asli hedef olarak belirleyen ölkelerde ise daha yoğun olarak uygulanmaktadır. Esnek kur sistemleri ile sabit kur sistemleri arasında karma bir uygulama olan yönetimli

³⁸ Güran, ss. 83-88.

³⁹ Barbara Ingham, **International Economics: A European Focus**, Financial Times Prentice Hall, 2004, ss. 193-198.

dalgalanmada, her iki sistemin avantajlı yönlerinden yararlanmaya çalışılmaktadır. Örneğin, esnek kur sistemine benzer biçimdeki serbestlik, dış denge sorunlarının giderilmesi için önemli bir avantaj yaratmaktadır. Sabit kur sistemine özgü kararlı bir kur uygulaması da serbest kur değişmelerinin içerdiği belirsizliğin uluslararası ticaret ve mali akımlar üzerinde yarattığı caydırıcı etkiyi önleyebilmektedir. Yönetimli dalgalanmada asıl hedef, kısa süreli aşırı dalgalanmaların giderilmesi olup, müdahalelerin uzun dönemli değişme trendlerini etkilememesi tercih edilmektedir. Kısa süreli trendlerin ne oranda yumuşatılabileceği konusu da hükümetlerin izleyeceği politikalara ve döviz rezervlerinin büyüklüğüne bağlı olmaktadır. Bir ülke, ne kadar büyük döviz rezervlerine sahipse, o kadar geniş bir müdahale alanına sahip olmaktadır.⁴⁰

Döviz piyasasında ortaya çıkan kısa süreli bir talep fazlası, merkez bankasının piyasaya döviz satışı yaparak (talep fazlasının tümü değil belli bir oranı kadar) ulusal paradaki değer kaybını yatıştırdığı müdahalesiyle karşılanmakta; kısa süreli bir arz fazlası durumunda da piyasadan benzer şekilde döviz satın alınarak ulusal paranın değerinde görülecek artış frenlenmektedir. “Rüzgâra karşı durma” (leaning against the wind) politikası olarak da adlandırılan bu müdahaleler zaman zaman olumsuz boyutlarıyla da ön plana çıkabilmektedir. Örneğin, döviz kurlarının yapay olarak yüksek tutulduğu (paranın eksik değerlendirildiği) durumlarda, bu müdahaleler özellikle gelişmiş ülkeler tarafından alışkanlık haline getirilirse, söz konusu ülkelerin ticaret ortaklarının dış ticaret dengelerini bozucu sonuçlar doğurabilmektedir. Dış piyasadaki rekabet gücünü yapay olarak artırmak için başvuru döviz piyasası müdahaleleri “kirli dalgalanma” olarak ifade edilmektedir. Bu durum, ülkeler arası ticari sapmalar ve anlaşmazlıklar doğurabilmektedir.⁴¹

Sabit kur sistemleri ile esnek kur sistemleri arasında uzlaşmayı ifade eden diğer bir karma model, “geniş marjlı parite sistemi” (wider band) olarak adlandırılmaktadır. Aralık 1971’de IMF’nin Washington’daki toplantısından sonra kısa bir süreliğine denenen bu modelde kurlar, parite etrafında izin verilen dalgalanma marjlarının (% 2,25 alt ve üst sınır olmak üzere % 4,5’lik bir müdahale öncesi değişme marjına karşılık gelmek üzere) genişletilmesi yoluyla arz ve talep koşullarına göre belirlenmektedir. Bu modelde hedeflenen, gelecekteki döviz

⁴⁰ Seyidoğlu (2003), ss. 374-376.

⁴¹ Seyidoğlu (2003), ss. 375-376.

kurlarına yönelik belirsizliği azaltmaya koşut olarak kur ayarlamalarına kısmen daha fazla olanak tanımaktır. Bu model, marj genişledikçe serbest kur sistemine daha fazla yakınsamaktadır.⁴²

Döviz kurlarının belli bir parite etrafında ve önceden belirlenmiş sınırlar arasında dalgalanmasına izin verilen bir diğer model de “sürünen pariteler” (crawling peg) olarak adlandırılmaktadır. Model, kurun merkezi değerinin otomatik bir sistemle sürekli olarak değiştirilmesine dayanmaktadır. Bu model de destekleme noktasına yaklaştığında merkez bankası müdahalesini gerektirmektedir. Ancak merkezi kur, önceki haftaların veya ayların ortalama döviz kuru değerine göre belirli aralıklarla ve sürekli olarak değiştirilmektedir. Örneğin, piyasa kuru, alt destekleme noktasında ya da ona yakın bir noktada takılı kalmışsa, yeni merkezi kur değeri aşağıya doğru ayarlanmaktadır. Böylelikle, kurlara bir dereceye kadar belirlilik kazandırılarak, uzun dönemli esas trendleri bozmadan, kısa süreli dalgalanmalar kontrol altına alınmış olmaktadır.⁴³

“İstikrarlı fakat ayarlanabilir döviz kuru sistemi” (stable but adjustable exchange rate system) olarak adlandırılan sistem ise, çalışmanın bir sonraki bölümünde detaylandırılacağı üzere, Avrupa’ya ait ortak bir para birimi oluşturma yolunda kullanılan ve bu nedenle Avrupa’da parasal birliğin başlangıcında da önemli rolü olan karma bir sistemdir.⁴⁴ Bu sistemde, ulusal para birimlerinin ortalamasını temsil eden ortak bir değere göre tanımlanan merkezi kurlara dayalı, istikrarlı fakat tam anlamıyla sabit olmayıp kısa sürelerde ve az oranda değiştirilebilir pariteler söz konusu olmaktadır. Burada, denkleştirmenin yarattığı maliyetin, yakın işbirliği içerisindeki ülkeler arasında simetrik olarak dağıtılması hedeflenmektedir.

Ortak para alanları (common currency areas) veya parasal birlikler (monetary union) de sabit ve esnek kur sistemlerinin her ikisini birden içeren bir nevi karma bir model olarak nitelendirilebilmektedir. Bu modelde, işbirliği halindeki ülkeler ulusal paralarını sabit kurlarla birbirine bağlayıp işbirliği dışındaki ülkelerin paralarını dalgalanmaya bırakarak, belirledikleri belli giriş kriterleri yoluyla oluşturdukları para alanını korumayı hedeflemektedir. Yine çalışmanın bir sonraki bölümünde

⁴² Maurice D. Levi, **International Finance**, 4. Baskı, Routhledge, Londra, 2005, ss. 499-500.

⁴³ Levi, s. 500.

⁴⁴ European Commission, **Phase 2: The European Monetary System - Interest Remained Strong**, http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/emu/road/ems_en.htm, (22.07.2016).

detaylandırılacak olan ve Robert Mundell ile Ronald McKinnon tarafından geliştirilen “optimum para alanı” teorisinde, ülkelerin, söz konusu para alanına giriş kriterlerini karşılayabilmeleri için ileri derecede bir faktör hareketliliğine sahip olması gerektiği sonucuna varılmaktadır. AB ülkelerinin oluşturduğu para alanında da ulusal paralar sabit kurlardan bir birime (ECU: Avrupa Para Birimi) bağlanıp Dolar ve öteki paralar karşısında dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu süreç, 1999 yılında tek para birimi olan Euro’ya geçişte başlıca aşamayı oluşturmuştur. Birlik üyesi ülkeler, Euro’ya geçmeden önce Avrupa Merkez Bankası’nı kurarak Birlik içindeki enflasyon, işsizlik, dış dengesizlik gibi sorunları çözecek para politikalarını uygulamak üzere yetkilerini bu kuruma devretmişlerdir. Ortak merkez bankasının uluslararası yetkiyi devraldığı düşünüldüğünde, Birliğe üye bir ülkede yabancı mallara talep artışı nedeniyle oluşabilecek bir dış ticaret açığı ve ortak ülkelerdeki dış ödeme fazlası durumunda, serbest kur değişimlerine izin verilmediği için, söz konusu ülke parasında gerçekleşmesi varsayılan değer kaybı ile diğer ülke paralarındaki değer artışı etkisi ortadan kalkmaktadır. Diğer bir olasılık olan iç fiyatların değişmesi yoluyla dengenin sağlanması da ülkelerin fiyat istikrarını sağlama amacındaki para otoritelerinin muhalefetiyle karşılaşabilmektedir. Bu durumda, söz konusu ülkeye gelir ve harcama değiştirici politikalar dışında dış dengeyi sağlayacak bir hareket alanı kalmamış olmaktadır. Parasal birliğe üye söz konusu ülke harcama kısıtlayıcı, öteki ülkeler ise harcama genişletici para ve maliye politikaları izleyebilmekte, fakat bu uygulamalar da söz konusu ülkede işsizlik, diğer ülkelerde de aşırı işgücü talebi yaratabilmektedir. İşte bu durumda, para alanı içerisindeki faktör hareketliliğinin neden yüksek olması gerektiği anlaşılmaktadır. Söz konusu ülkede işsiz kalan emek ve sermaye faktörleri, hızla, birlik içindeki bu faktörlere talebin yüksek olduğu yerlere göç edebilmekte ve istihdam sorunları çözümlenebilmektedir.⁴⁵

Karma döviz kuru sistemleri ve diğer uç sistemler birlikte değerlendirildiğinde, bir ülke veya bir ekonomik bütünleşme için hangi sistemin en uygun seçeneği ifade ettiği konusunda, söz konusu ülke veya ülkelerin gelişmişlik düzeyi, içsel ve dışsal koşulları ve ekonomik öncelikleri belirleyici olmaktadır. Herhangi bir sistem, her zaman ve her koşulda üstün ve geçerli olmadığı gibi, herhangi bir ekonominin özgün koşullarına uymayan veya kırılganlıklarını dikkate

⁴⁵ Seyidoğlu (2003), ss. 377-378.

almayan bir sistem tercihi, ekonomik tahribata ve hatta büyük finansal krizlere⁴⁶ varan sonuçlara yol açabilmektedir.⁴⁷ Bununla birlikte, sabit kur ve esnek kur sistemlerinin uygulamada en katı halleriyle yer bulması günümüz koşullarında olası değilken, herhangi bir ekonominin içinde bulunduğu yapısal niteliklere göre çeşitli politika araçlarıyla desteklenmiş karma sistemler ön plana çıkmaktadır. Ayrıca, bir ülkenin ya da birliğin, küresel ekonominin yarattığı çekim etkisinden kaçarak, yalnızca kendi belirlediği koşulları gözetilen bir kur politikası uygulayabilmesi günümüzde olası görünmemektedir.

1.3. DÖVİZ KURLARININ BELİRLENMESİNDE TEORİK YAKLAŞIMLAR

Döviz piyasalarında yaşanan gelişmeleri algılayabilmek ve öngörebilmek için döviz kurlarının belirlenmesine yönelik teorik yaklaşımları incelemek önem taşımaktadır. Döviz kurlarının belirlenmesinde rol alan ekonomik ve sosyal faktörlerin çeşitliliği ve karşılıklı etkileşimleri, kurları tek bir teori çerçevesinde açıklamayı olanaksız kılmaktadır. Geleneksel döviz kuru yaklaşımları statik bir yönteme dayanırken, modern yaklaşımlar ise dinamik bir yönteme dayanmakta olup, zaman içerisinde ülkelerin döviz piyasalarında, teknolojik yapılarında ve uluslararası finansal alanda kaydedilen değişimler ile mal ve varlık piyasalarının bu değişimlere ayak uydurma hızlarını da dikkate almaktadır. Geleneksel yaklaşımlar, döviz kurlarının belirlenmesinde teorik temeli oluştururken; modern yaklaşımlar ise geleneksel yaklaşımların eksikliklerini gidermeye, döviz piyasasında yaşanan gelişmeleri çok boyutlu ve güncel koşullara uygun biçimde analiz etmeye, kısacası

⁴⁶ Özellikle 1990'lı yıllarda birçok ülkede yaşanan finansal krizlerde döviz kuru sistemleri önemli bir faktör olmuştur. 1994'te Meksika; 1997'de Tayland, Endonezya ve Kore; 1998'de Rusya ve Brezilya; 2000'de Arjantin ve Türkiye; ve 2001'de tekrar Türkiye'de yaşanan vb. büyük finansal krizler bunlara örnek gösterilebilir (Stanley Fischer, "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?",

Finance and Development, Cilt: 38, Sayı: 2, Haziran 2001,

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/06/fischer.htm>, (26.07.2016). Bununla birlikte,

çalışmamızın ikinci bölümünde detaylandırılacağı üzere, 2008 Küresel Finans Krizi sonrası Avrupa'da yayılan mali krizin başta Yunanistan olmak üzere çevre ekonomilerinin yarattığı tahribatın nedenleri arasında, söz konusu ülke ekonomilerinin yapısal ve mali zayıflıklarına rağmen önce sabit bir döviz kuru alanı ardından parasal birlik olan Euro Alanı'na geçişleri önemli rol oynamıştır (Giorgio Basevi ve Carlo D'adda, "Overview: Analytics of the Euro Area Crisis", **The Eurozone Crisis and the Future of Europe**, (Ed. Daniel Daianu, Carlo D'adda, Giorgio Basevi ve Rajeesh Kumar), International Political Economy Series, Palgrave Macmillan, 2014, ss. 2- 13).

⁴⁷ Atish R. Ghosh ve Jonathan D. Ostry, "Choosing an Exchange Rate Regime", **Finance and Development**, Cilt: 46, Sayı: 4, Aralık 2009, ss. 38-40,

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/12/pdf/ghosh.pdf>, (26.07.2016).

geleneksel yaklaşımları tamamlamaya çalışmaktadır.⁴⁸ Söz konusu teorik yaklaşımlar, çalışmanın bu kısmında incelenmektedir.

1.3.1. Döviz Kurlarının Oluşumunu Açıklamaya Yönelik Geleneksel Yaklaşımlar

Döviz kurlarının oluşumunu açıklamaya yönelik geleneksel yaklaşımlar, sabit kur sisteminin uygulandığı ve uluslararası sermaye hareketlerinin yoğun olmadığı bir dönemde ortaya çıkmıştır. Döviz kurları sıklıkla değişmediğinden ve sermaye hareketleri sınırlı olduğundan, geleneksel yaklaşımlarda döviz kurlarının uzun dönem belirleyicileri üzerinde durulmakta, kısa dönem belirleyicileri dikkate alınmamaktadır. “Dış Ticaret Akımları Yaklaşımı”nda döviz kurları, cari işlemler bilançosu üzerinden açıklanmaktadır. Tek fiyat yasasının döviz piyasasına uyarlandığı “Satın Alma Gücü Paritesi” yaklaşımında ise, kurlarda kaydedilen dalgalanmaların ülkeler arasındaki fiyat farklılaşmalarını giderecek biçimde ortaya çıktığı öne sürülmektedir.⁴⁹

1.3.1.1. Dış Ticaret Akımları Yaklaşımı

Döviz kuru, ulusal paraların karşılıklı olarak alınıp satılmasında kullanılan bir fiyat iken, bu fiyatın belirlenmesine gereksinim doğuran nedenlerin başında uluslararası mal ve hizmet mübadeleleri gelmektedir. Dolayısıyla, ülkelerarası ticaretin toplamını ve yönünü yansıtan dış ticaret bilançosu ile döviz kurlarındaki değişimler arasında yakın bir ilişki söz konusudur.⁵⁰ Dış Ticaret Akımları Yaklaşımı’na göre de, bir ülkenin parasının değerini o ülkenin dış ticaret bilançosu belirlemektedir. İhracatın ithalattan büyük olması yani dış ticaret bilançosunun fazla vermesi durumunda ulusal paranın dış değeri yükselirken; ithalatın ihracatı aştığı durumda ulusal para değer kaybetmektedir. Bu yaklaşıma göre, yerli ve yabancı malların göreceli fiyatları, iç ve dış reel gelir artışları, tüketici tercihlerinin yerli veya

⁴⁸ Nazım Öztürk ve Yüksel Bayraktar, “Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar”, **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 11, Sayı: 1, 2010, ss. 187-188.

⁴⁹ Öztürk ve Bayraktar, s. 159.

⁵⁰ A.P. Thirlwall ve Heather D. Gibson, **Balance of Payments Theory and the United Kingdom Experience**, 4. Baskı, Palgrave Macmillan, 1991, s. 65.

yabancı mallara doğru kayması, teknolojik gelişme, faktör stokundaki artışlar vb. gibi dış ticareti etkileyen faktörler bir ulusal paranın değerini de etkilemektedir. Örneğin, ülkedeki reel gelir artışları ithal malları talebinin artmasına (ithalatın gelir talep esnekliğine bağlı olarak) neden olmakta, bu da döviz kurunu yükseltici (ulusal paranın değerini düşürücü) etkide bulunmaktadır. Söz konusu ülke ile birlikte onun dış ticaret ortakları da büyümekte iseler, onlar da daha çok yabancı mal tüketimine yönelmekte, böylece birinci ülkenin döviz arzı artarken, döviz kurundaki değişmeyi ihracat ile ithalat hızları arasındaki artış oranı belirlemektedir. Kısacası, dış dünyaya oranla daha hızlı büyüyen ülkenin ulusal parası döviz piyasalarında değer kaybına uğramakta; daha yavaş büyüyen ülkenin ulusal parası ise değer kazanmaktadır. Bu yaklaşımda, ekonomik büyümenin kurlar üzerindeki olası etkileri bu yöndeyken, gerçek hayatta çoğu kez hızla büyüyen ülkelerin paralarının da değer kazandığı, durgunluk içindeki ülkelerin paralarının ise değer kaybettiği görülmektedir. Ayrıca dış ticaret bilançosu açık veren ülkelerin ulusal paralarında değer kaybı olacağı varsayılırken, tam aksine, değerlenme söz konusu olabilmektedir.⁵¹

Dış ticaret akımları yaklaşımının kur değişmelerini açıklamaya yönelik bu yetersizliği, uluslararası sermaye akımlarını dikkate almamasından ileri gelmektedir. Zira döviz kurlarındaki değişmeler, basit bir şekilde ithalat ve ihracat arasındaki ilişkiye indirgenemeyecek kadar çeşitli faktörlerden etkilenmektedir. Nitekim zamanla faiz oranlarındaki uluslararası farklılıklara daha duyarlı hale gelen sermaye akımları, artan yoğunluğuyla birlikte bu faktörlerin başında yer almaktadır.⁵²

1.3.1.2. Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı

Bir döviz kuru belirleme yöntemi olan Satın Alma Gücü Paritesi (SGP), en genel haliyle, herhangi bir zaman diliminde iki ülke para birimi arasındaki döviz kuru değişmelerinin, iki ülkenin görece fiyat düzeyinde meydana gelen değişmeler tarafından belirlendiğini ileri süren bir yaklaşımdır. Döviz kuru hareketlerinin asli belirleyicisi olarak fiyat düzeyindeki değişmeleri dikkate alan SGP yaklaşımı, bu

⁵¹ Seyidoğlu (2003), ss. 379-380.

⁵² E. Ray Canterbury, "Foreign Exchange, Capital Flows and Monetary Policy", **Princeton Studies in International Finance No: 15**, 1965, https://www.princeton.edu/~ies/IES_Studies/S15.pdf, (26.07.2016), s. 20.

özelliğinden ötürü “döviz kurlarının enflasyon teorisi” olarak da adlandırılmaktadır.⁵³ Bu bağlamda, eğer satın alma gücü paritesi geçerli ise, ülkeler arasındaki fiyat düzeyinde meydana gelen değişimler, nominal döviz kurunda meydana gelecek değişimler tarafından dengelenmekte, dolayısıyla reel döviz kuru sabit bir ortalama etrafında dalgalanmaktadır.⁵⁴

SGP Yaklaşımı'nın öngördüğü sonuçların gerçekleşmesini sağlayan piyasa güçlerini anlayabilmek için öncelikle konuyla bağıntılı fakat aynı zamanda farklı bir önermeyi ifade eden “Tek Fiyat Yasası”ndan söz etmek gerekmektedir. Tek Fiyat Yasası'na göre, serbest rekabet piyasası koşullarında, taşıma masrafı ve ticarete konu herhangi bir resmi kısıtlama (gümrük vergisi vb.) içermeksizin, bir malın söz konusu döviz kurundan belli bir ulusal paraya çevrilmiş fiyatının dünyanın her yerinde aynı olması gerekmektedir.⁵⁵ Böylelikle, SGP Yaklaşımı'nın (döviz kurlarını açıklamaya yönelik bir yaklaşım olarak ele alındığında), Tek Fiyat Yasası'nın döviz piyasalarına uyarlanmış hali olduğu görülmektedir.⁵⁶ Uluslararası arbitraj hareketleri sonucunda ticarete konu bir metanın fiyatının dünyanın herhangi bir yerinde diğer yerlerden farklı olma olasılığı ortadan kalkmaktadır. Diğer bir deyişle, fiyat farklılıklarına yol açan faktörler -mal piyasası, döviz piyasası, sermaye piyasası fark etmeksizin- ticarete konu uluslararası işlemlerle nötralize edilmektedir. Böylece fiyat farklarını içeren söz konusu marj, bütün piyasalarda aynı değeri ifade edecek şekilde ortadan kalkmaktadır.

SGP teorisinin mutlak ve göreceli olmak üzere iki farklı boyutu bulunmaktadır. Mutlak SGP yaklaşımına göre, bir ürün grubunun belli bir kurda fiyatları her yerde aynıdır. Bir ulusal para biriminin satın alma gücü dünyanın her yerinde eşit olacağına göre, reel döviz kurları da uzun dönemde sabitlenmektedir.⁵⁷ Kısa dönemli sapmalar

⁵³ Rudiger Dornbusch, “Purchasing Power Parity”, **National Bureau of Economic Research Working Paper Series No: 1591**, 1985, <https://www.hks.harvard.edu/fs/jfrankel/ITF-220/readings/Dornbusch-PPP-NBERWP1591.pdf>, (26.07.2016), s. 1.

⁵⁴ Kemal Yıldırım, Mehmet Mercan ve S. Fatih Kostakoğlu, “Satın Alma Gücü Paritesi'nin Geçerliliğinin Test Edilmesi: Zaman Serisi ve Panel Veri Analizi”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 8, Sayı: 3, Aralık 2013, s. 75.

⁵⁵ Krugman, Obstfeld ve Melitz, s. 385.

⁵⁶ Columbia University Online Course Materials, “Determinants of the Real Exchange Rate”, **International Macroeconomics Slides**, http://www.columbia.edu/~mu2166/UIM/slides_chapter9_Determinants_RER.pdf, (26.07.2016).

⁵⁷ Massachusetts Institute of Technology Online Course Materials, “Price Levels and the Exchange Rate in the Long Run”, **International Economics Handouts**, <http://www.mit.edu/~14.54/handouts/ch15.pdf>, (26.07.2016).

ise, döviz kurunun fiyat farklılaşmalarını ortadan kaldıracak biçimde hareketlenmesiyle yok olmaktadır. Mutlak SGP'nin, döviz kurlarındaki değişimleri açıklayan bir ölçüt olarak ele alındığında belli kısıtlar içerdiği dikkati çekmektedir. Bunların başında, iki ülke arasında birbirleriyle tam eşleştirilebilecek fiyat endeksleri bulmanın zorluğu gelmektedir. Her ülkedeki fiyat endekslerinin (toptan eşya fiyatları endeksi, tüketici fiyatları endeksi, GSMH deflatörü vb.) kapsamına giren mallar ve ağırlıkları farklı olabildiği gibi, farklı ülkelerde üretilen benzer mallar arasında da önemli kalite farklılıkları söz konusu olabilmektedir. Bunlara ek olarak, mutlak SGP, sermaye akımlarını göz ardı etmektedir. Kur düzeyleri mal ve hizmet ticaretinde denkleştirici olabilse de, sermaye çıkışı/girişi olan bir ülkenin ödemeler bilançosu açık/fazla verebilmektedir. Benzer şekilde, ticaret-dışı mal ve hizmetler veya ülkeler arasında taşıma giderleri, gümrük vergileri, kotalar vb. engeller sürece dâhil olabileceğinden, mutlak SGP, denge kurunu işaret etmemektedir.⁵⁸

Görelî SGP yaklaşımı ise, fiyat ve kurların mutlak büyüklüğünü değil, görelî değişmelerini dikkate almaktadır. Bu yaklaşıma göre döviz kurlarındaki değişme, iki ülkedeki enflasyonun oranına bağlı olmakta, ulusal ekonomideki enflasyon yabancı ülkeye göre ne oranda yüksek ise kurlarda da o oranda bir artış gerektiği ileri sürülmektedir. Mutlak SGP'nin geçersiz olduğu bazı koşullar görelî SGP için aynı etkiyi yaratmazken, belli ufak sapmalara neden olabilmektedir. Örneğin, gümrük vergileri malın mutlak fiyatını farklılaştırırken, gümrüklerin sabit olduğu koşullarda fiyattaki değişmeler ülkelerin enflasyon oranlarını da yansıttığı için görelî SGP etkin olabilmektedir. Böylece denilebilir ki, mutlak anlamda SGP geçerli iken görelî SGP de geçerli olmakta; ancak, görelî SGP geçerli iken mutlak SGP'nin geçerliliği kesin olmamaktadır.⁵⁹

SGP'yi sınama amaçlı yapılan araştırmalar, kısa dönemde bu yaklaşımın geçerliliğinin oldukça düşük olduğunu göstermektedir. Uzun dönemde ise bu yaklaşım, satın alma gücü paritesi geçerli ise reel döviz kurlarının değişmeyeceği varsayımını ortaya koymaktadır.⁶⁰ Böylece SGP, özellikle sanayileşmiş ülke paraları söz konusuysen, geçerli bir uzun dönem uluslararası parite durumu olarak kabul

⁵⁸ Seyidoğlu (2003), ss. 381-382.

⁵⁹ Seyidoğlu (2003), ss. 382-383.

⁶⁰ Nurdan Aslan ve Ayşe Neslihan Kanbur, "Türkiye'de 1980 Sonrası Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı", **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 23, Sayı: 2, 2007, ss. 10-17.

görmektedir.⁶¹ SGP'nin yetersiz kaldığı, sermaye akımlarının kurlar üzerinde yarattığı anlık etkilerin dikkate alınmasını gerektiren durumlarda ise döviz kurlarını açıklamaya yönelik yeni yaklaşımların ön plana çıktığı görülmektedir.

1.3.2. Döviz Kurlarının Oluşumunu Açıklamaya Yönelik Modern Yaklaşımlar

Bretton Woods Sistemi'nin çöküşü ve esnek kur sistemine geçişle birlikte döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmalar, geleneksel yaklaşımların döviz kurlarını açıklamadaki yetersizliğini açığa çıkarmıştır. Arz şokları, petrol ambargoları, mal bollukları veya kıtlıkları, para arz ve talebindeki değişimler, ücret ve fiyat katılıkları, beklentilerin etkisi, verimlilik artışındaki farklılıklar ve reel küresel şoklar gibi faktörlerin çeşitliliğinden kaynaklanan belirsizlik bu yetersizliğin belirginleşmesinde önemli etken olmuştur. Finansal liberalizasyonun yanında bilgi ve iletişim teknolojilerinde kaydedilen hızlı gelişmeler, farklı coğrafyalardaki mali piyasaları tek bir piyasa gibi bütünleştirirken; döviz kurlarında yaşanan bir artış, enflasyonu yükselterek genel refahı etkiler hale gelmiştir. Faiz oranlarındaki uluslararası farklılıklara fazlaca duyarlı hale gelen sermaye akımları, yatırımlar ve istihdam oranları üzerinde etkili olmuştur. Örneğin, dış dünyadaki faiz oranlarının artışı, ülkeden sermaye çıkışını hızlandırarak yatırımların azalmasına ve işsizlik sorununun artmasına yol açmıştır. Bu bağlamda, geleneksel yaklaşımlar döviz kurlarını açıklamakta yetersiz kalmış ve yeni yaklaşımlar gündeme gelmiştir.⁶² Döviz kurlarındaki değişimleri varlık piyasası üzerinden güncel koşullara uygun biçimde açıklamaya çalışan bu yeni yaklaşımların hemen hepsinin ortak yanı, işlem maliyetlerinin, sermaye kontrollerinin ve sermayenin ülkeler arasındaki akışını geciktiren engellerin bulunmadığı tam sermaye hareketliliği varsayımından hareketle ortaya konulmuş olmalarıdır.⁶³ Modern yaklaşımlar, döviz kurlarının belirlenmesinde

⁶¹ Lucio Sarno ve Mark Taylor, **The Economics of Exchange Rates**, Cambridge University Press, 2002, s. 87.

⁶² Öztürk ve Bayraktar, s. 165.

⁶³ Jeffrey A. Frankel, "Monetary and Portfolio-Balance Models of Exchange Rate Determination", **Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates**, (Ed. Jagdeep S. Bhandari, Bluford H. Putnampp), MIT Press, Cambridge, 1983, s. 84.

sermaye hareketliliğini önemli bir unsur olarak öne süren ve varlık piyasası görüşüne uygun biçimde ilk kez formüle eden Mundell-Fleming Modeli ile başlamıştır.⁶⁴

1.3.2.1. Mundell-Fleming Modeli

Robert Mundell ve J. Marcus Fleming tarafından geliştirmiş olan bu model, uluslararası sermaye hareketlerini de hesaba katarak döviz kurunu belirlemeye yönelik faktörlerin ağırlık merkezini değiştirmiştir.

Mundell-Fleming Modeli, ödemeler dengesinin hem cari hesaba, hem de sermaye hareketleri hesabına yönelik işlemleri içerdiği gerçeğine iktisatçıların dikkatini çekerek, kurları açıklamaya yönelik teoriye katkıda bulunmuştur. Böylece döviz kuru değişmelerine yönelik kayda değer bir analizin sermaye akımlarını hesaba katması gerektiği ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda, Mundell-Fleming analizi, döviz kurlarını açıklamaya yönelik parasalcı yaklaşımın ve diğer yeni modellerin öncüsü olmuştur.⁶⁵

Özü itibariyle Keynesyen gelir-harcama yaklaşımının gelişmiş bir biçimi olan bu modelin öncüllerinden farklı yanı, sermaye hareketlerini kurları belirleyen faktörler olarak dikkate almasıdır. Bu yaklaşım, kapalı ekonomi IS-LM modeline ödemeler dengesini (BP) ekleyerek açık ekonomiye uyarlamıştır. Böylece denge döviz kuru, ödemeler dengesinin dengede ve döviz arz ve talebinin de eşit olduğu durumda gerçekleşmektedir. Keynesyen kökeniyle ekonominin talep cephesi üzerine yoğunlaşan bu modelde SGP geçerli olmamaktadır. Denge üretim düzeyi tam istihdam düzeyinin altında olduğu için para ve maliye politikaları nedeniyle toplam talepte gerçekleşecek bir artış denge üretim düzeyinin artmasına yol açmaktadır. Ayrıca, ödemeler bilançosu içerisinde cari hesaplar ile sermaye hesapları birbirinden ayrılmaktadır (esnek kur sistemi altında ödemeler bilançosu her zaman dengede olmakta, yani bir hesaptaki açık diğer hesaptaki fazla yoluyla giderilmektedir).⁶⁶

⁶⁴ Rudiger Dornbusch ve Stanley Fischer, "Exchange Rates and the Current Account", **The American Economic Review**, Cilt: 70, Sayı: 5, 1980, s. 960.

⁶⁵ Anne O. Krueger, **Exchange Rate Determination**, Cambridge University Press, 1983, s. 86.

⁶⁶ Deniz Balak, **Döviz Kuru Belirleme Yöntemleri ve 1980 Sonrası Dönemde Türk Ekonomisi İçin Bir Değerlendirme**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 1998, ss. 28-29.

Bu yaklaşım dikkate alınarak döviz kurlarındaki değişimler açıklanmak istendiğinde, esnek ve sabit kur sistemleri açısından uygulanan politikalarla da bağıntılı olmak kaydıyla, farklı niteliklerde sonuçlar ortaya çıkmaktadır. Örneğin, sermaye hareketliliğinin yüksek olduğu koşullarda sabit kur sistemini koruyarak iç ve dış dengeyi bir arada sağlamak olası görünmemektedir. Sabit kur sisteminde sermaye hareketleri, para politikasının etkinliğini sınırlamaktadır.⁶⁷ Bir işsizlik sorunu söz konusuysa, bu sorunu genişletici para politikasını uygulamaya koyarak çözme girişimi sabit kur sistemi koşullarında sonuç vermemektedir. Öyle ki, para arzında gerçekleşen artış, faiz oranlarını düşürerek söz konusu ülkeden sermaye çıkışına yol açmakta, böylece döviz talebinin ve ulusal para arzının artması, döviz kurunun sabit tutulmasını güçleştirmektedir. Sabit kur sistemi korunmak isteniyor ise, bu politikadan vazgeçilmesi zorunlu olmaktadır. Öte yandan, esnek kur rejiminde uygulanan genişletici para politikası sonucunda gerçekleşen sermaye çıkışı, ülke parasının değer kaybetmesine neden olmakta, bu değer kaybı da ülkenin ihracatını artırmak ve faiz oranlarını düşürmek yoluyla ekonomide genişlemeye yol açmaktadır. Kısacası, iç ve dış dengesizliklerle yüz yüze olan görece küçük ve dışa açık ekonomilerin bu koşullarda sabit kur uygulaması olası görülmemektedir. Esnek kurun bu ülkelerdeki yapısal koşullara uymayan yönleri dikkate alındığında ise finansal liberalizasyonun ve uluslararası ekonomik bütünleşmelerin bağımsız ekonomik politikalar uygulama olanaklarını kısıtlayan niteliğinin ön plana çıkarak belirleyici olduğu görülmektedir.⁶⁸

1.3.2.2. Parasalcı Yaklaşım

1970’li yıllarda Robert Mundell ve Harry G. Johnson gibi Chicago Üniversitesi iktisatçıları tarafından geliştirilen parasalcı yaklaşımda, döviz kurlarının,

⁶⁷ Mundell-Fleming Modeli’nde “İmkansız Üçleme” veya “Üçlü Açmaz” (Impossible Trinity/Trilemma) olarak adlandırılan hipoteze göre, sabit döviz kuru sistemi altında ve sermaye hareketlerinin serbestliği söz konusu iken para politikalarında bağımsızlık olanaksız hale gelmektedir. Buna göre, sermaye hareketlerinin serbest olduğu dışa açık ekonomilerde merkez bankaları kur istikrarı ve faiz hedeflerinden yalnızca birinde bağımsız kalabilmektedir. Aksi takdirde bu açmazın içinden çıkabilmek için sermaye hareketlerinin kontrolü dışında bir seçenek bulunmamaktadır (Ayrıntılı bilgi için bkz. Maurice Obstfeld, Jay C. Shambaugh ve Alan M. Taylor, “The Trilemma in History: Tradeoffs Among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility”, **National Bureau of Economic Research Working Paper Series No: 10396**, Mart 2004, <http://www.nber.org/papers/w10396.pdf>, (12.03.2017), s.1).

⁶⁸ Öztürk ve Bayraktar, ss. 167-168.

yabancı paraların ulusal para cinsinden fiyatı olduğundan hareketle, kurların oluşumunu belirleyen öncelikli faktörün para piyasası dengesi olduğu savunulmaktadır. Parasalcı yaklaşımın temel hedefi, ödemeler bilançosunu, parasal bir uluslararası ekonomi içerisinde parasal bir fenomen olarak ortaya koymak ve bunu yine parasal kavramlarla açıklamaktır.⁶⁹

Parasalcı yaklaşım, varlıkların akım değerlerinden daha çok stok değerlerini dikkate almaktadır. Döviz kurlarının, piyasadaki ulusal para stokları tarafından belirlendiği koşullarda para arzı ile para talebi fonksiyonlarının önemi kendisini göstermektedir. Para arzı, yabancı döviz rezervi ve yurtiçi kredilerin bir fonksiyonu iken; para talebi de, faiz oranları, gelir düzeyi, uluslararası fiyat düzeyi, döviz kuru ve döviz kurları ile ilgili gelecekteki beklentilerin bir fonksiyonunu ifade etmektedir.⁷⁰

Parasalcı yaklaşım, dış dengenin nasıl sağlanacağını açıklamaya çalışmakta ve kurların oluşumuna yönelik yeni analizler ortaya koymaktadır. Bu yaklaşım, mal piyasasında arz ve talebin fiyatı belirlediğine yönelik genel ilkenin ulusal paralar için de geçerli olduğundan hareketle, ulusal paraların fiyatını ifade eden döviz kurlarının da arz ve talebe göre belirlendiğini öne sürmektedir. Arz talebi aşarsa söz konusu paranın döviz piyasasındaki değeri düşmekte, talebin arzı aştığı koşullarda ise değer kazanmaktadır. Para arzını belirleyen aktör merkez bankası olduğu için parasalcı yaklaşım para talebini belirleyen süreçleri incelemeye ağırlık vermektedir. Para talebini ise bireylerin günlük harcamalarına yönelik nakit olarak tutmayı tercih ettikleri miktar belirlemektedir. Bu miktar, reel gelir düzeyi ve fiyatlar genel düzeyi ile doğru, gelir getiren araçların fırsat maliyetini belirleyen faiz oranları ile ters orantılı olmaktadır.⁷¹

Parasalcı yaklaşım, döviz kurlarındaki değişimleri döviz piyasasına yönelik dengesizlik doğuracak gelişmelerden hareketle açıklamaktadır. Örneğin, talebi belirleyen faktörlerde herhangi değişme söz konusu değilken, merkez bankasının piyasaya yeni para sürmesi ile para stokunda kaydedilen bir artış ve bunun sonucunda genişleyen para arzı, halkın elinde tutmak istediğinden daha fazla para

⁶⁹ Krueger, ss. 56-57.

⁷⁰ Ahmet Ay, "Döviz Kurlarının Belirlenmesinde Parasal Modellerin Başarısını Etkileyen Faktörler", **Seçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Sayı: 1-2, 2001, s. 126.

⁷¹ Seyidoğlu (2003), s. 385.

hacmine yol açmış olur. Bu fazla paranın belli bir bölümü mal ve hizmetlere harcanırken, bu esnada, bir kısmı da yabancı mal ve hizmetlere yönelmiş olur. Kalan kısım da faiz getirisi elde etmek için yerli ve yabancı menkul değerlere yatırılır. Böylece, para arzındaki bir artış, hem yabancı mal ve hizmet ithalini hem de sermaye ihracı yoluyla döviz talebini artırmış olmaktadır. Cari işlemlerle birlikte sermaye bilançosundan da kaynaklı bu talep artışları, cari döviz kurunun yükselmesine, yani ulusal paranın değer kaybetmesine yol açmaktadır. Para talebi sabitken para arzının azaldığı durumları da tam tersi bir süreç izlemektedir. Para stokunun daralmasıyla, fiyatlar henüz değişmediği için, halkın eline tutmak istediğinden daha az para geçecek, sonuçta döviz talebi azalacak ve döviz kuru düşecek, yani ulusal para değer kazanacaktır. Öte yandan, para talebindeki gelişmeler de para arzı kadar döviz kurundaki değişmelere etki etmektedir. Yurtiçi reel gelir artışları, faizlerde düşme ve fiyatlar genel düzeyindeki artışlar, para arzının sabit olduğu varsayımıyla, nominal para talebini yükselterek döviz talebinde ve döviz kurunda düşüşe neden olmaktadır.⁷²

Parasalcı yaklaşımda, döviz kurlarının belirlenmesinde yalnızca arz ve talep dengesi değil, geleceğe yönelik beklentiler de önemli rol oynamaktadır. Yalnızca spekülörler değil, diğer ekonomik aktörler de, elde ettikleri bilgi, haber ve tahminlerine göre pozisyon alabilmektedir. Böylece, etkin piyasa koşullarında beklentiler, varlık değerlerindeki değişmelere öncü olabilmekte, faiz oranlarını etkileyebilmektedir. Örneğin, parasal genişlemenin hız kazanacağına yönelik sürpriz bir duyumla oluşan beklenti, faiz oranlarının bu beklentilere uyum sağlayarak düşmesine yol açabilmektedir.⁷³ Benzer şekilde, bir yabancı paranın değerinde değişme olacağına yönelik beklentiler de, söz konusu paraya bağlı menkul değerlerin talebinde değişmelere yol açarak, kurların oluşumuna etki eden süreci başlatabilmektedir.

⁷² Seyidoğlu (2003), ss. 385-386.

⁷³ Krueger, ss. 96-100.

1.3.2.3. Portföy Dengesi Yaklaşımı

Harry Markowitz'in 1952 yılında ortaya koyduğu sistematik risk ve getiri arasındaki etkileşimi analiz eden Portföy Teorisi⁷⁴, 1958 yılında James Tobin'in risk içermeyen menkul değerleri Markowitz'in analizine ekleyerek genişletmesiyle daha kapsamlı bir teorik çerçeve kazanmış ve Portföy Dengesi Yaklaşımı'na esin kaynağı olmuştur. Bu yaklaşım, kişisel portföylerin optimal dağılımını, çeşitli yatırım alternatiflerinin görelî risk ve getirilerinin bir fonksiyonu olarak açıklamakta, böylece, finansal varlıklar için risk farklılaşmasının sisteme dâhil edilmesiyle parasalcı yaklaşımın finansal varlıklar arasında tam ikameyi öngören kısıtlayıcı varsayımı bir kenara bırakılmaktadır. Döviz kurlarının belirlenmesine yönelik kapsamlı bir teorik çerçeve ortaya koyma amacındaki bu yaklaşım, dünya ekonomisini parasal ve finansal varlıkların bir bütünü olarak ele almakta ve işlem yapan bireylerin de bu bütüncül piyasada varlık portföylerinden sağlayacakları faydayı maksimize etme gayretindeki öznelere olduğunu ifade etmektedir. Bu noktadan yola çıkarak, döviz kurlarında meydana gelen değişmelerin nedenselliği, varlıklar arasında gerçekleştirilen sürekli arbitraj işlemleri sırasında varlıkların zorunlu olarak döviz piyasalarından geçiş yapmasında yatmaktadır.⁷⁵

Bu yaklaşıma göre, döviz kurunu belirleyen faktörler, parasal ve finansal varlık arz ve talebini etkileyen işlemler ve süreçler olmaktadır. Başlangıçtaki bir denge durumundan hareket ederek bu faktörlerde meydana gelecek değişikliklerin kurlar üzerinde yarattığı etkileri anlayabilmek mümkündür. Örneğin ulusal faiz oranlarındaki nispi artışlar, servetin ulusal varlıklar türünden tercih edilen miktarında ve böylelikle ulusal para talebinde artışı beraberinde getirmekte, bu da paranın değer kazanmasına yol açmaktadır. Dış faiz oranlarındaki artış ise ulusal parada değer kaybı, yani kurların yükselmesi sonucunu doğurmaktadır. Para otoritelerinin ulusal para stoklarını artırması ise para arzı fazlasına, dolayısıyla ulusal ve yabancı varlıklara yönelik talep artışına yol açmaktadır. Yabancı varlık alımları ülkeden sermaye çıkışına ve sonuçta ulusal paranın değer kaybetmesine neden olmaktadır.⁷⁶

⁷⁴ Yazara ait 1952 tarihli "Portföy Seçimi" adlı makale için bkz: Harry Markowitz, "Portfolio Selection", **The Journal of Finance**, Cilt: 7, Sayı: 1, 1952, ss. 77-91.

⁷⁵ Dominique Plihon, **Döviz Kurları**, çev. Mehmet Bolak, Haluk Levent ve Ertuğrul Tokdemir, Yeni Yüzyıl Kitaplığı - İletişim Yayınları, İstanbul, 1995, s. 63.

⁷⁶ Plihon, s. 65.

Portföy dengesi yaklaşımında, kısa ve uzun dönem arasında bir ayrım yapılmakta ve döviz kurlarındaki değişimler bu kapsamda ele alınmaktadır. Kısa dönemde kurlar finansal varlıkların arz ve talebine göre belirlenirken; uzun dönemde finansal varlıklara reel faktörler de katılmaktadır. Diğer parasal yaklaşımlarda olduğu gibi portföy dengesi yaklaşımında da döviz kurları finansal varlık piyasalarında arz ve talep tarafından belirlenmektedir. Bununla birlikte, döviz kurları cari işlemler hesabının temel belirleyicisi olmaktadır. Bu bağlamda ele alındığında portföy dengesi yaklaşımı; cari işlemler, varlık piyasaları, fiyat düzeyi ve varlık birikim oranını da kapsayan dinamik bir model niteliği taşımaktadır.⁷⁷

Portföy dengesi yaklaşımı, menkul değerler arasındaki ikame olanaklarının mükemmel olmadığı varsayımıyla, döviz kurlarını belirleyen dinamiklere yönelik bakış açısını genişletmekte ve gerek uzun dönem gerekse kısa dönemde döviz kurlarındaki değişimleri analiz edebilmektedir. Uzun dönemde döviz kuru, reel akımlar piyasası ile varlık stokları piyasası etkileşimlerinin sonucunda oluşmaktadır. Örneğin teknolojik bir gelişme sonucunda ithal mallara olan talebin azalması cari işlemler dengesinin iyileşmesine, döviz kullanımının azalmasıyla da tutulan net yabancı varlıklarda ihtiyaç fazlasına yol açmaktadır. Bireylerin, yabancı varlıklarını azaltıp ulusal varlıklarını artırarak yeni bir portföy tercihinə yönelmesiyle birlikte artan yabancı varlık satışları, döviz arzının yükselmesine ve kurun düşmesine neden olmaktadır. Böylece, elde tutulan yabancı varlıklarda yapılan düzenlemeler, döviz kurlarındaki değişimlere yansımış olmaktadır. Kısa dönemde ise döviz kuru, varlık stokları piyasasındaki koşullara göre belirlenmektedir. Farklı döviz cinsinden menkul değerlere dönüştürülmeye hazır şekilde bekletilen varlık stokları, cari işlemlere yönelik döviz alım satımlarından daha önemli ve belirleyici olmaktadır. Burada, varlık piyasalarının potansiyel bir durum değişikliğine mal piyasalarından daha kolay ve daha çabuk adapte olabildiği dikkate alınmaktadır. Örneğin, uygulanan sıkı para politikaları sonucu portföy bileşenlerinde düzenleme yapmak gerektiğinde, sermayenin akışkanlığı sayesinde büyük miktarda fon hareketleri gerçekleşebilmekte, cari işlemler ise doğası gereği söz konusu bileşenlerdeki değişimlere daha ağır yanıt vermektedir.⁷⁸

⁷⁷ Okyay Uçan, **Döviz Kuru Dinamikleri**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2013, s. 93.

⁷⁸ Plihon, ss. 65-66.

Tarihsel süreç içerisinde değerlendirildiğinde en yeni yaklaşım olan portföy dengesi yaklaşımı, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler üzerine geliştirilmiş ve menkul varlıklar arası ikame olanaklarının tam olmaması gibi gerçekçi bir varsayımdan yola çıkarak denge döviz kurunu açıklamaya yönelik araştırmalara genel bir bakış açısı kazandırmıştır. Bunun yanında, yeni finansal araçların türetilmesi ve bu araçların döviz kuru değişimlerini açıklamaya yatkınlığı, portföy dengesi yaklaşımının geçerliliğini artıran önemli unsurlar olmuştur.⁷⁹

1.3.2.4. Para İkamesi Yaklaşımı

Bir ülkede yerleşik kişilerin ulusal para yerine yabancı para bulundurma tercihleri para ikamesini ifade etmektedir. Gerek portföy dengesi yaklaşımı gerekse parasalcı yaklaşım ulusal paralar arasında ikame olanağı bulunmadığı varsayımıyla hareket etmektedir. Para ikamesi yaklaşımı ise, mübadelelerin uluslararası boyutunun ön plana çıktığını ve ekonomik aktörlerin, aralarında optimal bir bileşim oluşturacak şekilde çeşitli paralardan oluşan bir nakit portföyü bulundurmaya özen gösterdiğini ileri sürmektedir. Böylece para talebi, küresel ölçekte bir hareketi ifade etmekte, herhangi bir dövize olan talebin de yalnız ulusal faiz oranının değil, yurtdışı faiz oranlarının da bir fonksiyonu olduğu vurgulanmaktadır. Paraların birbirleriyle ikame olanağı geliştikçe, döviz kurları daha kararsız hale gelmekte, bu durum da ekonomi politikalarının yönlendirilmesi açısından belirleyici olmaktadır. Dövizlerin ikame edilebilirliği varsayımıyla bu yaklaşım, ülkelerin parasal politikalarında birbirlerine bağımlı olduğuna dikkat çekmekte ve uluslararası parasal işbirliğinin önemini ortaya koyan bir sonuca ulaşmaktadır.⁸⁰

Para ikamesi yaklaşımı, yüksek enflasyon oranlarına ve görece olarak istikrarsız bir ulusal paraya sahip az gelişmiş ülke örneklerinde yaşanan döviz kuru hareketlerini açıklamakta daha yetkin olmaktadır. Ulusal paranın hesap birimi olma, değer saklama ve ödeme aracı olma işlevlerinin net olmadığı bu ülkelerde, döviz

⁷⁹ Aydanur Gacener Atış, **Türkiye’de Denge Döviz Kurunun Belirlenmesinde Portföy Yaklaşımı**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2008, s. 69.

⁸⁰ Plihon, ss. 67-68.

kurlarındaki istikrarsızlığın yanında, ülkelerin para basma yetkilerinden kaynaklanan senyoraj gelirlerinin de azalması kaçınılmaz olmaktadır. Yüksek enflasyon da hesaba katıldığında, ülke sakinleri, ulusal paralarını bırakarak yabancı paralara yönelmektedir. Böylece, servetlerinin reel değerini korumanın yanında, likit kaynaklara sahip olma fırsatını da elde etmekte, ayrıca, enflasyon vergisi ödemekten de kurtulmaktadır. Para ikamesinin yoğun olarak yaşandığı ülkelerde ekonomi politikalarından olumlu sonuçlar almak da güçleşmektedir.⁸¹

Para ikamesinin gerek sabit gerekse esnek kur sistemlerinin işleyişinde önemli etkileri olmaktadır. Özellikle sabit kur sisteminde ulusal parada devalüasyon beklentisinin artması dövize doğru yoğun bir ikameye neden olmakta ve bu da merkez bankasının döviz rezervlerini tüketerek olası devalüasyonu kaçınılmaz hale getirmekte veya öngörülenden daha yüksek oranda bir devalüasyona yol açmaktadır. Esnek kur sisteminde ise, ulusal parada beklenen bir devalüasyon ekonomik birimleri ellerindeki nakit fonlarını dövize çevirmeye yönelterek ulusal paraya olan talebi düşürmekte ve ulusal paranın döviz piyasasındaki değer kaybını hızlandırmaktadır. Bu yönüyle para ikamesi, bir ulusal paranın değerinde düşüş sonucunu doğuran faktörlere eklemlenen bir nihai etkiyi ifade etmektedir.⁸²

Öte yandan, ulusal paranın piyasadaki geçerliliğinin bütünüyle ortadan kalktığı (dolayısıyla ulusal paranın ikame edilebilecek bir seçenek olmaktan çıktığı) ve bir ülkenin yabancı bir parayı ulusal parası yerine kullanmaya başladığı süreçler ise “dolarizasyon” olarak adlandırılmaktadır. Bazı az gelişmiş ülkelerin tercih etmek durumunda kaldığı bu sistemde, senyoraj gelirleri de ortadan kalkmaktadır. Sabitleştirilmiş bir kur sistemi olarak da açıklanan dolarizasyon, ağır makroekonomik sorunlar nedeniyle bir ülkenin merkez bankasının para yaratma fonksiyonunu yitirdiği ve para politikası araçlarından vazgeçmek zorunda kaldığı durumu ifade etmektedir. Buradaki “dolar” terimi yalnızca Amerikan Doları’nı değil, uluslararası alanda geçerli ve güçlü bir parayı ya da parasal birliklerde ulusal paraların yerini alan ortak parayı (Euro gibi) ifade edebilmektedir.⁸³

⁸¹ Öztürk ve Bayraktar, ss. 173-175.

⁸² Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, Güzem Yayınları, İstanbul, 2001, s. 148.

⁸³ Kansu, s. 33.

1.3.2.5. Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Farklı Dinamik Modeller

1970’li yıllarla birlikte sabit kur sisteminin sona ermesi ve bu sürece koşut olarak bilgi, teknoloji ve iletişim olanaklarının giderek artışı, öngörülemeyen bir küreselleşme sürecine kapı aralamış, bu süreç, döviz kurlarını belirleyen faktörleri de etkileyerek daha karmaşık ve daha dinamik bir yapıya büründürmüştür. Bu yeni ve istikrarsız dönem, döviz kurlarını açıklamaya yönelik yeni modellerin oluşturulmasını da beraberinde getirmiştir. Bu modeller, döviz kurlarının belirlenmesinde reel ve finansal faktörleri bir arada dikkate alan, bununla birlikte, geleceğe yönelik beklentiler ile psikolojik faktörleri de hesaba katan bir dizi dinamik yaklaşımı içermektedir. Bu yaklaşımlar aşağıda incelenmektedir.

“Faiz oranı paritesi yaklaşımı”na göre, yerli ve yabancı finansal varlıklar arasında tam ikame söz konusuken çeşitli finansal varlıkların getiri oranları eşitlenmektedir. Bu yaklaşım, faiz oranları arasındaki fark, spot ve vadeli kurlar ile spekülörlerin beklentileri arasında bağ kurmakta ve bu bağın döviz kurlarını belirlemedeki önemine vurgu yapmaktadır. Yerli ve yabancı menkul değerlerin vade ve risk açısından özdeş, sermaye dolaşımının serbest ve işlem masraflarının sıfır olarak varsayıldığı bu alternatif modelde, aynı risk özelliği taşıyan iki farklı finansal varlığın aynı getiriye sağlayacağı belirtilmektedir. Eşitliğin olmadığı koşulda ise ekonomik birimler, getiri oranları eşitleninceye kadar arbitraj yapmayı sürdürmektedir. Böylece uzun dönemde, uluslararası arbitraj yoluyla, ülkeler arası reel faiz oranlarının eşitlenmesi sağlanmaktadır.⁸⁴

“Döviz kurlarında hedefi aşma (overshooting) yaklaşımı”, Rudiger Dornbush tarafından geliştirilen ve uluslararası makroekonomide referans kaynak niteliğindeki bir yaklaşımdır. Bu yaklaşıma göre, faiz oranlarında meydana gelen bir artış, nominal döviz kurlarında ani bir yükselmeye neden olabilmekte, ardından, korumasız faiz paritesi doğrultusunda ve beklenmedik şekilde kurun değeri düşebilmektedir.⁸⁵ Benzer olarak, parasal otoriteler tarafından para arzının beklenmedik şekilde artırılması sonucunda oluşan bir para şoku, ulusal faiz oranlarının düşmesine yol açarken, bu durum, paranın değerinde düşme olacağı beklentisine eklenerek, SGP

⁸⁴ Balak, ss. 20-28.

⁸⁵ Hilde C. Bjørnland, “Monetary Policy and Exchange Rate Overshooting: Dornbush Was Right After All”, **Journal of International Economics**, Cilt: 79, Sayı: 1, 2009, s. 64.

doğrultusunda beklenen uzun dönem dengesinin de ötesinde ani bir değer kaybına yol açabilmektedir. Böylece, döviz kurunun hedefi aşarak ani tepki gösterdiği, bunu takip eden evrede de telafi edici yönde gelişmelerin gerçekleştiği görülebilmektedir. İlk aşamadaki değer kaybı, ödemeler dengesini olumlu yönde etkilemekte ve SGP dengesi yeniden oluşana kadar para değer kazanmaktadır. Bunun anlamı, döviz piyasasında ortaya çıkabilecek dengesizliklerin, denge durumuna doğru düzenli bir yakınsama göstermesinin zorunlu olmadığı sonucuna varmasıdır. Kısacası, döviz kurlarındaki dalgalanmalara, mal ve hizmet piyasaları ile finansal piyasaların ayak uydurma hızlarının farklı olması önemli bir veri olmaktadır. Finansal piyasalar arz ve talepte meydana gelebilecek gelişmelere ani uyum sağlarken, mal ve hizmet piyasaları kısa dönemde esnek değildir. Uzun dönemde ise, döviz kurlarının dengeye gelmek için izlediği yol, SGP'ye uygun olarak, ülkeler arasındaki enflasyon oranlarının farkı ölçüsünde belirlenmektedir. Bu yaklaşım, döviz kurlarının değişkenliğini açıklayan bir analiz çerçevesi sunarak, esnek kurların algılanmasında ve para değerindeki dalgalanmaların bozucu etkilerini göstermek bağlamında önemli katkılar sunmaktadır.⁸⁶ Herhangi bir dışsal etkiye reel piyasaların gösterdiği tepki ani olabilseydi, kuşkusuz ki kısa ve uzun dönem kurlar hedefi aşma söz konusu olmadan aynı düzeyde gerçekleşebilecekken, döviz kurlarının uzun dönem denge değerlerinin etrafındaki kısa dönem dalgalanmalarının gerekçesi de bu yaklaşımla kolayca açıklanabilmektedir.⁸⁷

“*Etkin piyasalar yaklaşımı*”, döviz piyasasının etkin işlediği varsayımı üzerine kurulmaktadır. Bu yaklaşımla, gelecekte meydana gelecek her türlü bilginin piyasaya anında yansıdığı ve cari döviz kurlarının bu bilgiler ışığında yeniden oluştuğu kabul edilmektedir. Bu bağlamda yatırımcılar rasyonel davranmaktadır. Tüm bilgi, haber ve beklentileri inceleyerek bir fiyat belirlemekte ve piyasa fiyatları tüm bu mevcut verileri içermektedir. Bu bağlamda, döviz piyasalarının etkinliği iki varsayımın geçerliliğini gerektirmektedir. İlk varsayım, finansal varlıklar arasında tam ikame edilebilirlik, yani tam arbitrajdır. Buna göre, farklı paralar cinsinden finansal varlıkların beklenen getirileri eşit olmakta, arbitrajcılar, işlem yaptıkları finansal varlıkların taşıdıkları risklere karşı kayıtsız kalmaktadır. İkinci varsayım ise

⁸⁶ Plihon, ss. 68-69.

⁸⁷ Seyidoğlu (2001), s. 146.

işlem yapan bireylerin rasyonel beklentilere sahip olmalarıdır.⁸⁸ Döviz piyasasının etkinliğinde beklentilerin rasyonel olması önemlidir. Zira piyasanın etkinliği yaklaşımı gibi rasyonel beklentiler varsayımı da (Bkz. ss. 39-40) piyasa katılımcılarının geleceğe yönelik tahminlerini oluştururken sistematik hata yapmadıklarını kabul etmektedir.⁸⁹

“Uyarlanmış beklentiler yaklaşımı”na göre ekonomik karar birimleri, geleceğe yönelik bilgi ve tahminleri dikkate almayıp, geçmiş dönem beklentilerindeki hataları analiz ederek karar almaktadır. Uyarlanmış beklentiler, herhangi bir değişkenin gelecekteki değerinin onun geçmişteki değerine bağlı olduğundan hareketle ele alınması ve yeni beklentilerin buna göre şekillendirilmesi olarak ifade edilebilir. Bu yaklaşım çerçevesinde beklenen değer, yakın geçmişteki beklentilerin ve ağırlıklı hataların toplamı olarak görülmektedir.

Bireyler beklentilerini periyodik olarak gözden geçirmekte ve beklenen değerler ile gerçekleşen değerler arasında bir fark olduğunu gördüklerinde beklentilerini doğrulama ya da hatadan ders çıkararak düzeltme yoluna gitmektedir.⁹⁰ Böylece, ekonomik birimler, döviz kurlarının belirlenmesine yönelik beklentileri ile gerçekleşen değer arasındaki farkı girdi kabul ederek, yeni beklentilerini geleceğe uyarlamaktadır. Uyarlanmış beklentiler yaklaşımı, para ve maliye politikalarındaki değişimler de dâhil olmak üzere, gelecekteki olayları önemsiz bulmaktadır. Örneğin, ekonomik karar birimleri, geçmişte beklentilerinin tersine yüksek gerçekleşmiş olan döviz kurundan hareketle, gelecekle ilgili kararlarını bu durumu temel girdi kabul ederek alacaklardır.

“Rasyonel beklentiler yaklaşımı”, John Muth’un 1961 yılına ait “Rasyonel Beklentiler ve Fiyat Hareketleri Teorisi” adıyla yayınladığı makale ile geliştirilmiş, ardından başta Robert Lucas, Thomas Sargent ve Neil Wallace gibi iktisatçılar tarafından olmak üzere, Philipps Eğrisi ilişkisinin kısa dönemde dahi geçerli olmadığına yönelik varsayımı temellendirmek amacıyla tekrar gündeme getirilmiştir. Bu yaklaşıma göre, ekonominin işleyiş süreci ekonomik karar birimleri tarafından rasyonel bir şekilde algılanmaktadır. Örneğin firmalar ve bireyler, para arzı ile

⁸⁸ Öztürk ve Bayraktar, 178-179.

⁸⁹ Ay, 134-135.

⁹⁰ Çiğdem Börke Tunalı, “İktisatta Beklentiler ve Beklentilerin Modellenmesi”, **İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt: 59, Sayı: 1, 2009, s. 143.

enflasyon ve faiz oranları arasındaki bağlantıyı kurabilmekte veya seçim dönemlerindeki popülist uygulamaların ekonomiyi manipüle edici niteliğini öngörebilmektedirler.⁹¹ Bu doğrultuda, rasyonel olan ekonomik karar birimlerinin bugünkü davranışlarını belirleyen temel unsur, geleceğe yönelik beklentiler olmaktadır. Söz konusu aktörler, piyasadaki göstergelerin hepsini yakından izlemekte ve bunları en etkin biçimde kullanarak, geleceğe yönelik beklentilerini rasyonel olarak oluşturabilmektedir. Benzer türden hatalar sistematik olarak tekrarlanmamakta, ancak bu, hiç hata yapılmayacağı anlamına gelmemekte, gerekli ve önemli bilgilere sahip olduğu sürece benzer türde bir hatanın uzun süre yinelenmeyeceği ileri sürülmektedir. Beklentiler çok çabuk değişebilmektedir. Bu bağlamda, uyarlanmış beklentiler ile rasyonel beklentiler arasındaki en önemli fark, beklentilerin gerçeklere uyumundaki hız farkı olmaktadır. Uyarlanmış beklentilerden farklı olarak rasyonel beklentiler, tüm bilgi kanallarını kullanarak döviz kurlarının gelecekteki değerini tahmin etmeye çalışmaktadır. Geçmişe yönelik sistematik hata kabul edilmemekte, döviz kuru, enflasyon, bütçe açığı ve benzeri göstergeler yalnızca geçmişe ait değil, gelecekte alacakları değerlere göre de dikkate alınmaktadır. Örneğin, para arzının gelecekte beklenen toplamı değiştiği takdirde cari spot döviz kuru da değişmektedir. Ya da gelecekteki olası milli gelir artışına yönelik yeni bir bilgiye ulaşılmışsa ve söz konusu bilgi öncüllerinden daha yüksek bir olasılık barındırıyorsa, döviz kuru değerlendirilmektedir. Bu yaklaşımın en önemli noktası, temel değişkenler kullanılarak yapılan döviz kuru tahminlerinin yanılma payı içerdiğini, istikrarlı bir görüntü çerçevesinde bile kurlarda büyük dalgalanmalar gerçekleşebileceğini vurgulamasıdır.⁹²

Rasyonel beklentiler yaklaşımının doğal bir uzantısı olarak nitelendirilebilecek olan “*yeni bilgi yaklaşımı*” ise, döviz kurlarında meydana gelen sapmaların ortaya çıkardığı durumu göstermekte ve yeni bilginin/haberlerin döviz kurlarının belirlenmesindeki rolünü ön plana çıkarmaktadır. Rasyonel beklentiler analizinde denge döviz kuru, temel göstergelerin cari ve gelecekte beklenen değerlerine bağlıyken; yeni bilgiler ve öngörülemeyen dinamikler, temel göstergelere ait verilerden sapmalara yol açarak döviz kurlarına yönelik beklentileri

⁹¹ Osman Z. Orhan ve Seyfettin Erdoğan, **Para Politikası**, Yazıt Yayın-Dağıtım, Ankara, 2007, ss. 200-201.

⁹² Ertürk, ss. 144-145.

değiştirmektedir. Özellikle siyasi haberler ve beklentiler döviz kurlarının vereceği tepkilerde başlıca etkiye sahip olabilmektedir. Siyasal bir istikrarsızlık, ekonomik istikrarsızlığı da beraberinde getirmekte, ekonomik belirsizlik ortamında döviz kurlarında ciddi dalgalanmalar yaşanabilmekte ve söz konusu ekonomiye ait ulusal parada aşırı değer kayıpları gerçekleşebilmektedir. Siyasi ve ekonomik istikrar ise döviz kuru istikrarını beraberinde getirmektedir.⁹³

“Güvenli sığınak etkisi yaklaşımı”na göre, yerli ve yabancı finansal varlıklar, çeşitli siyasi riskler ve yoğun ekonomik istikrarsızlık beklentilerinden ötürü, güvenli limanlar olarak adlandırılan gelişmiş ülke piyasalarına yönelebilmektedir. Bu nitelikteki sermaye kaçıışı, döviz kurları üzerinde büyük oranda belirleyici olarak, ulusal paranın değer kaybına, finansal yatırımların yöneldiği yabancı ülkeye ait paranın değerinde ise artışa neden olmaktadır. Özellikle, siyasi ve ekonomik istikrarsızlıkların sıkça görüldüğü kırılgan ekonomik koşullara sahip az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından bu kaçış, derin ekonomik krizlerin habercisi olabilmektedir.⁹⁴

“Spekülatif kabarcıklar yaklaşımı”, oluşan denge döviz kuruyla temel ekonomik dinamikler arasındaki tutarsızlığın nedenlerini açıklamaya yönelik bir yaklaşımdır. Stiglitz’e göre, temel dinamiklerin aksi yönde göstergelerine rağmen fiyatların yüksek oluşu, sermaye sahibi yatırımcının gelecekte satış fiyatlarının yüksek olacağı beklentisinden kaynaklanmaktaysa, burada bir kabarcık/balon (bubble) söz konusudur.⁹⁵ 1987 yılında Uzakdoğu borsalarında başlayıp Batı’ya sıçrayan ve “Kara Pazartesi” olarak adlandırılan borsa krizi, bu yaklaşımın geliştirilmesinde önemli bir referans olmuştur. Piyasada oluşan döviz kurları (veya finansal varlıkların fiyatları) ile temel ekonomik değişkenlere (enflasyon, faiz oranı, ödemeler dengesi vb.) göre oluşması gereken denge döviz kuru arasında önce genişleme sonra hızla yok olma eğilimi taşıyan farklılıklar, “spekülatif kabarcık” olarak tanımlanmaktadır.⁹⁶ Ekonomik aktörler, temel ekonomik göstergeleri dikkate almadan bir paranın değerinde değişme olacağı yönünde beklentiye girebilmekte ve

⁹³ Öztürk ve Bayraktar, ss. 182-183.

⁹⁴ Hans Visser, **A Guide to International Monetary Economics: Exchange Rate Theories, Systems and Policies**, 3. Baskı, Edward Elgar Publishing, 2004, ss. 33-34.

⁹⁵ Joseph E. Stiglitz, “Symposium on Bubbles”, **Journal of Economic Perspectives**, Cilt: 4, Sayı: 2, 1990, ss. 13.

⁹⁶ Plihon, ss. 73-75.

bu durum bir ulusal paranın talebinde değişmeye yol açan faktörlere eklemlenerek döviz kurunun beklentiler yönünde temel ekonomik denge değerinden uzaklaşmasına neden olabilmektedir. Bu koşullar altında, beklentiler/öngörüler kendisini gerçekleştirmiş olmakta ve piyasa kurdaki değişimi öngörmüş olmasından ötürü etkin duruma gelmektedir. Ancak bu davranışsal süreç, yerini temel ekonomik verilere dayanan rasyonel hesapların gerçekliğine bıraktığında yapay durum tersine dönmekte ve kabarcık/balon patlayarak sona ermektedir.⁹⁷ Böylece gerek kurlarda gerekse varlık fiyatlarında rasyonel temellere dayanmayan ve Shiller'in 2008 Küresel Finans Krizi öncesinde yayınladığı "Irrational Exuberance" eserinde de irrasyonel nitelikte bir taşkınlık olarak ifade ettiği spekülasyon süreçleri, döviz kuru sistemleri de dâhil olmak üzere bir bütün olarak ekonomik sistemlerin ve politikaların sorgulanmasına varan nihai etkileriyle belirleyici olabilmekte ve önem arz etmektedir.⁹⁸

"Döviz piyasasının mikro yapısı yaklaşımı"nda, makro düzeydeki haber ve beklentilerin ötesinde, güncel duruma ilişkin mikro düzeyde özel bilgilere sahip ekonomik aktörlerin, piyasanın diğer unsurlarından daha çok anlık bilgi sahibi olabileceğine, bunun da arz ve talebi etkileyerek kurlara yansıtacağına⁹⁹, dolayısıyla döviz kurlarının belirlenmesinde rol oynayan makroekonomik değişkenlerden (gelir düzeyi, faiz oranları, para arz ve talebi, enflasyon, ödemeler bilançosu, akım ve stok değişkenleri gibi) daha çok, döviz piyasasının mikro yapısına vurgu yapılmaktadır. Bu yaklaşımda, makro yaklaşımlardan farklı olarak, piyasa katılımcıları arasında bilginin aktarımı, piyasadaki aracılardan davranışları, beklentilerin heterojenliği ve bunun ticaret hacmi ile döviz kuru hareketleri yönünden sonuçlarıyla ilgilenilmektedir. 1990'lı yıllarda makro yaklaşımların yetersizliğiyle birlikte, özellikle kısa vadeli kur hareketlerinin belirlenmesinde, mikro yapı analizlerine başvurulmuştur. Bu analizler, döviz kuru teorileri ile mikro finans teorileri arasında bir köprü oluşturmuştur.¹⁰⁰

⁹⁷ Öztürk ve Bayraktar, ss. 184-185.

⁹⁸ Robert J. Shiller, **Irrational Exuberance**, Princeton University Press, 2000, s. 204.

⁹⁹ Steven Husted ve Michael Melvin, *International Economics*, 8. Baskı, Pearson, 2009, ss. 466-467.

¹⁰⁰ Burcu Berke, "Döviz Kurlarına Mikro Yapı Yaklaşımı: Bir Yazın İncelemesi", **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 32, Sayı 2, 2014, ss. 27-30.

1.4. DÖVİZ KURLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Küreselleşme, son yıllarda hızı beklenmedik ölçüde artan ve doğası gereği kayda değer dönüşümler geçiren bir süreci ifade etmektedir. Yükselen piyasa ekonomilerinin artan etkisiyle küresel ticaret kalıplarının değişmesi, dünya mal ve hizmetler ticaretinde kaydedilen büyük oranlı artış ve sermaye akımlarının tetikleyici etkisiyle üretim ve faktör piyasalarında gerçekleşen bir dizi yapısal dönüşüm, küreselleşmenin hızını ve belirleyiciliğini artırmıştır. Küresel ekonomi farklı ve daha rekabetçi bir ortama sürüklenmiş, uluslararası ticaret akımlarının değişen bölgesel ve sektörel kompozisyonu, döviz kurlarının gerek ülkeler ve birlikler gerekse uluslararası ekonomi açısından oynadığı rolü de değiştirmiştir.¹⁰¹

Döviz kuru, enflasyon ve faiz oranları, bir ülke ekonomisinde ve uluslararası ölçekte makroekonomik dengelerin durumunu ifade eden temel göstergelerdir. Bu göstergelerden birinde gerçekleşecek olan bir değişme diğerlerine de etki ederek, tüm ekonomik dengelerin değişmesine neden olmaktadır. Özellikle döviz kuru, hem iç hem de dış denge durumunun sağlanabilmesi için temel bir araçtır. Ödemeler dengesi yoluyla dış denge sağlanırken, kur-enflasyon-faiz üçgeni de iç dengenin sağlanmasında en önemli rolü oynamaktadır.¹⁰²

Bir ülke ya da uluslararası ekonomik bir bütünleşme için başlıca hedef, kapsamlı ve etkin bir ekonomi politikası oluşturabilmektir. Bu hedefi gerçekleştirmek yolunda alınması gereken öncelikli kararların başında ise, ekonominin iç ve dış dengesi açısından yaşamsal bir öneme sahip olan döviz kuru sistemi konusundaki tercih gelmektedir. Bretton Woods Sistemi'nin çöküşü ve esnek kurların ortaya çıkışıyla uluslararası finansal/ekonomik ilişkiler de boyut değiştirmiş, döviz kuru sistemlerinin tercihin ve döviz kurlarının belirlenmesine yönelik bilimsel çalışmalar da ivme kazanmıştır. Döviz kurunun resmi kararlarla mı yoksa piyasa koşulları tarafından mı belirleneceği, kurlardaki değişmelerin açıklanması ve tahminlenmesi, döviz krizleri ve tüm bu olguları etkileyen faktörlerin analizi, asli

¹⁰¹ Filippo di Mauro, Rasmus Ruffer ve Irina Bunda, "The Changing Role of The Exchange Rate in a Globalized Economy", **European Central Bank Occasional Paper Series No: 94**, Eylül 2008, ss. 5-53.

¹⁰² Balak, ss. 133-167.

konular haline gelmiştir. 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülke piyasalarında başlayan krizler ve 2008'de tetiklenen küresel finans krizi de dikkate alındığında, sistem tercihinin yarattığı etkilerin kapsamı, daha karmaşık ve çok boyutlu bir hal almıştır.

Tüm dünya ülkeleri için geçerli ve etkin tek bir döviz kuru sistemi bulunmadığı gibi, iç ve dış ekonomik koşullara göre, belli sistemlerin üstünlüğü söz konusu olabilmektedir. Günümüzde, farklı kur sistemlerinin etkileşimde olduğu, uç sistemlerin olumlu yanlarını yansıtan, bununla birlikte küresel dinamiklerin etkisine de tepki verebilen kendine özgü karma sistemler ön plana çıkmaktadır. Böylece küresel finansal sistem, konjonktür, ticari ilişkiler ve iç dengenin belirleyicileri olan makroekonomik büyüklükler arasındaki etkileşimin de göz önünde bulundurulması zorunlu bir hal almıştır.¹⁰³

Altın standardında olduğu gibi katı bir sabit sistem tercihi, dış dengenin feda edildiği ve buna koşul olarak iç dengenin de bozulduğu bir noktaya varabilmektedir. Benzer şekilde, özellikle iki savaş arası dönemde Fransa'nın öncülüğünde uygulanan ve gelir değişmelerini göz ardı eden bir esnek kur sistemi de, para ve maliye politikalarıyla yeterince desteklenmediği için başarısızlıkla sonuçlanabilmektedir. Teoride tutarlı olan bu ve benzeri uç durumların pratikte başarıya ulaşmadığı tarihsel örnekler çoğaltılabilmektedir. Öte yandan, bu iki uç sistemi uzlaştırmaya çalışan ve daha çok iç dengeyi gözeten karma bir sistem de, özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından dış dengeye yönelik sorunların birikmesine ve bu birikimin son tahlilde iç dengeyi de olumsuz etkilemesine yol açabilmektedir. Bu durum, gelişmiş ülkelerde, özellikle istikrar bozucu nitelikteki uluslararası spekülasyonun yoğunlaşmasına ve önemli konjonktürel dalgalanmalara neden olabilmektedir. Örneğin, nominal ve reel gelirler artmasına rağmen döviz kurunun uzun süre sabit tutulması, gelişmekte olan ülkelerde üretim faktörlerinin ithal ikamesi sanayilerine yönelmesine neden olup, ihracata yönelik sanayilerin gelişmesini baltalayabilmektedir.¹⁰⁴

Küreselleşme ve bölgeselleşmenin eşanlı dinamikleri ile ulusal ekonomiler arasında artan karşılıklı bağımlılık ilişkileri, önce ulusal makroekonomik politikaların uyumlaştırıldığı, ardından döviz kurlarındaki dalgalanmaların sınırlandırılarak parasal alanda uluslararası işbirliğinin geliştirildiği süreçlere zemin

¹⁰³ Yapraklı, ss. 159-160.

¹⁰⁴ Güran, ss. 111-112.

hazırlayabilmektedir. Ekonomik bütünleşme düzeyi ilerletilerek döviz kuru değişmelerinin kontrol altına alındığı bu uygulamalar, çok taraflı sabit döviz kuru sisteminden ulusal paraların tam ikame olduğu parasal birlik düzeyine geçişle sonuçlanabilmektedir. Örneğin, önce döviz kurlarındaki dalgalanmaları sınırlayan ve nihayetinde ortak para birimi olan Euro'ya dönüşümü yaratan AB üyesi ülkeler, iç ve dış dengesizlik sorunlarını çözme yolunda ortak bir adım atmaya ve kur kaynaklı istikrarsızlık ve belirsizlikleri ortadan kaldırarak yatırım ve ticaret üzerindeki olumsuz etkileri azaltmayı başarmıştır. Siyasi kapsamıyla birlikte çalışmanın ikinci bölümünde detaylandırılacak olan bu konu ile döviz kurlarındaki değişmeleri belirleyen çok boyutlu dinamiklerin, temel hedefi fiyat istikrarı olan ve parasal birliğe evrilmiş bir sabit döviz kuru alanı örneğinde nasıl biçimlendiği, kurlardaki istikrar ile diğer ekonomik faktörlerin nasıl etkileşime girdiği ve birbirlerini ne yönde koşullandırdığı daha somut bir hale gelmektedir. Böylelikle, uluslararası ticaretin ve sermaye hareketlerinin; finansal ve bütçesel krizlerin; asimetrik ekonomik gelişmeler ve yapısal farklılıkların; parasal fenomenlerin ve beklentilerin, bir para biriminin değeri üzerindeki etkileri belirginleşmektedir.

Ulaşım ve iletişim maliyetlerini düşüren teknolojik yenilikler ile birlikte dönüşen politikaların yapay engelleri ortadan kaldırmaya yönelik baskısıyla belirginleşen küreselleşme, emek, sermaye ve ürün pazarlarının giderek bütünleşmesi; fikirlerin ve bilginin akışında artan serbesti; ve nihayet tüm değişkenleriyle birlikte ekonominin yapısallığına yönelik derin etkileri beraberinde getirmiştir.¹⁰⁵ Uluslararası finansal ilişkileri yansıtan örüntülerin iç içe geçmiş niteliğinin tamamen belirginleştiği günümüz koşullarında, her bir döviz kuru sistemine tekabül eden düzenlemeler ve yukarıda belirtildiği gibi ileri düzeyde uluslararası işbirliği sonucunda gerçekleştirilen çok taraflı sistemsel bütünleşmeler uygulamada yer bulabilmektedir. Bununla birlikte, küreselleşme olarak adlandırılan bu dönüştürücü sürecin ilk etkileriyle başlayıp günümüze kadar yayılan genel eğilim, döviz kurlarına yönelik esnekleştirilmenin giderek artmasıyla belirginleşmiştir. Bunun başlıca nedeni ise finansal liberalizasyon olmuştur. Günümüzde ekonomiler, uluslararası finansal sermayeye daha açık ve daha korumasız bir niteliğe

¹⁰⁵ Joseph E. Stiglitz ve Bruce Greenwald, **Towards a New Paradigm in Monetary Economics**, Cambridge University Press, 2003, s. 176

bürünmüştür.¹⁰⁶ Fakat, esnek kur sisteminin sahneye çıkışı, serbest piyasanın kutsandığı bir uluslararası finansal konjonktüre rağmen, kesin bir çözüm ve istikrar ortamı sunamamış, aksine, kurlardaki büyük dalgalanmaları da beraberinde getirmiştir. Bu süreç, esnek kur sisteminin de sorgulanmasına ve kurlardaki değişimleri açıklamayı hedefleyen bir dizi teorik yaklaşımın doğmasına yol açmıştır. Bu yaklaşımlar, yalnızca büyük oranlı ve sürekli kur değişmelerini açıklamaya yönelik olmamakta, döviz kurlarının diğer makroekonomik değişkenlerle etkileşimini analiz ederek, özgün ve dinamik modeller üretmeye çalışmaktadır.

Kurlardaki değişmelerin yönünün ve oranının, normal ticaret akımlarından elde edilen verilerden ayrıştığının fark edilmesi, cari hesapları dikkate alan geleneksel yaklaşımların yetersizliğini ortaya koymuştur. Öyle ki, dış ticaret bilançosu açık veren bir ülkenin parasında değer kaybı beklenirken, aksine söz konusu paranın değer kazandığı görülmüş, geleneksel birçok yaklaşım bu ve benzeri kısıtlarla yeni dönemi açıklamakta başarısız olmuştur. Böylece, parasal argümanları ve beklentiler gibi bir dizi dinamik unsuru merkeze alan varlık piyasası merkezli modeller doğmuştur. Kısacası, küreselleşmeyle birlikte, uluslararası sermaye akımlarının hacminde kaydedilen artış ve bu akımların ticaret akımlarını geride bırakan boyutu, bilimsel analizlerdeki ağırlık merkezinin ticaret akımlarından (akım değişkenlerinden) sermaye akımlarına (stok değişkenlerine) doğru değişme nedenini de açıklamaktadır.

Ekonomilerin yapısal ve dinamik farklılıkları kadar, siyasi ve kurumsal nitelikli farklılıklar ve istikrara yönelik önemli siyasi gelişmeler de döviz kuru sistemi konusundaki tercih ve döviz kuru değişimleri üzerinde belirleyici olabilmektedir.¹⁰⁷ Diğer bir deyişle, bir ekonomiye ait enflasyon, faiz oranı, büyüme, cari denge, dış ticaret hadleri, kamu borcu, gelir düzeyi, spekülasyon, beklentiler vb. ekonomik temelli faktörlerin yanında, çeşitli siyasi ve sosyoekonomik faktörler de döviz kurları üzerinde etki yaratmaktadır. Öyle ki, siyasi açıdan istikrarsız bir ülkenin para birimine olan güven de düşük olmakta, ekonomik birimler, istikrarlı ve daha az risk içeren ülkelerin para birimlerine yönelmektedir. Özellikle gelişmekte

¹⁰⁶ Ingham, s. 194.

¹⁰⁷ Jeffrey Frieden, Piero Ghezzi ve Ernesto Stein, "Politics and Exchange Rates: A Cross-Country Approach to Latin America", **The Currency Game: Exchange Rate Politics in Latin America**, (Ed. Jeffrey Frieden ve Ernesto Stein), Johns Hopkins University Press, Baltimore, 2001, s. 21.

olan ekonomiler söz konusu olduğunda, siyasi faktörleri göz ardı edip, salt ekonomik dinamikler üzerine yoğunlaşarak kur hareketlerini öngörebilmek olanaksız hale gelmektedir.

Döviz kurlarındaki değişmelere yönelik siyasi ve sosyoekonomik boyutun belirleyiciliği, çeşitli içsel ve dışsal faktörlere göre ön plana çıkabilmektedir. Yurtdışı piyasalardaki dalgalanmalar, petrol fiyatlarındaki değişimler, savaş ve göç gibi dışsal faktörler kadar; seçimler, iç savaş, terör ve siyasi rejim değişikliği gibi içsel faktörler de istikrarsızlığa yol açarak, döviz kurları üzerinde belirleyici olmaktadır. Örneğin bu sayılan faktörler yoluyla kurlarda meydana gelen artışlar, özellikle sanayisi dış girdi bağımlısı ekonomiler için girdi fiyatlarında ve dolayısıyla üretim maliyetlerinde artışa; maliyetlerdeki artış da ürün fiyatlarına yansyarak söz konusu sanayi ile bağlantılı sektörler başta olmak üzere kitlesel maliyet artışlarına ve enflasyonist süreçlere neden olmaktadır. Bu durum, ihracata konu malların fiyatlarına da yansyarak ihracatta düşüşe, dolayısıyla ithalat artışı sürerken ihracatta görülen yavaşlama ile ödemeler bilançosu üzerinde olumsuz etkilere yol açabilmektedir. İthalat - ihracat makası açıldıkça, döviz kurları üzerindeki baskı da artmaktadır. Böylece, döviz kuru dalgalanmaları ile başlayan süreç, döviz kuru artışları - fiyat artışları - ödemeler bilançosu açığında artış ve tekrar döviz kuru artışı şeklinde bir döngü yaratmaktadır. Temel ekonomik göstergelerde sapmalara yol açan bu süreç, siyasi istikrarsızlıktan ekonomik istikrarsızlık ortamına, dolayısıyla döviz kurlarında istikrarsızlığa nasıl geçildiğine yönelik bir örnek oluşturmaktadır.¹⁰⁸ Öte yandan siyasi açıdan istikrarlı ve sosyoekonomik koşulları gelişmiş bir ülkede, yukarıdaki döngünün tam tersi yönde bir işleyiş doğal ve beklenen bir sonuç olmaktadır.

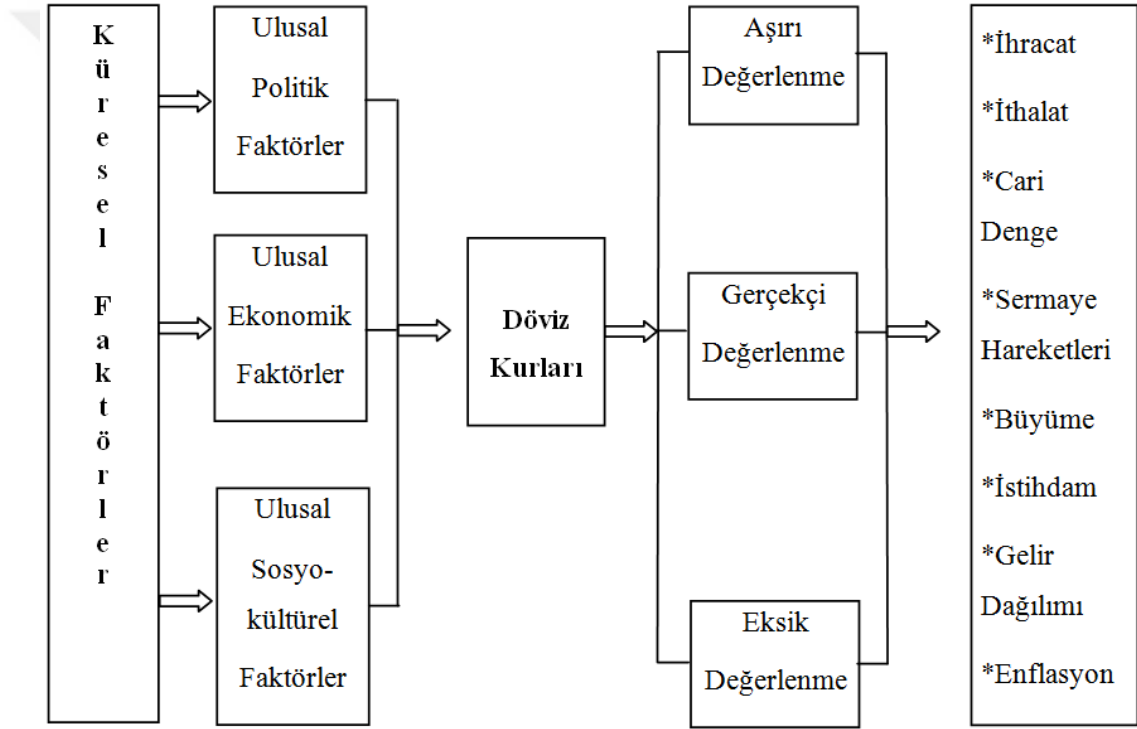
1.5. DÖVİZ KURLARINDAKİ DEĞİŞMELERİN ETKİLERİ

Döviz kurlarında değişmelere yol açan faktörlerin çeşitliliğine koşut olarak döviz kuru değişmelerinin diğer ekonomik değişkenler üzerindeki etkileri de çeşitli kanallar yoluyla gerçekleşmekte ve çok boyutlu bir nitelik arz etmektedir. Döviz kurlarının diğer değişkenler üzerindeki etkisini değerlendirebilmek için, öncelikle

¹⁰⁸ Aylin Abuk Duygulu, “Döviz Kuru İstikrarının Ekonomik İstikrar Açısından Değerlendirilmesi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 13, Sayı: 1, 1998, s. 109.

döviz kurları ile bu değişkenler arasındaki etkileşimin çerçevesini ortaya koymak gerekmektedir. Bu doğrultuda, bu çalışma için sistematize ettiğimiz şekil aşağıda verilmiştir. Buradan görülebileceği gibi döviz kurları oldukça karmaşık dinamiklerden etkilenmektedir. Nitekim küresel ve/veya ülkeler arasındaki ikili ekonomik ve politik ilişkilerde yaşanan gelişmeler ulusal boyuta yansımakta ve burada ulusal ekonomik, politik ve sosyo-kültürel süreçlerle etkileşime girmektedir. Bu oldukça karmaşık etkileşim süreçlerine bağlı olarak kurların değeri belirlenmektedir.

Şekil 1: Döviz Kurları ile Diğer Değişkenlerin Etkileşim Sistematığı



SGP yaklaşımı çerçevesinde döviz kurlarının değeri ise gerçekçi, aşırı veya eksik değerlendirilmiş olacaktır. Bu değerlendirme düzeyleri öncelikle dış ticaret yani ihracat ve ithalat ve cari denge üzerinde etkili olacaktır. Sermaye hareketleri, döviz kurlarının değerini bir taraftan etkileyen diğer taraftan da bu kurlardan etkilenen bir değişken olarak sürece dâhil olmaktadır.

Dış ticaret, cari denge ve sermaye hareketlerindeki gelişmeler kaçınılmaz olarak ülkenin ekonomik büyümesini, ekonomik büyüme de istihdam ve gelir dağılımını etkileyecektir. Bu etkileşimin düzeyi ülkenin ağırlıklı üretim tekniğine

yani emek-yoğun veya sermaye yoğun tekniklerden hangisinin daha belirgin olarak kullanıldığına göre değişecektir. Kuşkusuz bunun bir diğer anlamı ülkenin gelişmişliğine göre bu etkileşimlerin düzeyinin değişebileceğidir.

Öte yandan bu süreçten ülkenin enflasyon oranı, dolayısıyla nominal faiz oranları da etkilenecektir. Enflasyon, özellikle de faiz oranları ve bu değişkenlerde ortaya çıkacak gelişmeler sürece yeniden ivme kazandıracak niteliktedir. Zira küresel sermaye hareketlerinin başlıca tetikleyicisi faiz oranları, daha doğru bir deyişle ülkeler arasındaki faiz farklılıklarıdır. Dolayısıyla döviz kurlarının ekonomik değişkenler üzerinde yarattığı etki bu değişkenlerin içsel dinamikleri beslemesine de neden olabilecektir.

Döviz kurları ve diğer değişkenler arasındaki etkileşim değerlendirilirken tek yönlü değil çift yönlü birikimli bir etkileşim sürecinin geçerli olduğu unutulmamalıdır. Bir başka ifadeyle döviz kuru yalnızca etkilenen veya etkileyen değil aynı zamanda etkileyen ve etkilenen konumundaki bir değişkendir. Dolayısıyla günümüz koşullarında döviz kurlarının önemi daha da artarken, ekonomi politikası yapıcılarının bu önemi oldukça dikkatli değerlendirmesi gereken bir noktaya ulaşmıştır.

1.5.1. Dış Ticaret

Bretton Woods Sistemi çerçevesinde yaklaşık otuz yıl süren ve döviz kurlarında görece bir istikrarın hâkim olduğu¹⁰⁹ sabit fakat ayarlanabilir döviz kuru sisteminin sona ermesiyle birlikte, döviz kurlarında kaydedilen değişimler ve belirsizlikler de artmış ve döviz kurlarının dış ticaret üzerindeki etkileri daha çok araştırmaya konu olmaya başlamıştır.¹¹⁰ Böylece, hangi faktörden kaynaklandığından (resmi müdahaleler, dışsal şok vb.) bağımsız olarak, para birimlerinin karşılıklı değerlerindeki değişim ve belirsizliğin, başta dış ticareti etkilemesinin yanında, genel ekonomik performans üzerinde de önemli yansımalara yol açtığı görülmüştür.

¹⁰⁹ Marc Auboin ve Michel Ruta, “The Relationship Between Exchange Rates and International Trade: A Review of Economic Literature”, **WTO Economic Research and Statistics Division Staff Working Paper ERSD-2011-17**, Ekim 2011,

https://www.wto.org/english/res_e/reser_e/ersd201117_e.pdf, (12.03.2017), ss. 3-4.

¹¹⁰ Auboin ve Ruta, s. 18.

Dolayısıyla, döviz kurundaki değişmelerin ekonomilerin dış ticaret performansları üzerindeki etkisi, kilit bir öğe olarak ön plana çıkmıştır.¹¹¹

Tarihsel deneyim, gerek gelişmiş ölkeler ve yükselen piyasa ekonomileri gerekse gelişmekte olan ölkeler açısından döviz kuru hareketlerinin ihracat ve ithalat hacimleri üzerinde kayda değer büyüklükte etkilere sahip olduğunu göstermektedir.¹¹² İhracat ve ithalata konu ürünlerin birbirlerine tam ikame olduğu varsayımından hareketle, dış ticaret dinamiklerinin asli olarak görelî fiyatlar ve reel döviz kuru üzerinden yurtiçi ve yurtdışı talep/gelir koşulları tarafından belirlendiğini öne süren standart dış ticaret modeline göre, bir ulusal paranın reel değerinin düşmesi (döviz karşısında değer kaybetmesi), söz konusu ölkede ihracatçı sektörlerle uluslararası rekabet avantajı sağlayarak, ihracatın artmasına/ithalatın azalmasına ve uzun dönemde üretimin uluslararası rekabette avantajlı ihracatçı sektörlerle kaymasına neden olmaktadır. Böylece, Marshall-Lerner koşulunun sağlandığından ve ihracatçı sektörlerin daha üretken olduğu varsayımından hareketle, kurdaki reel değer kaybının üretim bileşimini değiştirmesi uzun dönemde ekonomik büyüme de olumlu yansımaktadır. Nitekim rekabetçi kur olarak da tanımlanan eksik değerli döviz kuru politikaları, başta Doğu Asya Ülkeleri olmak üzere birçok ekonomide, cari işlemler dengesi ve büyümenin olumlu yönde gelişmesinde belirleyici olmuştur.¹¹³

Bununla birlikte, uygulamada Marshall-Lerner koşulunun geçerli olmadığı sıkça görölmektedir. Uluslararası ticaret ve üretimde küreselleşme, ölkelerin dış ticaret yapılarında ve üretim süreçlerinde farklı uzmanlaşma alanlarının gelişmesine yol açarak, bir ürünün tüm süreçlerinin tek bir ölkede tamamlanması yerine, nihai ürüne giden yolda belli aşamaların farklı ölkelerde organizasyonunu beraberinde getirmektedir. Bunun sonucunda, uluslararası ticarete endüstri içi ticaret oranı artmakta, bir ölkede ihraç edeceği ürünü üretebilmek için ithalat yapmakta ve ithalat-ihracat zinciri nihai ürün üretimine kadar birden fazla ölkede gerçekteşebilmektedir. Küresel arz zincirleri yaratan bu süreç, ihracatın ve üretimin ithalata bağımlılığını

¹¹¹ Alessandro Nicita, "Exchange Rates, Internal Trade and Trade Policies", **Policy Issues in International Trade and Commodities Study Series No: 56**, UNCTAD, http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/itcdtab57_en.pdf, (12.03.2017).

¹¹² IMF, **Exchange Rates and Trade Flows: Disconnected?**, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/pdf/c3.pdf>, (12.03.2017), s. 105.

¹¹³ Erdal Özmen, "Reel Döviz Kuru ve Türkiye Dış Ticaret Dinamikleri", **ERC Working Papers in Economics**, Cilt: 14, Sayı: 12, 2014, ss. 8-12.

artırmakta ve dış ticaret bileşenlerinin reel döviz kuru esnekliklerini etkilemektedir. Bir yandan, ülkelerin iş çevrimleri ve büyüme dinamiklerinin dışsal küresel büyüme ve dış ticaret koşullarına bağımlılığını artıran bu süreç, diğer yandan, ithal girdilerin ihraç ürünleri üretiminde kullanılması nedeniyle, üretim ve ihracatın ithalat bağımlılığını yükseltmektedir. Böylece, dış ticaret dinamiklerinin reel kur esnekliğini azaltması, yani Marshall-Lerner koşulunun sağlanamaması, örneğin, bir ulusal paranın reel olarak değer kazanmasının çoğu zaman ihracatı da artırması, diğer bir deyişle, kurlardaki değişimin ekonomiye etkisinde ithal girdi bağımlılığının belirleyici olması sonucunu doğurmaktadır.¹¹⁴

Özellikle 1973 yılından başlayarak dünya ekonomilerinde hızla esnekleşen kur düzenlemeleri ile birlikte, başta kurlardaki değişimler olmak üzere pek çok makroekonomik değişimdeki dalgalanmalar, yüksek düzeyde belirsizlik ve oynaklık barındıran bir nitelik kazanmıştır. Kurlarda dalgalanmaları ve belirsizliği besleyen asli unsurlardan olan finansal sermayenin hızlandırdığı küreselleşme eğilimleri ise dış gelişmelere son derece bağımlı, kırılgan ve teknolojik ilerlemelerin de etkisiyle daha çok boyutlu ve karmaşık hale gelen bir ekonomik ilişkiler ağı yaratmıştır. Böylece, dış dengeyi sağlayan dış ticaret kalemleri finansal piyasaların yanında reel sektörü de etkisi altına alırken, döviz kurlarındaki değişimlerin niteliği ne oranda istikrarı bozucu bir belirsizlik ve oynaklık barındırıyorsa, makroekonomik değişkenleri de o oranda olumsuz etkilemekte, hatta krizlere varan etkiler meydana getirebilmektedir.¹¹⁵

1.5.2. Üretim ve Büyüme

Bir ekonominin toplam üretimine ve rekabet gücüne katkı sunan en önemli unsurlardan birisi, o ülkede üretilen malların yabancı ülkelere döviz karşılığında satışını gösteren ihracat hacmidir. Dolayısıyla, döviz kurunda kaydedilen değişimler, bir ekonominin toplam mal ve hizmet üretim miktarı üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Bir ülke para biriminin değeri ise, genellikle o ülke ekonomisinin net

¹¹⁴ Özmen, ss. 8-12.

¹¹⁵ Cevat Gerni ve diğerleri, “Döviz Kuru Oynaklığı, Rezerv Oynaklığı ve Reel Faiz Oranlarının Dış Ticaret Üzerindeki Etkileri: Geçiş Ekonomileri Üzerine Uygulamalar”, **International Conference on Eurasian Economies, Session 4B: Orta Asya Ekonomileri**, 2013, <http://www.avekon.org/papers/711.pdf>, (15.03.2017), s. 412.

ihracatı ile ters orantılı bir bağıntı halindedir. Standart dış ticaret modeli, devalüasyonun dış ticaret dengesi üzerinde iyileştirici yönde bir etkisinin olduğunu varsaymaktadır. Machlup'a göre de, bir ekonomide ihracatın fiziksel hacmine nazaran ithalatın fiziksel hacminde bir azalmanın gerçekleşmesi sonucunda, reel döviz kurundaki değer kaybı hedefine ulaşmış olmaktadır.¹¹⁶ Burada belirtilen hedefte, dış ticaret dengesinde kaydedilen gelişmenin yanında, ekonomik büyümeyi uyarıcı bir etki de söz konusu olmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülke ekonomileri açısından geçerli olan bu önermeye karşın, gelişmiş ekonomiler dikkate alındığında farklı bulgular ortaya çıkabilmektedir. Bu farklılaşma, döviz kurunun büyüme üzerindeki etkisinin bir makroekonomik dengeden daha ötesini ifade ettiğini ortaya koymaktadır.¹¹⁷

Reel kurun, yani ticarete konu mallar ile ticari olmayan mallar arasındaki görelî fiyat farkını karşılayan oranın, üretim ve ekonomik büyümeye etkisinin olumlu olabilmesi için, standart Mundell-Fleming modelinin önerdiği ticaret kanalına göre, sırasıyla Marshall-Lerner koşulunun geçerli olması (yani ihracat ve ithalatın reel kur esneklikleri mutlak değerleri toplamının birden büyük olması) ve ihracatçı sektörlerdeki üretim artışının diğer sektörlerdeki daralmayı aşması gerekmektedir. Marshall-Lerner koşulu sağlandığı sürece, reel kur düşüşü (ulusal parada değer kaybı) ihracatı artırarak toplam talebin ithal mallardan yerli mallara kaymasını sağlayacak ve dış ticaret bilançosunu olumlu yönde etkileyecektir. Buna göre, reel kurdaki değer kaybının, ekonomideki kaynakları üretkenliği daha yüksek olan dış ticaret ürünlerine aktararak ihracat ve dolayısıyla büyümeyi olumlu yönde etkilemesi teorik olarak beklenirken, bir ekonomiye yönelik bu doğrultuda bir etkinin oluşabilmesi için, dışa açıklık derecesi, ihracatçı sektörlerin görelî ağırlığı ve üretimdeki yurtiçi (ithalata bağlı olmayan) girdi oranı gibi faktörler önemli rol oynamaktadır.¹¹⁸

Öte yandan, bazı koşullarda reel kurun değer kaybetmesi (ulusal paranın değer kaybetmesi), özellikle gelişmekte olan ülke ekonomileri dikkate alındığında, ekonomik daralmaya yol açabilmektedir. Buna göre, talep yönlü (enflasyonist etki,

¹¹⁶ Fritz Machlup, "The Terms of Trade Effects of Devaluation upon Real Income and the Balance of Trade", **Kyklos**, Cilt: 9, Sayı: 4, 1956, s. 421.

¹¹⁷ Dani Rodrik, "The Real Exchange Rate and Economic Growth", **Brooking Papers on Economic Activity**, Cilt: 39, Sayı: 2, 2008, ss. 365-366.

¹¹⁸ Özmen, s. 4.

gelir dağılımı etkisi, reel geliri azaltıcı etki vb.) ve arz yönlü (ithal girdi maliyetleri, nominal ücret artışları vb.) kanallar üzerinden üretim ve büyüme olumsuz yönde etkilenebilmektedir. Bu nedenle, reel döviz kurundaki değer kaybı ya da devalüasyonun, üretim ve büyüme üzerindeki net etkisi farklı koşullar altında farklı sonuçlar doğurabilmektedir. Finansal küreselleşmeye koşut olarak üretimin de küreselleşmesi ve dış ticaret yapılarında farklı uzmanlaşma alanlarının gelişmesi bunda önemli bir rol oynamaktadır. Öyle ki, bir ülke ihraç edeceği ürünü üretmek için ithalat yapmakta ve ithalat-ihracat zinciri nihai ürün üretimine kadar farklı ülkelerde gerçekleşebilmektedir. Bunun sonucunda, ihracatın ve üretimin ithalata bağımlılığı artmakta ve dış ticaret bileşenlerinin reel döviz kuru esneklikleri azalmaktadır. Bu koşullarda reel kurun değer kaybetmesi, ekonomik daralmaya yol açabilmektedir.¹¹⁹

Küresel finansman koşulları, bir ülkenin kendi makroekonomik dinamiklerinden görece olarak bağımsız biçimde, sermaye girişleri ile ülke parasının değer kazanmasına veya sermaye çıkışları ile değerinin düşmesine ve ekonomik daralmaya yol açabilmektedir. Bu durumlarda, reel döviz kuru ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkilerin temel belirleyicileri arasında küresel likidite koşulları ve sermaye hareketleri de girmektedir. Böylece, ticaret kanalının yanı sıra finansal kanalın etkisinin de hesaba katılmasıyla, gelirleri büyük oranda yerli para cinsinden olan bir ekonomideki temel sektörlerin yabancı para cinsinden borçlanması, olumsuz bilanço etkisine ve sonuçta ekonomik daralmaya yol açabilmektedir. Özellikle Latin Amerika'nın yüksek oranda borç dolarizasyonuna sahip ülkelerinde reel kur düşüşlerinin üretim düzeylerine etkisi bu doğrultuda örnekler sunmuştur. Benzer şekilde, reel kur düşüşlerinin istihdam üzerine potansiyel olumlu etkisinin de, yüksek oranda borç dolarizasyonu nedeniyle gerçekleşemeyebildiği görülmüştür. Böylece reel kur değişimlerinin, teknoloji yoğunluğu veya ürün yetkinliği/karmaşıklığı farklı olan sektörlerin dış ticaret ve üretim düzeylerini farklı etkilemesi söz konusu olabilmektedir. Reel kur düşüşlerinin, sürdürülebilir ekonomik büyüme oranını artırması, uluslararası ticarete konu olan veya teknoloji yoğun sektörlerdeki net ihracat ve üretimi arttırması sonucunda mümkün olabilmektedir.¹²⁰

¹¹⁹ Duygu Yolcu Karadam, **The Real Exchange Rate and Economic Growth**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Ortadoğu Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2014, ss. 199-210.

¹²⁰ Özmen, ss. 6-8.

1.5.3. İstihdam ve Gelir Dağılımı

Döviz kurlarının serbestçe dalgalanması, daha önce de değinildiği üzere avantajlarının yanında belli maliyetler de getirmekte, nominal ve reel kurlardaki yüksek dalgalanmalar, kaynakların yeniden dağılımını bozucu nitelikte etkiler doğurabilmektedir. Nitekim döviz kurlarında ve uluslararası ticarete serbestleşme ile birlikte ekonomiler daha dışa açık hale gelmiş ve birçok ülke ödemeler dengesine yönelik sorunlarla daha fazla yüzleşmeye başlamıştır. Tercih edilen döviz kuru sistemleri ve politikalarının başarısı da ekonomik dengenin yanında faktör piyasalarında yarattığı etkiye bağlı olmuştur. Örneğin, eksik değerlenmiş bir ulusal para, ulusal şirketlerin uluslararası piyasadaki rekabet gücünü ve dolayısıyla ihracatını artırıcı, ithalatını ise azaltıcı etkide bulunabilmektedir. Bununla birlikte yüksek dışa açıklık derecesi, ulusal üretimde kullanılan yabancı girdilere bağımlılığı artırıcı bir rol oynamaktadır. Bu koşullar altında ise devalüasyon, ekonomik birimlerin maliyetlerinde artışa neden olmakta ve eksik değerlenmiş kurdan (düşük değerlenmiş ulusal paradan) beklenen faydaları ortadan kaldırmaktadır. Döviz kurlarındaki değişmelerin net etkisi bu bağlamda belirlenmekte ve bir ekonominin ya da bir sektörün dış etkilere açıklık derecesi önemli bir unsur olmaktadır.¹²¹ Böylece dışa açık ekonomilerde, reel döviz kurundaki değişmelerin iç ve dış talep üzerinde doğurduğu etkinin, kaçınılmaz olarak istihdam ve gelir düzeyi üzerinde de önemli yansımaları olmaktadır.¹²²

Reel döviz kurlarındaki değişmelerin istihdam ve gelir dağılımı üzerindeki etkisi çeşitli kanallarla gerçekleşmektedir. Bunlar, kısa dönemde ekonomik faaliyet ve istihdam düzeyi üzerinde belirleyici olan makroekonomik kanal; ekonomik büyüme ve dolayısıyla yeni işlerin yaratılma hızı üzerinde belirleyici olan kalkınma kanalı; ekonomik süreçlerdeki emek yoğunluğu ile veri bir faaliyet düzeyinde istihdam yaratma yeteneği üzerinde belirleyici olan emek yoğunluğu kanalı¹²³ ve ekonominin dışa yönelim kanalları (ihraç ürünlerinin emek maliyeti, ithal girdi

¹²¹ Alpay Filiztekin, "Exchange Rates and Employment in Turkish Manufacturing", **Sabancı University Discussion Paper Series No: 0405**, 2005, s. 2.

¹²² Nilgün Acar Balaylar, "Reel Döviz Kuru İstihdam İlişkisi: Türkiye İmalat Sanayi Örneği", **Sosyoekonomi Dergisi**, Yıl: 2011, Sayı: 2, s. 139.

¹²³ Roberto Frenkel ve Jaime Ros, "Unemployment and the Real Exchange Rate in Latin America", **World Development**, Cilt: 34, Sayı: 4, 2006, s. 632.

fiyatları ve ithalatın nüfuz etme kanalı) olmak üzere kur etkisi açısından belirleyici olmaktadır.¹²⁴ Böylece, kurun istihdam ve gelir dağılımı üzerindeki etkisi doğrudan değil, bu kanallar üzerinden ticaret, rekabet, yatırım ve fiyatlara geçiş etkisi ile ortaya çıkmaktadır. Örneğin, ulusal paranın değer kazandığı durumda, ithal malların fiyatlarındaki düşüş yurtiçi tüketicilerin yabancı mal talebini artırarak yerli mal talebini azaltmakta; böylelikle daralan iç talep, üretim düzeyi ve dolayısıyla istihdam kapasitesinde azalmaya yol açabilmektedir. İşsizlik oranının artması ile sonuçlanan bu etki, gelir düzeyi ve gelir dağılımı adaletini de bozucu sonuçlar doğurabilmektedir. Böylece, ihracatçı sektörlerde yaşanan daralma, ekonomide toplam düzeyde bir daralmayla sonuçlanabilmektedir.¹²⁵

Döviz kurlarındaki değişmelerin etkisi, uluslararası rekabete daha çok maruz kalan sektörlerde, diğer bir deyişle dış ticarete daha açık sektörlerde daha yoğun hissedilmektedir. Ayrıca, dışa açık ve düşük teknolojili sanayinin yoğun olduğu ekonomiler kurlardaki hareketlerden daha çok etkilenirken; dışa açık ve yüksek teknolojili üretim yapan ekonomilerin ise olumsuz kur etkilerinden daha yalıtılmış olması doğal bir sonuç olmaktadır. Örneğin, bir ülkenin ekonomik ve parasal bir bütünleşmeye katıldığı koşullar dikkate alındığında, söz konusu ülke dışsal faktörlere ve uluslararası rekabete daha açık bir atmosfere girmekte ve tüm sektörlerin rekabet gücü temel belirleyici faktör olarak ön plana çıkmaktadır.¹²⁶ Bu aynı zamanda istihdam ve gelir dağılımı koşullarına etki etmesinin yanında, işgücü piyasası üzerinde de önemli etkilere yol açabilmektedir. İthalatın artmasının ya da ithal mallarla yerli mallar arasındaki rekabetin çoğalmasının, işçi-işveren ilişkileri, çalışma koşulları ve ücret sözleşmeleri/düzenlemeleri üzerinde de işgücü aleyhinde önemli yansımaları olabilmektedir. Dolayısıyla, ücretlerin de rekabetten ve ticaret ortağı ülkelerin işgücü piyasası koşullarından etkilenmesi kaçınılmaz olmaktadır.¹²⁷ Rekabetçi baskıyla tetiklenen bu süreçlerin nihai etkisi ise, özelleştirme,

¹²⁴ Balaylar, ss. 139-143.

¹²⁵ Fatih Ayhan, **Döviz Kuru Oynaklığı, Dış Ticaret ve İstihdam İlişkisi: Türkiye Uygulaması**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya, 2016, ss. 76-77.

¹²⁶ Fernando Alexandre ve diğerleri, "Employment and Exchange Rates: The Role of Openness and Technology", **IZA Discussion Paper No: 4191**, Institute for the Study of Labor, Mayıs 2009, <http://ftp.iza.org/dp4191.pdf>, (15.03.2017), s. 4.

¹²⁷ Mehmet Hüseyin Bilgin, "Döviz Kuru İşsizlik İlişkisi: Türkiye Üzerine Bir İnceleme", **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 8, Sayı: 2, 2004, s. 83.

kuralsızlaştırma ve esnekleştirme gibi işgücü aleyhine düzenlemeler içeren uygulamalara kaynaklık edebilmektedir.

1.5.4. Enflasyon ve Faiz Oranı

Enflasyon, yalnızca ulusal değil, aynı zamanda uluslararası nitelikte bir olgudur. Küreselleşmeyle dünya ticaretinde ve sermaye akımlarında kaydedilen artışlar, çokuluslu şirketlerin yaygınlaşması ve uluslararası finansal sistemin ulusal ekonomilerin dış etkilerden korunmak üzere geliştirdiği politikaların etkinliğini aşındırması ile enflasyonun uluslararası niteliği daha da belirgin hale gelmiştir. Bu gerçeklik, bir ülkedeki fiyat hareketlerine katkıda bulunan ulusal faktörlerin yanında uluslararası faktörlerin de dikkate alınmasını zorunlu kılmaktadır. Enflasyonist etkilerin bir ekonomiden diğerine geçişinde ilk dikkati çeken faktör ise ödemeler bilançosu olmaktadır. Bretton Woods Sistemi'nin çöktüğü dönemde, ABD'den, ödemeler bilançosu açıkları nedeniyle beklenmedik boyutlarda gerçekleşen Dolar çıkışının, bir enflasyon ihracı niteliği taşıdığı kanıtlanmıştır. Ödemeler bilançosu kanalı dışında, uluslararası ticareti yapılan mal ve hizmetlerin fiyat etkileri ve dış talepteki artışların etkileri de enflasyonun uluslararası niteliğini ortaya koyan faktörler olmaktadır. Nitekim gelişmekte olan ülkeler, özellikle uluslararası ticarete konu malların fiyatları kanalıyla enflasyon ithal etmektedir.¹²⁸ Bu faktörlerin şekillenmesinde döviz kurları merkezi bir öneme sahiptir.

Döviz kurunun enflasyon üzerindeki etkisi, yukarıda da değinildiği üzere, ödemeler bilançosu kanalı dışında, uluslararası ticarete konu nihai mal ve hizmetler ile ithal ara malları üzerinden ve bunların enflasyonist beklentilere etkisi üzerinden gerçekleşebilmektedir. Bu bağlamda, enflasyonu asli olarak hedefleyen kur düzenlemeleri başta olmak üzere, herhangi bir döviz kuru sistemi çatısı altında gerçekleşen kur dalgalanmalarının yarattığı enflasyonist etkiler, potansiyel olarak önemli sonuçlar doğurmaktadır. Döviz kuru değişmelerinin yurtiçi fiyatlara bu yöndeki etkisi, diğer bir ifadeyle döviz kuru yansıması, döviz kuru ile ithalat ve ihracat fiyatları arasındaki ilişkiyi ortaya koymakta, son zamanlarda gelişmekte olan ekonomiler ile yükselen piyasa ekonomilerinde başta olmak üzere, kur

¹²⁸ Ergun, ss. 1-2.

yansımalarının enflasyon ve faiz oranları üzerindeki belirleyici etkisi ön plana çıkmaktadır.¹²⁹

Ülkeler arasında enflasyon farkı olduğu sürece, döviz kurları da bu farklılıkları telafi edecek oranda değişmektedir. Döviz kurları değişmediği takdirde ise, daha yüksek enflasyona sahip ülkenin para biriminin reel değeri artmış olmakta ve söz konusu ülkenin uluslararası piyasadaki rekabet gücü zayıflamaktadır. Diğer bir deyişle, aşırı değerlenmiş bir ulusal para, ihracatın azalıp ithalatın artmasına, yani cari işlemler bilançosunun bozulmasına neden olmaktadır.¹³⁰

Döviz kuru değişimleri ile enflasyon arasındaki ilişki tek taraflı bir etkiyi değil, ikili bir etkileşimi ifade etmekte, beklentilerin de bu etkileşime dâhil olmasıyla birlikte süreç daha karmaşık ve çok boyutlu bir hal almaktadır. Örneğin devalüasyon, enflasyonun dış denge hesaplarındaki olumsuz etkisini ortadan kaldırmak için yapılmakla birlikte, girdi fiyatlarının ve ücretlerin, dolayısıyla üretim maliyetlerinin yükselmesine neden olmakta ve kendisi de bir enflasyon kaynağı olabilmektedir. Ayrıca, dış açık, bir ülkenin ürettiğinden daha fazla masnetmesine olanak tanıdığından, fiyatlar üzerinde baskı yaratan bir unsur olmaktadır. Devalüasyon yoluyla azalan dış ticaret açığı, söz konusu masnetme olanağı ortadan kalktığından, baskı altına alınmış enflasyona da yol açabilmektedir. Böylece, devalüasyon sonucunda, bir ülkenin dış hesabında başlangıçta meydana gelen olumlu etki ortadan kalkmakta ve enflasyonun etkisiyle daha da bozulabilmektedir. Süreç, yeniden devalüasyonu gerekli kılacak bir kısır döngüye dönüşebilmektedir. Böylece enflasyon ve devalüasyon, karşılıklı geri besleme yoluyla kronik bir hal alabilmekte, bu sürece sürekli bir enflasyon ve devalüasyon beklentisinin de eklenmesiyle dış denge sorunu daha da ağırlaşabilmektedir.¹³¹

Faiz oranı ile döviz kuru arasındaki ilişki, Genelleştirilmiş Fisher Etkisi'nden, yani iki farklı ulusal para üzerindeki nominal faiz oranları farkının söz konusu ülkelerin beklenen enflasyon oranları farkına eşit olduğundan hareketle (Uluslararası Fisher Etkisi) ortaya konulmuştur. Böylece, ülkeler arasındaki enflasyon oranları, nominal faiz oranları ve söz konusu ülkelerin paraları arasındaki değişim oranı

¹²⁹ Corrine Ho, Robert N. McCauley, "Living with Flexible Exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies", **Bank for International Settlements Working Papers No: 130**, 2003, ss. 4-5.

¹³⁰ Çağlar, s. 122.

¹³¹ Çağlar, ss. 125-126.

(döviz kuru) arasındaki ilişki de belirginleşmektedir. Örneğin, enflasyon oranı yüksek olan ülkenin faiz oranları da yüksek olmakta ve döviz kurlarının da o ölçüde yükselmesi beklenmektedir.¹³² Böylece bir ulusal paranın değeri; i) faiz oranı, ii) ulusal paranın dövizler karşısındaki değişim değeri ve iii) enflasyon oranının tersi olmak üzere üç biçimde tanımlanmakta ve para piyasasındaki denge bu üç tanımın tutarlı olduğu noktada gerçekleşmektedir. Paranın değerini belirleyen bu tanımlar arasındaki bir tutarsızlık, para piyasasında dengenin yitirilmesine ve bu dengesizliğin reel ekonomiye de etki etmesine yol açmaktadır.¹³³ Döviz kuru, enflasyon ve faiz oranlarının bu uyumlu hareketi ve aralarındaki dengenin sürekliliği, ekonomik istikrarın sağlanması açısından önem arz etmektedir. Öyle ki, bu değişkenlerden birindeki görece bir değişim, ekonominin iç ve dış dengeleri arasındaki görece denge ilişkilerini de bozmakta ve genel ekonomik yapının olumsuz etkilenmesine neden olmaktadır. Bu üç fiyatlandırma mekanizması arasındaki dengenin düşük oranlarda tutulması, içinde bulunulan koşullara da bağlı olmak üzere, ülkedeki makroekonomik performansı daha yüksek seviyeye ulaştırırken, yüksek düzeyde seyretmesi ise ekonomik büyüme ve kaynak dağılımı üzerinde olumsuz etkiler doğurabilmektedir. Özetle, bu üç değişkenden birinde kaydedilecek bir değişim, ekonomik dengenin ve refah düzeyinin sağlanabilmesi için üçlü bir uyumu ve saptanabilecek belli ekonomik hedeflere ulaştıracak etkileşimi koşullandırmaktadır.¹³⁴

1.5.5. Uluslararası Sermaye Hareketleri

Uluslararası sermaye hareketleri, siyasi açıdan istikrarlı ve ekonomik açıdan dinamik ülkelere yönelme eğilimindedir. Siyasi ve ekonomik anlamda bu niteliklere sahip bir ülkenin para biriminin de istikrarlı olması beklenmektedir. Bir ülkeye ait para biriminin istikrarının diğer para birimlerinden pozitif yönde ayrışması, uluslararası sermaye yatırımları için söz konusu ülkeye doğru bir çekim etkisi yaratmaktadır. Değeri düşük ve istikrarsız paraya sahip bir ülke ise, uluslararası

¹³² Seyidoğlu (2003), ss. 355-358.

¹³³ Erinç Yeldan, "Türkiye'de Döviz Kuru ve Faizler Niye Aşırı Oynak?", **Cumhuriyet**, 15.03.2017, http://www.cumhuriyet.com.tr/koseyazisi/698884/Turkiye_de_doviz_kuru_ve_faizler_niye_asiri_oyun_ak_.html, (26.04.2017).

¹³⁴ Erşan Sever, Zekeriya Mızırak, "Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki İlişkiler: Türkiye Uygulaması", **Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Sayı 13, 2007, ss. 279-280.

yatırımcılar için riskli ve rasyonel olmayan bir seçenek sunmaktadır. Kısacası, bir ulusal paranın değerindeki değişimler, yani döviz kurundaki değişimler ile sermaye hareketleri arasında doğrudan bir ilişki söz konusudur.

Uluslararası sermaye hareketleri, doğrudan yabancı yatırımlar (foreign direct investment) ve yabancı portföy yatırımları (foreign portfolio investment) olmak üzere iki türde sınıflandırılmaktadır. Yabancı yatırımcılar, sermayelerini konuşlandırmak ve kar elde etmek için bu iki türden kendi yapıları ve planları için en uygun olanı seçmektedirler.¹³⁵ Doğrudan yabancı yatırımlar, uluslararası yatırımcı niteliğindeki özel veya resmi kuruluşların, uzun vadeli bir fayda elde etmek üzere başka bir ülkedeki bir varlık veya teşekkül üzerinde gerçekleştirdikleri reel yatırımları ifade etmektedir. Yabancı portföy yatırımları ise, kısa vadede spekülasyon finansal kar elde etme hedefindeki yabancı yatırımcıların, hisse senedi, bono, diğer para piyasası araçları ve finansal türevler üzerinde gerçekleştirdikleri yatırımları ifade etmektedir.¹³⁶

Döviz kurlarının, doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve bu yatırımlara yönelik kararlar üzerindeki etkisi, doğrudan yatırımcı şirketlerin kullandığı ithal girdi oranına ve ihracatçı niteliğine göre farklılaşabilmektedir. Bunun yanında, yatırım ve kar transferleri konusunda da döviz kurları önem arz etmektedir. Kurlardaki dalgalanmalar ve belirsizlik, istikrarsız bir ortamı temsil edeceği için uzun dönemli ve kararlı nitelikteki bir organizasyonu hedefleyen doğrudan yatırımlar için risk unsurunu ön plana çıkarmaktadır.¹³⁷

Rekabet gücünün bir göstergesi olarak dikkate alındığında döviz kuru, doğrudan yabancı yatırımları gelir ve maliyet üzerinden etkilemektedir. Örneğin kurların yükselmesi, üretimi ihracata yönelik yatırımcının üretiminde ulusal girdi kullanımını artırmasına ve söz konusu yatırımcının ihracatının ve karının artmasına fırsat verebilecektir. Gelir etkisi niteliğindeki bu durumda, kurların yükselmesi doğrudan yabancı yatırımları olumlu yönde etkilemektedir. Bununla birlikte, ihracata

¹³⁵ Tadeusz Galeza, James Chan, "What is direct investment?", **Finance and Development**, Cilt: 52, Sayı: 3, Eylül 2015, ss. 34-35, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2015/09/pdf/basics.pdf>, (12.03.2017).

¹³⁶ UNCTAD, "Comprehensive Study of the Interrelationship between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI)", **UNCTAD/GDS/DFSB/5**, 23 Haziran 1999, <http://unctad.org/en/Docs/pogdsdfsbd5.pdf>, (12.03.2017), s. 4.

¹³⁷ Nihat Batmaz, Sevinç Tekeli, **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: Polonya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Türkiye Örneği (1996-2006)**, Ekin Basım Yayın, Bursa, 2009, s. 23.

yönelik yatırımcının üretiminde ithal girdi kullandığı ve ithal girdi bağımlılığının yüksek olduğu koşullarda kurun yükselmesi, yatırımcının ihracatında ve karında azalmayla sonuçlanabilecektir. Maliyet etkisi niteliğindeki bu durumda ise, kurların yükselmesi doğrudan yabancı yatırımları olumsuz yönde etkilemektedir. Böylece döviz kurlarındaki değişmelerin doğrudan yabancı yatırımlar üzerindeki net etkisi, gelir ve maliyet etkileri arasındaki dengeye göre şekillenmektedir.¹³⁸

Küreselleşmenin başlıca göstergesi olan finansal liberalizasyonun günümüzde vardığı nokta, faiz ve kur arbitrajı yoluyla en yüksek reel getiriye elde etme, diğer bir deyişle kar maksimizasyonunu sağlama peşindeki sermaye akımlarının ulusötesi akışkanlığı ve küresel ekonomide kapladığı hacim ile belirginleşmektedir. Bu süreç, çokuluslu şirketlerin oynadığı rol ve uluslararası finansal akımların reel akımları geride bırakan hacmi de dikkate alındığında, uluslararası sermaye akımlarının ulusal ekonomiler ve yaşanan krizler üzerindeki etkisini daha çok gündeme getirmektedir. Bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişmelerin de finansal liberalizasyon sürecine eklemlenmesi, “sıcak para” olarak da adlandırılan sermaye akımlarının payının giderek artmasına ve özellikle gelişmekte olan ekonomiler üzerinde belirleyici rol oynamasına yol açmıştır. Daha yüksek kar olanağı sunan gelişmekte olan ülkelere ve çevre ekonomilere portföy yatırımı niteliğindeki aşırı sermaye girişleri, söz konusu ülkelerin ulusal parasının yabancı paralar karşısında reel üretimi temsil etmeyecek biçimde değer kazanmasına olanak tanıyarak, ihracatın pahalı hale gelmesi, ihracatçı sektörlerin rekabet gücünün azalması ve ucuzlayan ithalat nedeniyle söz konusu ülke ekonomilerinin ithalat bağımlılığın artmasına yol açabilmektedir. Bu durumda hızla büyüyen dış ticaret açıkları, ülkelerin cari bilançosunu bozmakta, fakat sermaye girişi sürdüğü müddetçe fiili bir ödeme sorunu ortaya çıkmamaktadır. Böylece, esas itibariyle faiz ile döviz kuru arasındaki çelişkiden kaynaklanan arbitraj olgusuna dayanan sermaye girişleri, faiz oranlarının sürekli yüksek ve döviz kurunun aşırı değerli olmasıyla koşullanmakta, bu durum ise önceden devalüasyon-enflasyon kısır döngüsünde değindiğimiz işleyişe benzer şekilde, ekonomilerin iç ve dış dengelerinin daha da bozulmasına yol açmaktadır. Belli koşullarda üretim potansiyelinin artmasına da hizmet etmekle birlikte bu içerikteki bir iktisadi büyüme,

¹³⁸ Sevda Yapraklı, “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Belirleyiciliği Üzerine Bir Analiz”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 21, Sayı: 2, 2006, s. 29.

dışa bağımlı ve yapay bir nitelik arz etmekte, faiz ve döviz kuru arasındaki hassas dengelerin bozulduğu noktada ise sıcak paranın güvenli limanlara yönelmesiyle birlikte çöküntüye uğrayabilmektedir.¹³⁹

1.5.6. Diğer Etkiler

Döviz kurlarının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerinin yanı sıra, ekonomik, sosyal ve siyasi atmosferin farklı katmanlarına da bir dizi etkisi söz konusu olabilmektedir. Kurlardaki değişimler ve kurların tahmini üzerinden kararlarını şekillendiren resmi birimlerin yanı sıra, çokuluslu şirketler başta olmak üzere uluslararası şirketler, mikro düzeydeki ekonomik karar birimleri, ticari işletmeler ve tüketiciler de döviz kurlarındaki değişimlerden etkilenmekte ve geleceğe yönelik beklentilerini şekillendirirken kurlardaki dalgalanmaları ve belirsizlik faktörünü dikkate almaktadır. Çeşitli siyasi risk ve ekonomik istikrarsızlık beklentilerinden döviz kurlarına yansıyan istikrarsızlık ve belirsizlik ise, yerli ve yabancı finansal varlıkların güvenli limanlara yönelmesine yol açabilmektedir. Bu süreçlerin kurlara yansımaları, mevcut istikrarsızlık ve belirsizliğin siyasi ve sosyoekonomik boyutlarıyla birlikte derinleşmesine neden olabilmektedir.

Döviz kurlarındaki değişimler ve belirsizlik, ekonomik birimlerce dikkate alınması gereken risk unsurunu ön plana çıkarmaktadır. Döviz kurlarında tahmin edilemeyen değişimler dolayısıyla şirketlerin borç, alacak, net nakit akımları ve dolayısıyla piyasa değerlerinde ortaya çıkabilecek değişimleri ifade eden kur riski, başta bankalar ve dış ticaretle uğraşan şirketler olmak üzere tüm ekonomik birimler için önemli bir belirleyici olmaktadır. Kur riskinden korunmak isteyen ithalat ve ihracatla uğraşan şirketler, dövizle yaptıkları işlemlerin ulusal para karşılıklarını ve gelecekte gerçekleşmesi beklenen değişimleri öngörebilmeye ve ona göre pozisyon almaya çalışmaktadır. Dolayısıyla, döviz kurlarındaki değişimler, söz konusu şirketlerin alacakları kararı ve planladıkları organizasyonun niteliğini etkilemektedir. Özellikle büyük işletmeler, kısa süreli dış finansman gereksinimlerini karşılayabilmek için yurtiçi piyasadan olduğu gibi yurtdışı piyasadan da borçlanma

¹³⁹ Aysu İnel, Nesrin Sungur, "Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği - 1989: III - 1999: IV", **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni 2003/8**, Aralık 2003, ss. 1-6.

yoluna başvurabilmektedir. Uluslararası Fisher Etkisi'nin geçerli olduğu durumlarda uluslararası mali piyasaların etkin işlediği varsayımı altında hangi piyasadan borçlanıldığına bir önemi olmazken, parite koşullarının bozulduğu durumlarda ise maliyet, borçlanılan piyasaya göre değişebilmektedir. Bununla birlikte, olası kur değişimlerinden, yalnızca dış ticaret ve dış finansal faaliyet gerçekleştiren şirketler değil, iç piyasaya yönelik faaliyet gösterenler de etkilenmektedir. Daha önce belirtildiği üzere kur değişimlerinin, genel fiyat hareketlerini etkileyen bir faktör olarak, üretim maliyetleri ve satış fiyatları ile yakın ilişkisi bulunmaktadır. Böylece bir işletmenin finansal karar alıcıları, döviz kuru değişimlerinin etkisini belirlemek ve bu etkilerin kar, net nakit akımları ve piyasa değerini optimize edecek biçimde karar almak durumunda kalmaktadır. Kur riski de, dövize bağlı sözleşmeler ve koruma işlemleri ve riski yüklenmenin fayda ve maliyetleri üzerinden yönetilebilmektedir.¹⁴⁰ Dolayısıyla, mikro ölçekteki karar birimlerini doğrudan etkileyen unsurlarıyla kur değişimlerinin, ekonominin bütününe yansıyan sonuçlar doğurması kaçınılmaz olmaktadır.

Döviz kurlarındaki değişimlerin ve kurlara yönelik tahminlerin kısa süreli finansman ve yatırım kararları üzerindeki etkisi, yalnızca özel işletmeleri değil, kamu kuruluşlarını da ilgilendirmektedir. Nitekim merkez bankaları ve diğer kamu kuruluşları da belli dönemlerde uluslararası para piyasalarından borçlanabilmekte veya fon fazlalarını söz konusu piyasalara yatırabilmektedir. Benzer şekilde hükümetler de dışarıdan borçlanabilmekte veya dış yatırım yapabilmektedir. Döviz kurlarında gerçekleşen veya gerçekleşmesi beklenen değişimler de, söz konusu borçlanma ve yatırım işlemleri için tercih edilecek para cinsinin belirlenmesine ve yine söz konusu para cinsinden büyüklüğüne etki etmektedir.¹⁴¹ Örneğin, massetme yaklaşımından da hareketle bir dış ticaret dengesizliğinin, yatırım ve tasarruflar ile bütçe dengesinin toplamından belirleneceği düşünüldüğünde, bütçe açığı veren tasarruf düzeyi düşük ülkeler, kamu kesimini finanse edebilmek için iç ve dış borçlanma yoluna başvurmak durumunda kalabilmektedir. Dış borçlanma yolunun tercihi durumunda, borcun yapısı (büyüklüğü, vadesi, faizi vb.) da önemli bir faktör olmakla birlikte, borçlanılan para birimi ile ulusal para arasındaki kurların belirleyiciliği artmaktadır. Böylece, kurdaki bir yükselme, büyüme ve enflasyon

¹⁴⁰ Seyidoğlu (2001), ss. 210-213.

¹⁴¹ Seyidoğlu (2001), ss. 152-153.

üzerindeki etkilerinin yanı sıra, borç faizlerinin ulusal para cinsinden artmasına yol açarak, bütçe açığını büyüten bir etki doğurabilmektedir. Özellikle iç tasarruf düzeyi düşük, ödemeler bilançosu açık veren, dolayısıyla finansman kaynakları yetersiz gelişmekte olan ülkelerin bu yöneme sıklıkla başvurmak zorunda kaldığı bilinmektedir.

Döviz kurlarının daha değişken ve daha belirsiz olduğu finansal liberalizasyon koşullarındaki borçlanma, enflasyonu baskılama ve büyümeyi sağlama konusunda kısa vadede işe yarar görünse de, uzun vadeli sonuçları itibariyle ülke ekonomilerini krizlere daha açık ve kırılgan hale getirmektedir. Bu yönüyle ekonomik faaliyetlerin dış borçlanma yoluyla finansmanı, ekonomideki iç ve dış dengesizlikleri erteleme fırsatı sağlamakta, fakat gelecekte birikimli ve daha da ağırlaşmış olarak ortaya çıkmalarını ve derin krizlere yol açmalarını engelleyememektedir.¹⁴²

Bu bölümde yapılan teorik incelemeler çerçevesinde döviz kuru ile ekonomik değişkenler arasında karşılıklı bir etki ve dengelenme mekanizmasının bulunduğu anlaşılmaktadır. Sermaye akımları ile siyasi ve sosyoekonomik faktörlerin de bu etkileşime dâhil olmasıyla birlikte süreç daha karmaşık ve hassas bir nitelik kazanmaktadır. Böylece, döviz kurlarını belirleyen ekonomik faktörlerin yine döviz kurlarındaki değişimlerden etkilendiği, karşılıklılık arz eden bir işleyiş ve belirlenim söz konusu olmaktadır.

Çalışmanın bu bölümünde sunulmaya çalışılan teorik altyapı, Avrupa'nın ekonomik ve parasal bütünleşmesini ve bu bütünleşmenin ürünü olan Euro'yu döviz kuruna yönelik teorik çerçeveye anlamlandırmak ve Euro değerindeki değişimlerin nedenleri ve sonuçlarını ortaya koymak açısından faydalı olacaktır. Bu analizler ayrıca Türkiye'nin AB'ye tam üyeliği ve parasal birliğe katılımına ilişkin önkoşulların ve katılımın olası etkilerinin değerlendirilmesine katkı sağlayacaktır.

¹⁴² Çağlar, s. 151.

İKİNCİ BÖLÜM

AVRUPA'DA PARASAL BÜTÜNLEŞME SÜRECİ VE EURO

Uluslararası parasal ilişkilerin ilkelerini belirleyen Bretton Woods Antlaşması, ABD'nin ekonomik ve dolayısıyla parasal üstünlüğünün bir fonksiyonu olarak ortaya çıkmıştır. Bretton Woods ile belirlenen ilkelerin, IMF ve Dünya Bankası (DB) yürütücülüğünde uluslararası sistemin çerçevesini çizdiği dönemde Avrupa'nın bütünleşme dinamikleri de hızlanmaya başlamıştır. Böylece, Avrupa'da ekonomik bütünleşme adımlarının atıldığı süreç, büyük ölçüde ABD'nin çıkarlarından ve uluslararası üstünlüğünden etkilenmiştir. Dönemin çift kutuplu yapısı ve uluslararası siyasi konjonktür de dikkate alındığında, küresel konularda Avrupa'nın ekonomik ve politik ağırlığının artırılmasına yönelik bir çaba görünümünde başlayan ekonomik bütünleşme, farklı evrelerden geçerek parasal birliğe doğru yol almıştır.¹⁴³ Avrupa Birliği (AB), ortak para birimiyle, yalnızca birlik içi bütünleşme düzeyini geliştirmekle kalmamış, Amerikan Doları'nın mutlak egemenliğiyle şekillenen uluslararası parasal ilişkileri de dönüştürebilecek bir potansiyel yaratmıştır.¹⁴⁴

Çalışmanın bu bölümünde, bir ortak para ve döviz niteliğiyle Euro'yu yaratan bütünleşme süreci ve Euro'yu etkileyerek gerek AB ve Euro Alanı'nda, gerekse küresel ölçekte yansımaları yol açan gelişme ve faktörler incelenecektir. Euro değerindeki değişimler üzerinde küresel finansal krizin ve küresel ölçekteki en etkin değişim aracı olan Dolar'ın belirleyiciliği analiz edilerek, Euro'nun küresel ekonomideki yeri ve etkilerini ortaya koymak mümkün olabilecektir.

2.1. ULUSLARARASI PARASAL BÜTÜNLEŞME KAVRAMI VE SABİT DÖVİZ KURU ALANLARI

1944'te oluşturulan ve ABD'nin kalıcı olacağı varsayılan ekonomik üstünlüğüne bağlı kılınan Bretton Woods Sistemi, bu üstünlüğün zaman içinde

¹⁴³ Guglielmo Carchedi, **Başka Bir Avrupa İçin: Avrupa Ekonomik Bütünleşmesinin Sınıf Tahlili**, Yordam Kitap, İstanbul, 2009, ss. 23-26.

¹⁴⁴ Michel Aglietta, "L'intégration Monétaire et Financière Internationale: Un Défi Pour l'Europe", **Revue Française d'Économie**, Cilt: 2, Sayı: 3, 1987, s. 71.

gerilemesi ve özellikle Vietnam İşgali sonunda ABD'nin dış açık veren bir konuma sürüklenmesiyle kullanım süresini doldurmuş, bununla birlikte bir dönem geçerli olan sermaye birikim paradigması geçerliliğini yitirmiş ve sermayenin küresel çıkarı, döviz kuru sistemlerinin esnekleşmesiyle karakterize olmuştur.¹⁴⁵ Böylelikle, geçmiş yüzyılların sömürgeci güçlerini bünyesinde barındıran Avrupa Kıtası'nın, yeniden biçimlenmiş küresel ilişkilerde tekrar başat konuma gelebilme çabası, ortak para birimi olan Euro'nun oluşturulmasına kadar ilerlemiştir. Uluslararası rekabet perspektifiyle, birlik içi ve birlik dışı ticarete karı maksimize etmeyi hedefleyen ve bu hedefe yönelik tek para birimine geçişi kısmi ve aşamalı bir süreçten sonra başarabilen AB, ABD Doları'nın küresel hegemonyasına karşı koyabilmek için önemli bir silaha sahip olmuştur. Birliğin, parasal bütünleşmeye yönelik bu projesinin niteliğini ortaya koyan nüveler, çalışmanın bu kısmında inceleyeceğimiz parasal bütünleşme kavramında ve parasal bütünleşmeyi konu alan bilimsel çalışmaların sıkça atıfta bulunduğu "Optimum Para Alanı Teorisi" özelinde sabit döviz kuru alanlarında yatmaktadır.

2.1.1. Parasal Bütünleşmenin Tanımı ve Unsurları

Corden'e göre, parasal bütünleşmenin iki temel bileşeni bulunmaktadır. Bu bileşenlerden ilki, birbirleriyle kalıcı olarak sabitlenmiş bir ilişki barındıran döviz kurlarının oluşturduğu alanı ifade eden "döviz kuru birliği" olarak adlandırılabilir. Bu birliğin kapsadığı alanda kurlar sabitken, alan dışı paralarla olan kur değişimlerinde ise birlik içi bir uyum söz konusudur. İkinci temel bileşen ise, ister cari işlemler isterse sermaye işlemleri söz konusu olsun, birlik içerisinde mübadeleler üzerindeki kontrollerinin tamamen ortadan kalktığı süreci ifade eden konvertibilitedir.¹⁴⁶ Para birliğinin sağlıklı işleyebilmesi için birlik içerisinde tam bir konvertibilite kaçınılmaz olmakta, tam konvertibilite mevcut olmadığı takdirde, ortak

¹⁴⁵ Korkut Boratav, "IMF: Dün ve Bugün", **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 34, Sayı: 1, 2016, s. 30.

¹⁴⁶ Warner Max. Corden, "Monetary Integration", **Essays in International Finance No: 93**, International Finance Section, Princeton University, New Jersey, Nisan 1972, https://www.princeton.edu/~ies/IES_Essays/E93.pdf, (28.08.2016), s. 360.

döviz rezervleri fonu ve borç tasfiye sistemi gibi parasal birlikteliğin başlıca mekanizmalarının sorunsuz işleyişi mümkün olamamaktadır.¹⁴⁷

Ülkeler arasındaki karşılıklı bağımlılık ilişkileri, ulusal makroekonomik politikaların birbiriyle uyumunu zorunlu kılan süreçleri de beraberinde getirmektedir. Parasal politikalar söz konusuysen bu uyum, uluslararası parasal işbirliğinin bazı biçimlerini ifade eden yakınlaşmalara varabilmektedir. Ekonomik birlikler açısından bakıldığında, üye ülkeler arasında artan karşılıklı bağımlılık ve parasal politikalarda üst düzey koordinasyon, bir parasal birliğin gerçekleşmesiyle sonuçlanabilmektedir. Bu durum, döviz kurlarındaki dalgalanmaların sınırlandırılması ya da tamamen ortadan kaldırılması; parite oranlarının geri alınamaz şekilde sabitlenmesi; paraların topyekûn ve geri döndürülemez şekilde konvertibilitesi ve üye ülkeler arası sermaye hareketlerinin tam serbestleşmesinin gerçekleştiği koşullarda mümkün olabilmektedir. Bu koşulların başarıyla tamamlanması, katılımcı ülkelerin finansal ve parasal sektörlerinin bütünleşmesi ve ulusal paralarının tam ikame olmasıyla sonuçlanmaktadır. Ortak para birimini piyasaya sürerek ortak para politikasını yönetecek bir merkez bankasının kurulması ise, parasal bütünleşmenin olağan sonucunu ifade etmektedir.¹⁴⁸

Ekonomik birliğin içerisinde optimum kaynak dağılımının sağlanması için parasal bütünleşme bir önkoşuldur. Birlik üyelerinin mal, hizmet ve üretim faktörleri piyasalarının ileri düzeyde bütünleşmesi, karşılıklı ekonomik bağımlılığı artırarak parasal bütünleşmeyi neredeyse kaçınılmaz bir hale getirmektedir. Genişleyen piyasada sermaye kontrollerinin kaldırılması ve finansal sektördeki rekabetin artmasıyla, tasarruf ve yatırımların dağılımı düzelmekte, tasarrufların getirisi yükselmekte, faiz oranları düşmekte, şirketler için sermaye maliyetleri azalmakta ve risklere karşı daha sağlam korunma fırsatları yaratılmaktadır. Fakat tüm bu süreçlerle birlikte, parasal birliğe katılan bir ülke, ekonomi politikalarında bağımsızlığını terk ederek doğal egemenlik haklarının bir kısmından feragat etmiş olmaktadır. Öte yandan, birliğe üye olan ulusal ekonomilerde ticaret ve faktör hareketliliği giderek daha açık ve birbirine bağımlı bir hale geldikçe, iki özgün sorun ortaya çıkabilmektedir. Birincisi, kendi ekonomik faaliyetlerini sürdürmek adına üye

¹⁴⁷ Rıdvan Karluk, **Avrupa Birliği ve Türkiye**, Beta Basım, İstanbul, 2003, s. 360.

¹⁴⁸ Theo Hitiris, **European Union Economics**, Prentice Hall, Londra, 1998, s. 140.

devletlerden biri tarafından alınan parasal ve mali tedbirler, yayılma etkisiyle (spillover effect) diğer üye ülkeleri etkileyebilmektedir. İkincisi, üye ülkenin, bir kısmı parasal birliğe dâhil olduktan sonra ortaya çıkan ülkeye özgü ekonomik sorunlarla baş edebilme olasılığı, ulusal ekonominin geleneksel enstrümanlarından feragat edilmesinden ötürü giderek zorlaşabilmektedir. Böylece, döviz kurlarını sabitleyerek ekonomik bir birlik oluşturan ülkeler, tutarlı parasal politikalar izleyebilmenin, üye ülkeler arasında da uyumu gerektiren diğer bazı politikaların (vergilendirme ve harcama politikaları gibi mali politikaların) kullanımında kısıtlamaları gerektirdiği gerçeğiyle yüzleşmektedir. Özetle parasal bütünleşme, faydalarının yanında belli maliyetleri de beraberinde getirmektedir. Dolayısıyla ekonomik bir birlik oluşturan parasal bütünleşmenin mantığı, ortak para biriminin fayda ve maliyetlerinin karşılaştırılmasında yatmaktadır.¹⁴⁹

Parasal birliğe katılmanın sağladığı fayda ve getirdiği maliyetlerin, ulusal ekonomiler üzerinde yaratacağı etkiler çeşitlidir. Herhangi bir ülkenin ulusal parasını terk ederek ulusal para politikasından ve araçlarından vazgeçmesi, paranın fiyatında devalüasyon ve revalüasyon yoluyla düzenlemeler yapabilme ve dolaşımdaki para miktarını belirleyebilme olanağından feragat etmesi anlamına gelmektedir.¹⁵⁰ Böylece, uluslararası bir otoriteye devredilen yetkiler ve politikalar sonucu bütünleşme öncesi dönemin koşulları da değişmektedir. Bu değişimin beraberinde getirdiği fayda ve maliyetler aşağıdaki gibi özetlenebilir:¹⁵¹

- Parasal birlikte döviz kurlarının sabitlenmesi, kurlara ilişkin istikrarsızlık ve belirsizliği ortadan kaldırmaktadır. Böylece, birlik içinde sermayenin serbest dolaşımı sağlanmakta ve mali bütünleşme kolaylaşmaktadır. Sermaye hareketleri üzerindeki engellerin kalkması ve sermaye piyasalarında bütünleşmenin sağlanması da bir dizi avantaja yol açmaktadır. Öncelikle, dolaysız sermaye akımlarının serbestleşmesi kaynak dağılımında etkinliği artırmaktadır. Finansal bütünleşme ise piyasanın etken büyüklüğünü artırmakta, finansal aracılıktan doğan maliyetlerin ve

¹⁴⁹ Hitiris, ss. 140-141.

¹⁵⁰ Başak Tanınmış Yücememiş, **Parasal Birlik, Avrupa Merkez Bankası ve Türkiye'ye Yansımaları**, Derin yayınları, İstanbul, 2005, s. 26.

¹⁵¹ Ali M. El-Agraa, **The European Union Economics and Politics**, 8. Baskı, Cambridge University Press, 2007, ss. 196-202; Rıdvan Karluk, **Avrupa Birliği ve Türkiye**, Beta Basım, İstanbul, 2003, ss. 361-362; Utku Utkulu, "Avrupa Parasal Birliği, Optimum Para Sahası ve Türkiye", **Türkiye-Avrupa Birliği İlişkileri Üzerine Ekonomi-Politik Tezler**, (Ed. İrfan Kalaycı), Beta Basım, İstanbul, 2005, ss. 228-230; Yücememiş, ss. 26-53.

tasarrufların yatırımlara dönüşüm maliyetlerinin azalmasına yol açmaktadır. Finansal bütünleşmeyle oluşan büyük piyasanın, ödünç alan ve veren ekonomik birimlere sunduğu olanaklarla piyasalar derinleşmekte ve ölçek ekonomileri yoluyla kaynak dağılımındaki etkinlik artmaktadır.

- Parasal birlik, kurlardaki belirsizliği ortadan kaldırmaktadır. Böylece yatırımlar ve ticaret üzerindeki olumsuz etkiler de azalmaktadır. Gelecekteki döviz kuru değişmelerine yönelik belirsizliğin yol açtığı riskler ortadan kalkınca, ekonomik hayatın canlanması ve ülkelerin refah düzeyinin yükselmesi söz konusu olabilmektedir. Tek paranın kabul edilmesiyle de birlik üyelerinin döviz kurlarındaki değişimleri izleme zorunluluğu ortadan kalkmakta, döviz kurlarından kaynaklı güvensizlik ortamı son bulmaktadır. Böylece, ekonomik birimlerin uzun vadeli planlamalar yapması kolaylaşmakta, yaratılan güven ortamıyla da ticaret artabilmekte ve bütünleşme derinlik kazanabilmektedir. Sermaye hareketleri artarken, refah düzeyi de yükselabilmektedir. Ayrıca parasal birlik, sermayenin dağılımını yarıltan spekülasyonu ortadan kaldırarak, bölüşümün iyileşmesine katkı sunabilmektedir. Böylece, spekülasyonun döviz kurları üzerindeki kaynak dağılımını bozucu etkileri önlenmiş olmaktadır.

- Parasal birlik sonucunda, döviz rezervlerinin kullanımında tasarruf sağlanabilmekte ve rezerv bulundurma gereği azaltılabilmektedir. Birliğe katılan ülkelerin rezervlerinin ortak bir fonda toplanması, gerekli hallerde, üyelerin tek başına ihtiyaç duyacağı rezervlerden daha azını bulundurabilmesine olanak tanımaktadır. Örneğin, üyelerden birinin karşılaşıacağı bir dış dengesizlik, ortak rezerv yoluyla ortadan kaldırılabilir. Böylece, her bir üye ülkenin karşılayabileceğinden daha büyük miktarda dış açıklar finanse edilebilmektedir.

- Parasal birlik sayesinde, işlem maliyetlerinden tasarruf sağlanabilmektedir. Tek bir para birimi söz konusu olduğunda, paranın mal ve hizmet mübadelelerinde önemli bir fonksiyonu olan enformasyon maliyeti azalmaktadır. Tek paranın geçerli olması, paranın değişim aracı, hesap birimi ve tasarruf aracı olma fonksiyonlarının daha sağlıklı şekilde yerine getirilmesine ve bütün bu işlemlerden tasarruf sağlanmasına fırsat tanımaktadır.

- Tek para birimine geçişle, paranın fonksiyonlarını daha iyi yerine getirmesi sağlanırken, görelî fiyatların saydamlığı da artmaktadır. Bunun sonucunda piyasalarda şeffaflık ve rekabetin artması için daha uygun koşullar oluşmaktadır.

- Parasal birliğin getirdiği potansiyel faydalardan birisi de, tek merkez bankasının yürüttüğü ortak para politikası sayesinde fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Tüm olumlu yansımalarıyla birlikte parasal birlikte oluşan güven ortamı ve azalan belirsizliklere ek olarak fiyat istikrarının da sağlanmasıyla, kamu borçlanmasında risk primi düşmekte ve faizler aşağı çekilerek yatırım ve üretim kararları üzerinde olumlu etkiler yaratılabilmektedir. Böylece, ekonomik istikrar ve istikrarlı büyüme teşvik edilmiş olmaktadır. Eğer ekonomide bir fiyat istikrarsızlığı söz konusuysa paranın para olma niteliği ortadan kalkmakta, istikrarlı büyüme engellenmekte, bu durum ise sermaye kaçışlarına yol açabilmektedir. Parasal birliğin oluşturduğu ekonomik ortam ise, küresel ortamdaki görece riskli ve istikrarsız ekonomiler de dikkate alındığında, sıcak paranın sığınabileceği istikrarlı bir liman görüntüsü verebilmektedir.

- Parasal birlikle oluşturulan ekonomik güç bloğu, uluslararası ekonomik platformlarda avantaj sağlayarak, büyük bir grubun temsilinin olası anlaşmazlıklarda ağırlığını hissettirebilmesini ve önemli ekonomik ve politik kazanımlar elde edebilmesini kolaylaştırabilmektedir.

- Parasal birliğin olumsuz etkileri ise, sabit kur sisteminden kaynaklanan maliyetlerle koşturucu çizgide ele alınabilmektedir. Döviz kurlarının sabitlenmesi veya tek paraya geçişle oluşan yeni süreç, ulusal otoritelerin bağımsız para ve döviz kuru politikaları izlemesini olanaksız kılmaktadır. Örneğin, bir dış şokla karşılaşıldığında, bağımsız kur politikalarıyla iç ve dış ekonomik dengeyi sağlayacak tedbirlerin alınabilmesi mümkün olmamaktadır. Ortak para politikası açısından bakıldığında da benzer bir durum ortaya çıkmaktadır. Her bir üye ülkenin kendine özgü ekonomik koşullarından ötürü, aynı anda hepsinin ihtiyaçlarını karşılayabilecek parasal tedbirlerinin alınabilmesi mümkün olamamaktadır. Belli bir ülkenin koşullarına göre alınacak tedbirler, bazı üye ülkeleri olması gerekenden daha yüksek işsizlik oranlarına katlanmak zorunda bırakabilmektedir. Bu durum, optimum kaynak dağılımından uzaklaşılmasına yol açabilmektedir. Böylece, ulusal hükümetlerin alabileceği tedbirler, gelir ve harcama politikaları çerçevesinde gerçekleşmektedir.

Olası bir asimetrik talep şoku ile karşılaşan ulusal ekonomilerin elinde, gelir ve harcama politikaları dışında iki önemli araç kalmaktadır. Bunlardan ilki, ücretlerin ve fiyatların esnekliği; ikincisi ise üretim faktörlerinin (özellikle işgücünün) hareketliliğidir. Bunun yanında, uygulanan politikaların birlik düzeyindeki koordinasyonu bu olumsuzlukların hafifletilmesi mümkün olabilmektedir.

- Parasal birliğe üye ülkelerin optimum enflasyon/işsizlik değiş tokuş oranlarının birbirinden farklı olması da ortak para politikasının sorun yaratmasına yol açabilmektedir. Bu durum, üye ülkeler arası fiyat düzeyi farklarının azaltılmasının bir maliyeti olacağı anlamına gelmekte, örneğin, ortak parasal tedbirler yoluyla daha düşük enflasyon düzeylerine geçilmesi, bazı ülkelerde katlanılması gerekenden daha fazla istihdam kaybına neden olabilmektedir.

- Parasal birliğin oluşturulması, sermayenin belli merkezlerde yoğunlaşmasına yol açabilmekte, bu da bölgesel dengesizlikleri artırıcı etkiler doğurabilmektedir. Söz konusu dengesizlikleri engelleyebilmek için ortak bölgesel ve yapısal politikaların oluşturulması kaçınılmaz olmaktadır.

- Parasal birlik, özellikle güçlü üye ekonomiler açısından, katlanılması gereken ortak maliyetler nedeniyle, kaynak transferleri ve ekstra maliyet anlamına gelebilmektedir.

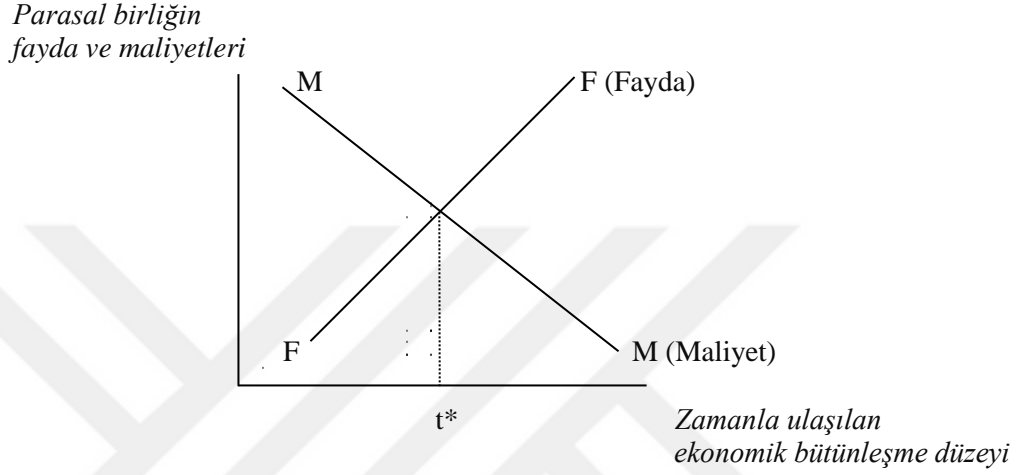
- Tek para uygulamasına geçilmesiyle birlikte oluşabilecek bir maliyet de birlik ülkelerinin senyoraj kayıplarıdır. Ancak, senyorajın enflasyon vergisi olarak kaybı, ulusal hükümetleri popülist finansal uygulamalardan uzak tutacak bir faktör işlevi görebilmektedir.

Krugman, parasal birliğin yukarıda açıkladığımız fayda ve maliyetlerini analiz ederken, bütünleşme düzeyine koşut bir artma ve azalma eğilimini sistematize etmiş ve sabit bir döviz kuru alanına üye bir ülke açısından parasal etkinliğin getirdiği faydalar ile ekonomik maliyetler arasındaki denge sürecini ortaya koymuştur. Buna göre, Şekil 2'deki FF-MM diyagramında, FF doğrusu faydaları, MM doğrusu ise maliyetleri GSYİH'ye oranları bakımından yatay ve dikey eksenler üzerinden ifade etmektedir.¹⁵² Diyagramda görüldüğü gibi, bir üye ülkenin sabit bir döviz kuru alanıyla bütünleşme düzeyi, fayda ve maliyet arasındaki dengeyi koşullandırmaktadır. Ekonomik bütünleşmenin kritik düzeyi (t^*) aşması, söz konusu

¹⁵² El-Agraa, s. 206.

parasal bütünleşmeden elde edilen faydaların (örneğin birlik içi ticaretteki artışın) bütünleşmeden kaynaklanan maliyetleri (örneğin bir dış şokla karşılaşıldığında iç ve dış ekonomik dengeyi sağlayacak bağımsız döviz kuru politikalarından feragat edilmesiyle oluşan maliyetleri) aştığını ortaya koymaktadır.¹⁵³

Şekil 2: Krugman Diyagramı: Parasal Birlikte Fayda ve Maliyet



Kaynak: El Agra, s. 206.

Bir parasal birlikte, bütünleşmenin ulaştığı düzey ve dolayısıyla fayda ve maliyetlerin artma ve azalma eğilimleri, üye ülkeler arasındaki ekonomik yakınsamanın boyutuyla belirgin hale gelmektedir. Böylece, ulusal maliye politikalarının yakınsaması ve ortak parasal politikalarla eşgüdümlü hale gelmesi, parasal birliğin etkin işleyişi için önemli bir faktör olmaktadır. Örneğin, parasal birliğe üye ülkelerin, diledikleri gibi kamu açıkları vermeye devam etmeleri ve söz konusu açıkları yüksek faiz oranlarından borçlanarak finanse etmeye çalışmaları, ortak parasal politikaları sekteye uğratmakta ve parasal birliğin işleyişine olumsuz etki eden sonuçlar doğurmaktadır. Dolayısıyla, üye ülkeler arasında mali uyumun sağlanması ve ulusal bütçe açıklarının denetimi, kısacası parasal birlik çerçevesindeki mali yakınsamanın düzeyi, parasal birliğin istikrarında belirleyici bir faktör olmaktadır.¹⁵⁴ Çalışmanın ilerleyen kısımlarında tek paraya geçmiş bir parasal

¹⁵³ Horst Löchel, "The EMU and the Theory of Optimum Currency Areas", **Frankfurt School - Working Paper Series: 10**, 1998,

<https://www.econstor.eu/bitstream/10419/27831/1/573334579.PDF>, (22.09.2016), ss. 18-22.

¹⁵⁴ Oktar Türel, "Avrupa Birliği'nde Ekonomik ve Parasal Birlik Süreci: Geçmiş ve Gelecek", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Cilt: 40, Sayı: 2, 2013, s. 397.

birlik örneği olan Euro Alanı incelenirken, mali yakınsamanın önemi ve bu bağlamda yaşanan sorunlar ile bunların pratikte yol açtığı kısıtlar somut biçimde ortaya konulmaktadır.

2.1.2. Optimum Para Alanları ve Parasal Birlik

Optimum Para Alanı (OPA), birden fazla para biriminin birbirlerine geri dönülmez biçimde sabitlenmesiyle oluşturulan optimum coğrafi alanı ifade etmektedir. Söz konusu alan içerisinde, oluşturulan tek para birimi veya birbirlerine kalıcı olarak sabitlenmiş para birimleri -ortaklaşa olarak- alan dışındaki para birimleri karşısında dalgalanmaktadır. OPA'nın sınırları, sabit döviz kuru alanına katılmayı seçen ülkelerin coğrafyasıyla belirlenmektedir. OPA'daki "optimum" terimi, fiyat ve ücret esnekliği, emek dâhil olmak üzere üretim faktörlerinin hareketliliği, finansal piyasaların bütünleşmesi, ekonomik açıklık derecesi, üretim ve tüketimde çeşitlilik, enflasyon oranlarında yakınlık, mali bütünleşme ve politik bütünleşme bağlamında değerlendirilmektedir.¹⁵⁵ OPA kavramı, bir parasal birliğin getireceği söz konusu fayda ve maliyetleri sistematik olarak analiz edebilmek için geliştirilmiştir. 1960'larda Mundell'in ortaya koyduğu yaklaşım, optimum düzeydeki bir para alanının başlıca niteliğini faktör hareketliliği olarak belirlemektedir.¹⁵⁶

Hitiris'e göre, politik bütünleşmeye yönelik eğilim güçlü olsa bile, parasal bütünleşme gerekli koşullar oluşmadığı sürece kurulamamaktadır. Parasal bütünleşmenin ağır bir yük oluşturmadan belli faydalar üretebilmesi için belli koşulların sağlanması gerekmektedir. Parasal bütünleşme yolunda koşulların olgunlaşmasını beklemeden yapılacak vakitsiz girişimler, mevcut durumdaki ekonomik bütünleşme sürecini de akamete uğratarak siyasi birlik hedefini engelleyen sonuçlar doğurabilmektedir. Daha önce değinildiği üzere, parasal bütünleşmeye yönelik fayda ve maliyetlerin analizi, faydayı maksimize eden etkin bir bütünleşmeyi mümkün kılacak koşulların tanımlanmasına önayak olmaktadır. Bu koşullar çerçevesinde oluşturulan parasal bütünleşme pratiğini ise OPA temsil etmektedir.

¹⁵⁵ Francesco Paolo Mongelli, "European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory", **European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs: Economic Papers 302**, Şubat 2008, ss. 2-3.

¹⁵⁶ Ingham, ss. 232-233.

Söz konusu optimum parasal bütünleşmenin gerçekleştirilmesine yönelik kriterleri belirleyen OPA teorisi, parasal özerkliğinden feragat ederek, refah artırıcı bir parasal birlik oluşturabilen ülkelerin ya da bölgelerin niteliklerini ortaya koymaktadır. Bir OPA, iç dengeyi sağlayan makroekonomik hedefleri (düşük enflasyon ve düşük işsizlik oranları) ve dış dengeyi (sürdürülebilir ödemeler dengesi durumu) gerçekleştirebilen katılımcı ülkeler bağlamında tanımlanmaktadır. Sabit bir döviz kuru alanı oluşturan parasal bütünleşmeyle birlikte, OPA'ya üye ülkeler, iç ve dış dengenin sağlanması ve sürdürülmesi konusunda, döviz kuru değişmelerini dışarıda bırakan bir karakteristiğe sahip olmaktadır.¹⁵⁷

OPA'nın teorik ve pratik olarak varsaydığı koşulların başında, tam istihdamın sağlanması ve enflasyondan kaçınılması gelmektedir. Nitekim OPA üzerine ilk literatür, Phillips Eğrisi'ndeki gibi, enflasyon ile istihdam arasında uzun dönemde istikrarlı bir değiş tokuş ilişkisi olduğunu öne sürmektedir. Her ülke, kendi istihdam-enflasyon kombinasyonunu kendi ekonomik koşullarını gözeterek özgürce seçebilmekte, döviz kurlarını ise rekabet gücünü sürdürebilecek şekilde ayarlayabilmektedir. Ancak bir ülke, döviz kurunu bir parasal birlik içerisinde sabitlerse, artık dilediği istihdam ve enflasyon etkileşimini gözeterek oluşturacağı para politikalarını kullanabilme olasılığı ortadan kalkmaktadır. Böylece, parasal birliğe üye ülkeler, kendi tercih noktalarından uzak ortak bir istihdam-enflasyon kombinasyonunu tercih etmek durumunda kalabilmekte ve hedeflediklerinden daha yüksek enflasyon veya işsizlik oranlarıyla yüzleşebilmektedir. Bu da göstermektedir ki, uzun dönem parasal istikrara sahip, enflasyon-istihdam konusunda öncelikleri aynı olan ve benzer ekonomik hedefler izleyen ülkeler tarafından gerçekleştirilmiş parasal birliğin başarı olasılığı daha fazla olmaktadır.¹⁵⁸

Uygulamada ise, çoğu zaman, enflasyon-istihdam etkileşimi istikrarlı gelişmemekte ve uzun dönemde işsizlik, enflasyondan bağımsız olarak, Friedman'ın belirttiği "doğal oran"a eğilim göstermektedir. İşsizlik oranını düşürmek, enflasyon oranı artırılarak mümkün olamayacağı için, parasal bağımsızlığın kalan tek faydası, diğer ülkelerden farklı bir enflasyon oranı seçebilme özgürlüğü olmaktadır. Bu nedenle, düşük enflasyonlu parasal birliğe katılan yüksek enflasyona sahip bir ülke, uzun dönemde enflasyonu düşürme taahhüdüne sadık kalabildiği takdirde, katlandığı

¹⁵⁷ Hitiris, ss. 143-144.

¹⁵⁸ Hitiris, s. 144.

maliyetten daha fazla fayda elde edebilmektedir. Bununla birlikte söz konusu ülkenin, kısa dönemde, düşük rekabet gücünden kaynaklanan ve ekonomik durgunluk ve işsizliğe yol açabilen geçici maliyetlere hazır olması gerekmektedir. Parasal birliğe üye olan görece az gelişmiş bir mali sisteme sahip (kamu harcamalarını senyoraj, diğer bir deyişle enflasyon vergisi yoluyla finanse edebilen) ülkeler ise, ortak (düşük) enflasyon oranını kabul etmek zorunda kalarak, kamu harcamalarını kıstak veya bütçe açıklarının artmasına göz yummak gibi seçeneklerle yüzleşebilmektedir.¹⁵⁹ Bununla birlikte, parasal birliğin pratikte yol açtığı bu maliyetleri azaltmak için katılımcı ülkelerin, döviz kurlarının kalıcı olarak sabitlendiği parasal alanı oluşturmadan önce, ekonomilerinin niteliğini belirleyen söz konusu ulusal oranların yakınsamasını sağlamış olmaları, oluşturulacak birliğin istikrarı için önemli bir altyapı oluşturmaktadır.¹⁶⁰

Bretton Woods Sistemi'nin çöküşü ve uluslararası petrol kriziyle birlikte OPA'ya yönelik çalışmaların kapsamı da genişlemiştir. Yukarıda özetlenen erken dönem analizleri kendilerine hareket noktası olarak almakla birlikte, yeni analizler, katılımcı ülkeler açısından benzerliklerin ve karşılıklı bağımlılığın doğasına odaklanmaktadır. Böylece OPA, Mundell'in de ifade ettiği gibi, olası şoklardan (dışsal çalkantılardan) simetrik bir biçimde etkilenen bölgeler (devletler) kuşağı olarak, sermaye ve emeğin tam hareketli olduğu bir alanı ifade etmektedir. Simetrik şoklar, her üye ülkeyi aynı şekilde etkilemekte ve bu sayede bölgeler arasındaki görece fiyatlar bozulmamakta ve döviz kurları da sabit kalabilmektedir. Bir asimetric şok durumunda ise, faktör hareketliliği sayesinde bölgeler arası dengesizlik giderilebilmektedir. Eğer bu koşullar mevcutsa, bölgeler arasındaki sabit döviz kuru (tamamlanmamış parasal birlik) ve nihayetindeki ortak para (tam parasal birlik), üye ülkelerin para politikalarında bağımsızlıklarını yitirmiş olmalarından kaynaklanan herhangi bir maliyet söz konusu olmadan işlemeye başlayabileceği gibi, döviz piyasasındaki istikrardan ve düşük işlem maliyetlerinden de fayda sağlanabilmektedir.¹⁶¹

¹⁵⁹ Hitiris, s. 144.

¹⁶⁰ Willem Molle, **The Economics of European Integration (Theory, Practice, Policy)**, Dartmouth Publishing Company, 1990, s. 161.

¹⁶¹ Hitiris, ss. 146-147.

OPA Teorisi'ni tam anlamıyla değerlendirebilmek için, ortaya çıktığı dönemdeki uluslararası finansal koşulları da göz önünde bulundurmak gerekmektedir. Teorinin gün yüzüne çıktığı 1960'lı yılların başında, Bretton Woods Sistemi'nin sabit (fakat ayarlanabilir) döviz kuru sisteminin geçerli olduğu görülmektedir. Birçok ülkede sermaye kontrollerinin sürdüğü söz konusu yıllarda, Avrupa bütünleşme süreci de henüz başlamaktadır. OPA üzerine yapılan araştırmaların ortaya koyduğu öncelikler de, bu dönemin özelliklerini taşımaktadır. 1960'lar, bir yandan sabit döviz kuru sistemleri ile esnek döviz kuru sistemlerinin karşılaştırılmasıyla ortaya çıkan tartışmaların arttığı, diğer yandan ABD ekonomisi ile Avrupa ekonomilerinin kendine özgü niteliklerinin kıyaslandığı bir dönemi ifade etmektedir.¹⁶² Dolayısıyla, OPA Teorisi'nin ilk ortaya konulduğu dönem, finansal ilişkilerin küresel dinamiklerin etkisi altına giderek daha çok girdiği -Bretton Woods Sistemi'nin çöküşü sonrasındaki- dönemin koşullarından farklı nitelikler arz etmektedir.

1973 yılında gerçekleşen petrol şokuna kadar, parasal birlik üyesi ülkeler arasındaki enflasyon farkları konusuna da çok ciddi bir önem atfedilmediği görülmektedir. Ancak, enflasyon farklılıklarının reel kurlar üzerine baskı oluşturarak birlik üyelerinin ödemeler bilançosunda kayda değer farklılıklara yol açtığı fark edilmesi üzerine, enflasyon farklılıkları daha çok dikkate alınmaya başlanmıştır. Dışa açıklık derecesi, üretim çeşitliliği ve birlik üyelerinin tüketim eğilimlerinin benzerliği gibi ölçütler, üretim ve emek piyasaları üzerindeki dolaylı etkileri bakımından ön plana çıkan faktörler olarak değerlendirilmiştir.¹⁶³

1973'te OPA'ya katkı olarak Mundell, uluslararası risk paylaşımına yönelik sınır ötesi varlık tutmayla şekillenen finansal bütünleşmeyi tartışmaya açtığında, Bretton Woods Sistemi'nin sonu gelmiş, yıllarca Dolar'a endekli olan ulusal para birimleri için yeni arayışlar çoktan başlamıştır. Böylece, OPA'yı finansal ilişkilerin küreselleştiği dönemin koşullarına uyarlayan çalışmalar, bir yandan döviz kurlarında esnekliğin yaygınlaştığı ve diğer yandan Avrupa ve Doğu Asya başta olmak üzere bölgesel bütünleşmelerle şekillenen sabit döviz kuru alanlarının nihai hedef olarak

¹⁶² Mongelli, s. 2.

¹⁶³ Baki Demirel, **Optimal Para Alanları Kuramı ve Türkiye'nin AB Para Sistemine Katılım Durumunun Analizi**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2011, s. 93.

belirlendiği süreçte de devam etmiştir. Nitekim 2004 yılında McKinnon, Mundell'in finansal bütünleşme çıkarımlarını analiz ederek, tek para birimine geçen ülkelerin, gelir kaynaklarını çeşitlendirme yoluyla asimetrik şokların etkilerini azaltabileceğini savunmuştur. McKinnon, diğer ülkelerden çeşitli varlıklar tutarak oluşturulan bir nevi gelir sigortası niteliğindeki önlemlerin geçici veya sürekli şoklar karşısındaki koruyucu etkisine vurgu yapmış ve gelir dalgalanmalarına karşı ülke sakinlerinin uluslararası piyasalardan varlık alım-satımı ve kredi işlemleri yoluyla varlık portföylerini düzenleyebileceklerini öne sürmüştür. Finansal piyasaların bütünleşmesine vurgu yapan araştırmalara benzer şekilde, mali bütünleşme, siyasi bütünleşme ve ekonomik açıklık derecesi gibi kavramlar da OPA'ya yönelik yakın dönem çalışmaların merkezinde yer almıştır.¹⁶⁴

OPA'yı, çalışmanın ilerleyen kısımlarında inceleyeceğimiz Avrupa parasal bütünleşmesi temelinde ele alan Krugman ise, tek para biriminin geçerli olduğu Euro Alanı örneğinden hareket etmiştir. Euro'yla birlikte ortak paraya geçişin gerçekleşmesiyle, Avrupa'nın merkez ülkelerinden çevre ülkelerine doğru yoğun bir sermaye hareketi kaydedilmiştir. Bu süreç, çevre ekonomilerde ani yükselişler yaratmış ve daha sonra merkeze de taşınacak olan yüksek enflasyon oranlarına yol açmıştır. Krugman'a göre burada dikkat çekici olan unsur, 1990'lı yıllarda Avrupa'da sermaye hareketlerine yönelik kontroller ortadan kaldırılmasına rağmen, sermayenin hareketliliği ve dolayısıyla cari işlem dengesizlikleri sınırlı düzeyde gerçekleşirken; tek paraya geçiş sonrasında artan sermaye hareketliliği ekonomik koşulları optimize etmek bir yana, daha da istikrarsız hale getirmiştir. Böylece, Euro Alanı ile parasal sınırların ortadan kaldırılışı, ülkeleri yönetmekte güçlük çektikleri daha çok sayıda asimetrik şokla yüz yüze getirmiştir. Bu süreç, özellikle yüksek enflasyonla mücadele etmek için açık piyasa işlemlerine başvurması gereken fakat ortak paraya geçişle kendi parasal politikalarından feragat ederek bu fırsatı elinden kaçıran çevre ülkelerinde daha derin etkilere yol açmıştır. Buna rağmen, Krugman'a göre, her ne kadar optimum bir alan olarak değerlendirilmese de Avrupa'da bir

¹⁶⁴ Mongelli, s. 2-4; Ronald I. McKinnon, "Optimum Currency Areas and Key Currencies: Mundell I versus Mundell II", **Journal of Common Market Studies**, Cilt: 42, Sayı: 4, 2004, ss. 689-715.

Ekonomik ve Parasal Birlik (EPB) alanının varlığı, OPA'yı kapsamlı bir teorik yaklaşım olarak tescillemiştir.¹⁶⁵

Frankel ve Rose'a göre, OPA'ya yönelik tüm araştırmaların odaklandığı dört ortak düzlem bulunmaktadır. Buna göre, -bu çalışmanın ilerleyen kısımlarında Avrupa bütünleşmesi özelinde de yeri geldikçe örnekleneceği üzere- ticaret hacmi, şokların ve iş çevrimlerinin benzerliği, işgücü hareketliliğinin derecesi ve mali transferler kanalıyla risk paylaşım sistemi olmak üzere dört bağlantı unsuru üyeler arasında ne kadar gelişkin ise, ortak para da o derece sağlıklı sonuçlar doğuracaktır.¹⁶⁶ Sonuç olarak, bir sabit döviz kuru sistemi olan ortak para uygulamasından sağlanacak faydalar ile iç ve dış ekonomik dengesizliklerin giderilmesi için katlanılması gereken dengeleme maliyetlerini inceleyen ve tek paranın iç ve dış denge açısından en iyi sonucu vereceği bölge ya da ülkelerin niteliğini araştıran OPA teorisi, 1950'lerde Avrupa'da başlayan bütünleşme girişimlerinde de önemli bir rol oynamış, Avrupa'da parasal bütünleşme pratiği için teorik bir çerçeve sunmuştur. Nitekim Avrupa'da ekonomik ve parasal birlik oluşturma yolunda atılan adımlar OPA teorisini test etmeye yönelik bilimsel çalışmalar için itici bir güç yaratmış ve Avrupa parasal bütünleşmesi ile OPA teorisi sürekli etkileşim içinde olmuştur.¹⁶⁷

2.2. AVRUPA BİRLİĞİ'NDE EKONOMİK VE PARASAL BİRLİK

1957 yılında AET kurulurken temel hedef, içerisinde üretim faktörlerinin serbestçe dolaşabildiği bir ortak pazar oluşturarak, gümrük birliğini de aşacak olan ekonomik bütünleşmeyi gerçekleştirebilmek olmuştur. Böylece, o dönemin bütünleşme eğilimi her ne kadar parasal birlik hedefini merkeze almamış olsa da parasal bütünleşmeyi konu alan politik çalışmalar ve teorik yaklaşımlar devam etmiştir. 1961 yılında Mundell, ekonomik bütünleşmeyi hedefleyen ülkeler açısından

¹⁶⁵ Paul Krugman, "Revenge of the Optimum Currency Area", **NBER Macroeconomics Annual 2012 Volume 27**, (Ed. Daron Acemoglu, Jonathan Parker ve Michael Woodford), University of Chicago Press, 2013, ss. 439-448.

¹⁶⁶ Jeffrey A. Frankel ve Andrew K. Rose, "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria", **National Bureau of Economic Research Working Paper Series No: 5700**, 1996, <http://www.nber.org/papers/w5700.pdf>, (10.09.2016), s. 3.

¹⁶⁷ İtir Özer, **Ekonomik ve Parasal Birlik ve Türkiye'nin Uyumunu**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2007, ss. 130-131.

optimum parasal alanların niteliklerini analiz ederken, ortak para birimi bulunmayan sabit kur alanları karşısında ortak paraya sahip parasal birliklerin avantajlı olup olmadığı sorusuna dikkati çekmiş¹⁶⁸ ve yıllar sonra EPB’de somutlaşacak olan ortak para uygulamalarının, ortak pazarın istikrarlı ve dinamik biçimde sürdürülebilmesinin koşullarını yaratabileceğini öne sürmüştür. Bu bağlamda EPB’nin tarihsel gelişimi ve unsurları çalışmamızın bu kısmında incelenmektedir.

2.2.1. Ekonomik ve Parasal Birliğin Tarihsel Gelişimi

Harari’ye göre para olgusunun arka planındaki iki temel kavram, evrensel konvertibilite ve evrensel güven ilkesidir. Bu ilkeler, tarih boyunca yabancı kültürlerin ticarete ve sanayide birbirleriyle etkin bir işbirliği içinde olabilmelerini sağlayan ve karşılıklı çıkarlar arasında köprü kurarak, geleneksel ilişkileri ve değerleri dönüşüme uğratan, bunları piyasanın, yani arz ve talebin maddi gerçekliğine çeken bir gücü barındırmıştır. Böylece, farklı değerler bütününe yönelik güven, yerini parasal mekanizmalara karşı geliştirilen güven unsuruna bırakmıştır.¹⁶⁹ Parasal mekanizmaların çerçevesini çizen ve evrensel kurallarını belirleyen sistemler ise, tarih boyunca, finansal ilişkilerin değişen koşullarına ve bulunduğu dönemin hiyerarşik kalıplarına göre şekillenmiştir.

Bretton Woods Antlaşması’yla oluşturulan para sistemi de, sermayenin uluslararası hareketliliğinin daha dinamik olması ve 1970’lerin petrol şoklarının gelişmiş ülkeleri sarması sonucunda sürdürülemez olduğunda, Rodrik’in ifadesiyle tipik anlamdaki küreselleşmeyi aşan (hiper küreselleşme) ve ulus devletleri sonlandırarak eski hiyerarşileri aşındıran küresel bir çağa uygun finansal yapının kurulması zorunlu bir hal almıştır. Böylece, 1980’ler ve 1990’larda, çok daha ileri seviyede ekonomik liberalleşme ve derin bütünleşme gündemi oluşturulmuştur. Ticaret anlaşmaları, ithalat kısıtlamaları konusundaki geleneksel bakış açısının ötesine geçerek yerel politikaları aşmış; uluslararası sermaye piyasaları üzerindeki kontroller kaldırılmış ve gelişmekte olan ülkeler, piyasalarını yabancı ticaret ve

¹⁶⁸ Robert A. Mundell, “A Theory of Optimum Currency Areas”, **The American Economic Review**, Cilt: 51, Sayı: 4, 1961, <https://people.ucsc.edu/~hutch/Econ241a/Articles/Mundell.pdf>, (30.08.2016), s. 657.

¹⁶⁹ Yuval Noah Harari, **Hayvanlardan Tanrılara: Sapiens**, çev. Ertuğrul Genç, Kolektif Kitap, 2015, ss. 190-191.

yatırıma açmaları konusunda büyük baskılara maruz kalmıştır. Böylece, tipik anlamıyla ekonomik küreselleşme, kendi içinde dönüşerek farklı bir boyuta ulaşmıştır. Avrupa uluslarının ulaştığı ekonomik ve parasal birlik düzeyi de Rodrik'e göre, derin bir bütünleşmenin ve hiper küreselleşmenin lokal bir versiyonunun temsili olmuştur. Tek bir piyasa çerçevesinde işlem maliyetlerinin kaldırılarak düzenlemelerin uyumlaştırılması önemli bir kurumsal yeteneği ortaya çıkarmıştır. AB üyeleri arasında üretim faktörleri önündeki engeller kaldırılmış, ortak standartları ve beklentileri ortaya koyan tüm Birlik genelinde geçerli dev bir müktesebat çerçevesinde kurallara imza atılmıştır. Günümüz itibariyle 19 üyede geçerli ortak bir para biriminin oluşturulması, Avrupa ulusları için varılan en ileri ve derin bütünleşme düzeyini ifade etmiştir.¹⁷⁰

AB açısından EPB, kişilerin, malların, hizmetlerin ve sermayenin serbest dolaşımının yanı sıra, ulusal paralar arasında geri döndürülemez sabit kurların belirlenmesini ve ardından tek bir para birimine geçişi beraberinde getirmiştir. Sabit döviz kuru alanları dikkate alındığında, parasal birlikler açısından ortak paraya geçiş her ne kadar zorunlu bir süreç olmasa da, Avrupa örneği, aşamalı bir sürecin sonunda ortak para birimine geçişi planlamış ve parasal bütünleşmenin nihai hedefini gerçekleştirebilmiştir. Bununla birlikte, EPB'nin tam anlamıyla sağlanması, ortak para politikalarının yanı sıra, diğer tüm ekonomik politikaların yakınsamasını ve başta maliye politikaları olmak üzere birçok alanda uyumu gerektirmektedir. Ekonomik birlik, parasal birlikle de bağlantılı olarak, sorunsuz işleyen bir ortak pazarı ve onun düzenli çalışması için gerekli kurallar bütününe ifade etmektedir. Böylece, ekonomik ve parasal birlik, bir bütünün ayrılmaz parçaları olarak, iç içe gelişen ve eşgüdümle ilerleyen bir bütünleşme pratiğini temsil etmektedir.¹⁷¹

Avrupa Kıtası'nda, parasal bütünleşme adına, Roma İmparatorluğu döneminden bu yana belli tarihsel denemelerin olduğu görülmektedir. Nitekim tek para kullanımının yaygın olduğu Roma İmparatorluğu, parasal birlik kavramının o dönemin koşullarına göre somutlaştığı bir örneği temsil etmektedir. Benzer şekilde 1865-1927 yılları arasında, Belçika, Fransa, İsviçre ve İtalya'nın oluşturduğu Latin

¹⁷⁰ Dani Rodrik, **Akıllı Küreselleşme**, Efil Yayınevi, Ankara, 2011, ss. 184-194; Dani Rodrik, "Küreselleşme, Nereye Kadar", **İktisat ve Toplum Dergisi**, Yıl: 2, Sayı: 3, 2011, s. 26.

¹⁷¹ Nevzat Güran, **Uluslararası Ekonomik Bütünleşme ve Avrupa Birliği**, Anadolu Matbaacılık, İzmir, 1999, ss. 160-161.

Parasal Birliği de, ortak para birimi olarak Fransız Frangı'nı kullanarak parasal bir bütünleşme meydana getirmiştir. Yine, 1872 yılından Birinci Dünya Savaşı'nın başladığı 1914 yılına kadar süren İskandinav Parasal Birliği'nde, Danimarka, İsveç ve Norveç'in ortak para olarak İskandinav Kronu'nu kullandığı görülmektedir.¹⁷² Ortak paraların genellikle altın ve gümüş gibi madenlere endekslediği bu örnekler her ne kadar klasik anlamıyla bir merkez bankasından ve ortak para politikalarından yoksun olsalar da modern Avrupa'daki ekonomik ve parasal bütünleşme dürtüsünün tarihsel öncülleri olarak dikkat çekmektedir.

Avrupa'da parasal birlik kavramının belirginleşmesi, 20. Yüzyıldaki gelişimi bağlamında ele alındığında, Avrupa Ekonomik İşbirliği Örgütü'nün (OEEC) kurulmasına kadar uzanmaktadır. Bu dönemde, Avrupa ülkelerinin her biri, kendi ulusal paralarının Dolar'a karşı konvertibilitesini sağlamakta güçlükler yaşamaktadır. Kasım 1950'de, Avrupa Ödemeler Birliği (EPU- European Payments Union) adıyla kurulan yapıyla, İkinci Dünya Savaşı sonrası serbest dış ticaretin gelişmesi ve parasal konularda uluslararası işbirliğinin sağlanması hedeflenmiştir. EPU'nun yerini, 1955 yılında, Avrupa Para Düzenlemesi (EMA- European Monetary Agreement) almıştır. OEEC ülkeleri arasında parasal işbirliğini hedefleyen bu mekanizma da öngörülen etkinliği sağlayamamış ve 1960'larda sona ermiştir.¹⁷³

2.2.1.1. Roma Antlaşması ve Parasal Bütünleşme Yolunda İlk Girişimler

1 Ocak 1958 tarihinde yürürlüğe giren ve AET'yi kuran Roma Antlaşması'nda, o dönem Bretton Woods Sistemi'nin parasal konularda istikrar sağlamak için yeterli olduğu düşünülüğünden, parasal birliğe yönelik asli bir hedef belirtilmemiştir. Bununla birlikte, Antlaşma'nın ekonomi politikasına yönelik maddeleri içeren ikinci başliğı, ekonomi ve para politikalarında gerçekleştirilecek işbirliğine yönelik hükümler içermektedir. Antlaşma'da, asli hedef olan ortak pazarın işleyişine dair hedefler ekseninde, ortak çıkarları dikkate alan ekonomik politikalar, iç ve dış ekonomik dengeyi sağlayacak tedbirler ve bunlara yönelik ekonomik

¹⁷² Belgin Akçay, "Ekonomik ve Parasal Birlik", **Avrupa Birliği: Tarihçe, Teoriler ve Politikalar**, (Ed. Belgin Akçay ve İlke Göçmen), Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2012, (EPB), s. 342.

¹⁷³ Canan Balkır, **Uluslararası Ekonomik Bütünleşme: Kuram, Politika ve Uygulama - AB ve Dünya Örnekleri**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2010, s. 264.

işbirliğinin gerçekleştirilebilmesi için danışma kurulu niteliğinde bir para komitesinin oluşturulması yer almıştır. Bununla birlikte, Antlaşma'yı takip eden yıllarda, ABD'nin yaşadığı ödemeler dengesi problemlerinden ötürü, parasal boyutta uluslararası gerilimin ve Dolar'ın istikrarı konusundaki soru işaretlerinin arttığı bir konjonktüre girildiği görülmektedir. Böylece, Bretton Woods ile oluşturulan uluslararası para sisteminin genel istikrarı konusunda da şüpheler artmıştır.¹⁷⁴

AET üyeleri için ortak para birimi fikri ilk kez, 1962 yılında, Marjolin Memorandumu olarak bilinen bir Komisyon bildirisinde dile getirilmiştir. Söz konusu bildiri, Avrupa paralarıyla oluşturulacak bir sabit döviz kuru alanıyla karakterize olan parasal birliğin, ekonomik birliği tamamlayabileceğini öne sürmüştür. Bu bağlamda Komisyon, üye ülkelerin para birimlerinin geri dönülmez biçimde sabitlenmesi ve parasal birlik hedefi için gerekli kurumların oluşturulması için çağrıda bulunmuştur.¹⁷⁵ Ancak, 1960'lı yılların ilk yarısı içerisinde ortaya atılan bu fikir, dönem itibarıyla her bir üye ülkenin para biriminin Dolar'a sabit bir kurla bağlanmış ve kur istikrarının görece sağlanmış olmasından ötürü önemli etkiler doğuramamıştır. Bununla birlikte, söz konusu memorandumun etkisiyle oluşan işbirliği ortamı, 1964 yılında, üye ülkelerin merkez bankası başkanlarından oluşan Governörler Komitesi'nin kuruluşuna önyak olmuştur. Başlarda kısıtlı yetkileri olan işbirliği komitesi görünümündeki bu oluşum, EPB yolunda atılan önemli bir adım olmuş, parasal bütünleşmenin geliştirilmesi ve yönetilmesinde önemli bir rol üstlenmiştir.¹⁷⁶

1960'lı yılların ikinci yarısından itibaren parasal birlik yolunda atılan adımlar hızlanmıştır. Bu dönemde, Fransız Frangı'nda yaşanan devalüasyon, Almanya'nın ödemeler fazlası ve revalüasyon gereği, Topluluğa katılma aşamasına gelen yeni ülkelerden ötürü artan işbirliği gereksinimi, üye ülkelerin ticaret hacimlerinin yarısına yakınının Topluluk içi olması ve hepsinden öte ABD'nin ödemeler

¹⁷⁴ Angelos Delivorias, "A History of European Monetary Integration", **European Parliament Research Service (Briefing)**, Mart 2015, [http://www.europarl.europa.eu/regdata/etudes/brie/2015/551325/eprs_bri\(2015\)551325_en.pdf](http://www.europarl.europa.eu/regdata/etudes/brie/2015/551325/eprs_bri(2015)551325_en.pdf), (11.09.2016), s. 2.

¹⁷⁵ Le Centre Virtuel de la Connaissance sur l'Europe, **Le Plan "Marjolin" et Ses Suites**, <http://www.cvce.eu/education/unit-content/-/unit/7124614a-42f3-4ced-add8-a5fb3428f21c/8a6be6a2-1c69-482d-91c7-bc04546c22e0>, (30.08.2016).

¹⁷⁶ Hanspeter K. Scheller, **The European Central Bank: History, Role and Functions**, European Central Bank, Frankfurt, 2004, ss. 15-17.

bilançosu açığının hızla artması ve Dolar'a olan güvenin azalmasıyla¹⁷⁷ Bretton Woods Sistemi'nin geçirdiği sarsıntıdan kaynaklanan parasal istikrarsızlık ortamı, parasal birlik girişimlerinin hızlanmasında başlıca faktörler olmuştur.¹⁷⁸

1968'de, Roma Antlaşması'nda belirlenen temel hedeflerden biri olan gümrük birliği gerçekleştirilmiş, böylece üye ülkeler arasındaki ticaret engelleri kaldırılmış ve üçüncü ülkelere karşı ortak gümrük politikaları uygulanmaya başlanmıştır. Aralık 1969'da Lahey'de gerçekleştirilen Avrupa Zirvesi ise, parasal birlik hedefini resmileştirerek, ekonomik ve parasal birlik kurma yolunda üye ülkelerin ekonomik bütünleşmesini artırma hedeflerini somutlaştırmıştır.¹⁷⁹

Lahey Zirvesi öncesi oluşturulan Barre Raporu ve Zirve'nin hemen sonrası Komisyon'a sunulan Schiller Planı olarak bilinen çalışmaların parasal birlik sürecinde hızlandırıcı etkileri olmuştur. Barre Raporu, Avrupa ekonomileri arasında daha sıkı bir bütünleşme önermiş ve bunun için öncelikle ekonomik politikalar ve parasal işbirliğinde uyumun artırılması gerektiğini vurgulamıştır. Parasal alandaki uyuma özellikle vurgu yapan söz konusu Rapor, döviz kurları üzerinde gerçekleştirilen kararlı uygulamaların yayılarak ve diğer yakınlaşma alanlarını baskılayarak bütünleşmeyi ilerleteceğini savunmuş, böylelikle parasalcı bir çıkış noktasından hareket etmiştir. Plan'ın ortaya koyduğu ilk hedef, özellikle üretim, istihdam, ücretler ve ödemeler dengesine yönelik orta dönemli ekonomi politikalarının yakınsaması olmuştur. Bu orta vadeli hedeflerin gerçekleşebilmesi için de, kısa vadeli uyum tedbirlerine vurgu yapılmıştır. Barre Planı'nın Fransızların daha çok savunduğu parasalcı¹⁸⁰ tedbirler içermesine karşılık Schiller Planı

¹⁷⁷ Bu gerekçelere ek olarak, Topluluğun o dönemki en önemli ortak politikası olan Ortak Tarım Politikası'nın (OTP) düzenli işleyebilmesi için, kalıcı bir sabit kur rejiminin daha elverişli bir ortam yaratacağı düşüncesinin hâkim olmaya başlaması da öne sürülebilir.

¹⁷⁸ Balkır, s. 265.

¹⁷⁹ Serdar Palabıyık ve Ali Yıldız, **Avrupa Birliği**, ODTÜ Yayıncılık, Ankara, 2006, s. 17.

¹⁸⁰ Para birliğine giden yolda hangi aşamaya öncelik verileceği ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir. Bunun başlıca nedeni her ulusal ekonominin kendine özgü yapısal koşullarıdır. Parasalcı olarak nitelendirilen Fransa ve Belçika'nın amacı, döviz kuru birliğine öncelik vererek, ödemeler bilançosu fazla veren Almanya'ya sorumluluk yüklemek olmuştur. EPB'nin gerçekleşebilmesi için en önemli faktörü parasal araçlar olarak savunan bu yaklaşım, önce bir döviz kuru birliğinin kurulup rezervlerin ortak fonda toplanmasını ve ardından ekonomi ve maliye politikalarının uyumlaştırılmasını savunmaktadır. Almanya ve Hollanda'nın Schiller Raporu'yla savunduğu iktisadi yaklaşım ise, döviz kuru birliği kurulmadan önce ekonomi politikaları üzerinde bir koordinasyonun gerekliliğini vurgulamaktadır. Bu yaklaşıma göre, ekonomi politikalarında uyum sağlandığı takdirde para birliğine geçiş kolaylaşacak ve bilanço fazlası veren ülkeler, açık veren ülkeleri finanse etme yükümlülüğünden kurtulacaktır. Bu görüş, sermaye hareketlerinin de hızla serbestleşmesinden yanadır (Karluk, ss. 364-365).

Almanya'nın mali boyutlu yaklaşımının bir örneği olmuştur. Döviz kurlarının sabitlenmesi yerine, öncelikle üyeler arası ekonomi politikalarında uyumun sağlanmasını savunan söz konusu Plan, üye ülkelerin bütçeleri üzerinde denetim oluşturacak ve ulusal paralar arasındaki dalgalanma marjlarını daraltacak öneriler sunmuştur. Alınan bu tedbirlerle, Almanya gibi ödemeler bilançosu fazla veren ülkelerin, diğer ülkelerde kaydedilen bilanço açıklarını finanse etmek zorunluluğunun ortadan kalkacağı öngörülmüştür. Dönemin siyasi görüş farklılıkları her iki raporun da uygulamaya koyulmasını engellemiştir. Bu Raporların sunduğu önerilerde uzlaşma sağlayan plan ise, Werner Raporu olmuştur.¹⁸¹

Werner Raporu, Lüksemburg Başbakanı Pierre Werner'in başkanlığındaki bir çalışma grubu tarafından 8 Ekim 1970'te tamamlanmıştır. Rapor, Bretton Woods Sistemi'nde Dolar'a karşı sabitlenen pariteleri esas almakta, ödemeler bilançosunda sorun yaşayan ülkelere ise kredi olanakları sunmaktadır.¹⁸² Ekonomik ve parasal bütünleşme planını, 1980 yılına kadar olan 10 yıllık zaman dilimi çerçevesinde aşamalı olarak sunan Rapor'da, Topluluk içinde tek para birimini oluşturmak veya ulusal paralar arası dalgalanmaları önlemek için bir döviz kuru birliği oluşturmak ve tam konvertibiliteye geçmek; sermaye hareketlerine konulan sınırlandırmaları kaldırmak; bir merkez bankası ve ortak rezerv fonu oluşturmak; uygulanacak ekonomi politikalarını Avrupa Parlamentosu'na (AP) karşı sorumlu olacak şekilde yöneten yeni bir organ oluşturmak gibi önemli kararlar alınmıştır.¹⁸³ Rapor'un son kısmında özetlenen aşamalı geçiş sürecinde, Dolar karşısında uyumlu biçimde hareket eden daraltılmış dalgalanma marjlarının oluşturulmasından ortak bir fonun kurulmasına kadar uzanan sürecin, uyumlaştırılmış ekonomi politikaları sayesinde gerçekleştirilebileceği vurgulanmıştır.¹⁸⁴

Werner Raporu'nun 1971-1973 dönemi için önerdiği, ulusal paraların dalgalanma marjlarının daraltılmasını içeren birinci dönem tedbirleri alınmakla

¹⁸¹ D. C. Kruse, **Monetary Integration in Western Europe: EMU, EMS and Beyond**, Butterworth-Heinemann Ltd, 1980, ss. 54-75; Balkır, ss. 265-266.

¹⁸² Balkır, s. 266.

¹⁸³ Yalçın Alganer ve Müzeyyen Özlem Çetin, "Avrupa'da Birlik ve Bütünleşme Hareketleri II: 1957-1986", **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 25, Sayı: 2, 2008, s. 355.

¹⁸⁴ The Council and the Commission of the European Communities, **Report to the Council and the Commission on the Realization by Stages of Economic and Monetary Union in the Community (Werner Report)**, Lüksemburg, 8 Ekim 1970, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication6142_en.pdf, (02.09.2016), ss. 61-62.

birlikte, öngörülen süreç tamamlanamamıştır. Bununla birlikte üye ülkelerin tamamı EPB'nin üç aşamada gerçekleştirilmesini ilke olarak benimsemişlerdir. Ağustos 1971'de Bretton Woods Sistemi'nin çöküşü ve ABD Hükümeti'nin Dolar'ı dalgalanmaya bırakma kararı, küresel düzeyde bir istikrarsızlık dalgası yaratmıştır. Dolayısıyla, Avrupa paraları arasında belirlenen paritelerin sürdürülmesi de zorlaşmış ve EPB projesi duraklama sürecine girmiştir. 1972 yılının başında "tüneldeki yılan" sisteminin oluşturulmasıyla, parasal bütünleşme girişimleri tekrar hız kazandırmıştır.¹⁸⁵

2.2.1.2. Tüneldeki Yılan Sistemi

Tüneldeki Yılan sisteminin ortaya çıktığı dönemin koşullarına bakıldığında, öncelikle, Dolar'ın uluslararası alanda bunalıma girdiği bir konjonktür dikkati çekmektedir. Altın-Dolar ilişkisi Ağustos 1971 itibariyle son bulmuş; Aralık 1971 ve Şubat 1973'te ise Dolar, iki defa devalüe edilmiştir. ABD'nin, Dolar'ı altına bağlayan sistemi kurtarmaya yönelik son bir çabası, Aralık 1971'de Washington Smithsonian Enstitüsü'nde aldığı kararlar olmuştur. Smithsonian Kararları olarak bilinen bu kararlar sonucunda, Dolar'ın altın karşılığı % 8,6 oranında devalüe edilmiş ve 1 ons altının resmi fiyatı 35.2 Dolar'dan 38.8 Dolar'a yükseltilmiştir. Bretton Woods'ta kabul edilen, ulusal paraların Dolar paritesi etrafındaki dalgalanma sınırları, diğer bir deyişle merkezi kurlar etrafındaki dalgalanma marjı, \pm % 1'den \pm % 2,25'e yükselmiştir. Böylece, toplam dalgalanma marjı da % 4,5'e yükseltilecek sisteme biraz daha esneklik getirilmiştir. Dolar dışındaki paraların kendi aralarındaki dalgalanma sınırı da \pm % 9 olarak belirlenmiştir. Bu gelişmelerle birlikte ABD, daha önce % 10 olarak uyguladığı gümrük vergisini de kaldırmıştır. Sisteme getirilen esneklikle, bir ülkenin parası Dolar karşısında üst sınıra ulaşmış iken, diğer bir ülkenin parası Dolar karşısında alt sınıra düşerse, iki ülke arasında oluşan fiili çapraz kur farkı % 4,5 olmaktadır. Bununla birlikte, bir ülkenin parası diğer bir ülke parası karşısında değer kaybedip alt sınıra düşerken, diğer para değer kazanıp üst sınıra ulaşmış ise, bu durumda her iki ulusal para arasındaki çapraz kur farkı % 9 oranına

¹⁸⁵ Ayşe Günay ve Ahmet Özen, "Avrupa Birliği'nde Mali Disiplinin Sağlanmasına Yönelik Maastricht Kriterleri'nin Anayasal İktisat Perspektifinden Değerlendirilmesi", **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cil: 4, Sayı: 2, 2002, s. 69.

ulaşmaktadır. Böylece, Smithsonian Kararları ile oluşan bu yeni durumda, ulusal paraların Dolar'a göre toplam dalgalanma marjı % 4,5 olarak belirlenirken, ulusal paraların kendi aralarındaki toplam dalgalanma marjı % 9'a yükseltilmiştir.¹⁸⁶

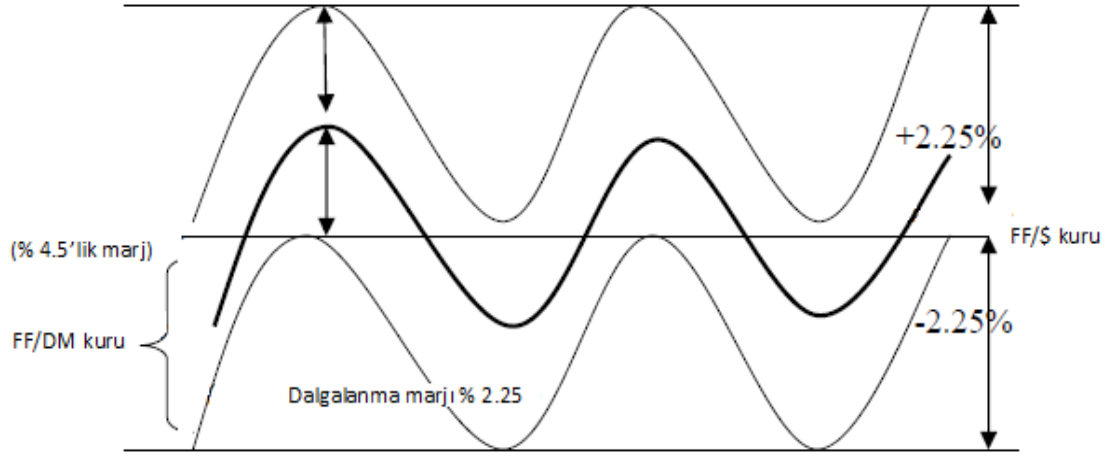
Smithsonian Kararları ile getirilen % 9'luk esneklik, tarım ve sanayi malları için tek bir fiyat oluşturmayı ve ekonomik bütünleşmede ilerlemeyi hedefleyen Topluluk için olumsuz bir durum yaratmıştır. Bunun üzerine Topluluk ülkeleri, Mart-Nisan 1972 tarihleri arasında Brüksel ve Basel Anlaşmaları'nı imzalayarak ulusal paralar arasındaki dalgalanma marjını azaltmak ve kurları sabitlemek amacıyla paralarını Dolar'a karşı belli bir aralık içerisinde ortak dalgalanmaya bırakmıştır. Söz konusu anlaşmalar uyarınca, Topluluk paraları arasında toplam dalgalanma marjının % 2,25'i aşması halinde gerekli önlemlerin alınmasına karar verilmiştir. Bu önlemler açısından dikkat çeken nokta ise, dalgalanmalara karşı müdahalelerin Topluluk paralarıyla yapılmasının kararlaştırılması ve Topluluk dışındaki bir ülke parası olan Dolar'ın müdahale aracı olarak öneminin azaltılması olmuştur.¹⁸⁷ Böylece, EPB'nin oluşturulmasına yönelik bir dönüm noktası olan “tüneldeki yılan” sistemi başlatılmıştır. Avrupa Para Sistemi (APS)'nin de bir habercisi olan bu sistemde “tünel” kavramıyla ifade edilen, Avrupa paralarının Dolar karşısındaki göreceli dalgalanmaları; “yılan” ise, Avrupa paralarının dar bir sınırdaki birbirlerine göre dalgalanmaları olarak nitelendirilmiştir. Bu sistemde, gerekli hallerde döviz piyasasına müdahaleler yoluyla ulusal paralar söz konusu sınırlar içerisinde tutulmaya çalışılmış, yapısal düzeyde ise ulusal ekonomik politikalar aracılığıyla işleyişin desteklenmesi öngörülmüştür. Bununla birlikte, tüm bu çabalara rağmen başarısızlıkla sonuçlanan bu sistem, döviz kurlarının sabit olmaktan çok uzak olduğunu kanıtlarken, kısa bir süre içerisinde bazı ülkeler (İngiltere, İrlanda ve İtalya) tarafından terk edilmiştir. Bazı ülkeler (Danimarka ve Fransa) önce terk ettikleri sisteme geri dönerek sürdürmeye çalışmış, diğer birçok ülke ise paralarının değerinde gerçekleştirdikleri düzenlemeler yoluyla merkezi kur düzeylerini değiştirmiştir. Ulusal ekonomiler tarafından gerçekleştirilemeyen koordinasyon, söz konusu sistemin başarısızlığını kaçınılmaz kılmıştır.¹⁸⁸

¹⁸⁶ Karluk, ss. 366-367.

¹⁸⁷ Karluk, ss. 367-368.

¹⁸⁸ Carchedi, ss. 225-226.

Şekil 3: Tüneldeki Yılan Sistemi'nde Dalgalanma Marjları



Kaynak: Gaëlle Le Guirrec-Milnier ve Loïc Ernest, **L'Union Européenne - Ses Institutions et Ses Politiques Économiques**, Gualino-Lextenso éd., Paris, 2008, s. 267.

Tüneldeki Yılan Sistemi'nin öngörülen başarıyı sağlayamamasının arkasındaki başlıca faktör, içinde bulunulan dönemin uluslararası koşulları olmuştur. Bu sistem, Levi'ye göre, Dolar standardını kurtarmak için girişilen son dakika çabalarından biri olmuştur.¹⁸⁹ Nitekim yılan sistemi, 1973'teki petrol krizinin etkisi, siyasi farklılıklar ve Dolar'ın ikinci kez devalüe edilmesi sonucunda tamamlayıcı parçalarının çoğunu yitirmiş ve Almanya, Danimarka ve Benelüks Ülkeleri'ni içeren bir Alman Markı bölgesine dönüşmüştür.¹⁹⁰ Bu uygulama, Karluk'a göre, ekonomik yapısı, siyasi tercihleri, hedefleri ve döviz kuru alanına katılma gerekçeleri birbirinden farklı olan ülkeler açısından döviz kurlarının dar bir bant içerisinde belirlenmesinin olanaksız olduğunu gösteren önemli bir deneyim oluşturmuştur.¹⁹¹

2.2.1.3. Avrupa Para Sistemi

ABD'nin ekonomik ve siyasi gücünün 1970'lerin ikinci yarısında da gerilemeye devam etmesi, Avrupa'yı yöneten güçlerin, ABD karşısında daha

¹⁸⁹ Levi, s. 496.

¹⁹⁰ European Commission, **Phase 2: The European Monetary System - Snake in the Tunnel**, http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/emu/road/ems_en.htm, (07.09.2016).

¹⁹¹ Karluk, s. 369.

bağımsız bir finansal yapı oluşturma arayışlarını hızlandırmıştır. Öte yandan Mayer'e göre Topluluğun, siyasi istikrarsızlıklar yaşayan İtalya'nın Doğu Bloğu ülkeleriyle giderek yakınlaşmaya eğilimli ilişkisini sonlandırmaya yönelik arzusu da parasal bütünleşme çalışmalarına itici güç kazandıran önemli bir unsur olmuştur.¹⁹² Dönemi resmeden tablonun bütününe bakıldığında ise, Bretton Woods Sistemi'nin çöküşünden sonra dünyada yayılan esnek kur rejimlerinin, Avrupa ülkelerinin ekonomik ilişkilerine yansımalarının olumlu olmadığı görülmektedir. Bununla birlikte, geçen bu süreç, EPB'yi hedefleyen ortak eylem çalışmalarının niceliğini ve niteliğini artırmıştır. Sonuç olarak, 1978'deki Bremen Konseyi ile APS'ye yönelik Komisyon planı kabul edilmiş ve Mart 1979'da resmen yürürlüğe girmiştir.

APS, Avrupa'da parasal bir istikrar alanı yaratmak hedefiyle, sekiz üye ülkenin (Almanya, Belçika, Danimarka, Fransa, Hollanda, İrlanda, İtalya ve Lüksemburg) katılımıyla oluşturulmuştur. Sabit fakat ayarlanabilir döviz kuru sistemi niteliğindeki APS'de tüm parasal işlemler, Avrupa Para Birimi (ECU-European Currency Unit)¹⁹³ olarak adlandırılan hesap birimine dayandırılmıştır. Üye ülkelerin kendine özgü koşullarını da gözetken sistemin başlangıcında İtalya¹⁹⁴ ve İrlanda'nın tam katılımcı olup olamayacağı tartışılmış ve bir takım ayrıcalıklarla sisteme girişleri onaylanmıştır.¹⁹⁵

Böylece APS, ECU'ya ek olarak, Topluluk bünyesinde yer alan birbiriyle ilişkili üç bileşen üzerine kurulmuştur. Bunlardan ilki olan Döviz Kuru Mekanizması (DKM-I)¹⁹⁶, kendisinden önceki -yine sabit fakat ayarlanabilir bir kur sistemi olan-

¹⁹² Thomas Mayer, **Europe's Unfinished Currency: The Political Economics of the Euro**, Anthem Press, Londra, 2012, s. 22.

¹⁹³ ECU, söz konusu dönemdeki Topluluk üyesi dokuz ülkenin paralarından belirli miktarlar içeren bir sepete göre değeri belirlenen ve maddi varlığı olmayan bir para birimidir. Ulusal paraların ECU sepeti içindeki miktarlarının ne olacağı, ekonomik göstergelere göre (ilgili ülkenin Topluluk milli geliri ve dış ticaret hacmi içindeki payları başta olmak üzere) belirlenmiştir. ECU sepetinin birleşimi, yürürlüğe girdiği tarihten altı ay sonra ve takip eden dönemde her beş yılda bir veya bir paranın ağırlığı % 25 ve üzeri bir oranda değiştiğinde, talep üzerine gözden geçirilmekteydi (Akçay, EPB, s. 350).

¹⁹⁴ Sistem dâhilinde belirlenen müdahale sınırı İtalyan Lireti için \pm % 6 olarak uygulanmıştır. Sisteme sonradan katılan İngiliz Sterlini, İspanyol Pesetası ve Portekiz Eskudosu için de bu sınır uygulanmıştır (European Commission, **Economic and Monetary Union**,

http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/emu/road/ems_en.html, (08.09.2016).

¹⁹⁵ Michele Chang, **Monetary Integration in the European Union**, Palgrave Macmillan, New York, 2009, ss. 26-27.

¹⁹⁶ Döviz Kuru Mekanizması (DKM-I), sabit fakat ayarlanabilir nitelikteki karma bir döviz kuru sistemidir. Zorunlu müdahale, para politikası ve gelirler politikası olmak üzere 3 adet araç içermektedir. DKM-I, merkezi ECU pariteleri ve merkezi ikili pariteler olmak üzere iki tip döviz kurunu kapsamaktadır. Mekanizmaya katılan her üye ülke parası için gerekli hallerde ülkelerin ortak kararıyla değiştirilebilecek bir merkezi ECU paritesi belirlenmiş olup, ayrıca, bu paritelerden

Tüneldeki Yılan Sistemi'nin yerine geçmiştir. İkinci bileşen olan Avrupa Para Fonu (APF), Tüneldeki Yılan Sistemi'nin parçası olarak Nisan 1973'te oluşturulan Avrupa Parasal İşbirliği Fonu'nun yerini almıştır. Üçüncü bileşen olan kredi mekanizması¹⁹⁷ ise kendisinden önceki finansman olanaklarını genişleten bir sistem getirmiştir.¹⁹⁸

APS'nin tüneldeki yılan uygulamasından temel farklılığı, APS'de üye ülke paralarının tek bir döviz kuru mekanizmasıyla (DKM-I) yönetilmesi ve ortak bir hesap biriminin (ECU) kullanılmasıdır. Bununla birlikte, her iki sistem de, karma döviz kuru sistemi (sabit fakat ayarlanabilir döviz kuru sistemi) niteliğindeki uygulamalardır. Ortak para sepeti tekniğiyle oluşturulan ECU, yalnızca döviz kuru mekanizmasında yer alan ülkelerin değil, tüm Topluluk üyesi ülkelerin kullandığı bir hesap birimi olmuştur. ECU, bir referans fiyatı çerçevesinde müdahalelerde ve Topluluk üyesi ülkelerin merkez bankaları arasındaki hesaplarda kullanılmıştır. APS yalnızca bir döviz kuru mekanizması olarak değil, iç ve dış piyasalarda parasal istikrarın korunması hedefiyle, döviz kuru istikrarına yönelik ekonomi politikalarının koordinasyonunu sağlayan bir sistem olarak oluşturulmuştur. Bu sistem, parasal istikrarın arttığı ve sermaye kontrollerinin tedricen azaldığı bir parasal alanı yaratmak hedefi çerçevesinde, döviz kurlarındaki değişmelerin kontrolüyle, görece olarak yüksek enflasyona sahip üyelerin dezenflasyonist politikalar izlemelerine yardım etmiş, enflasyon hızının düşmesi ve üye ülkeler arasında enflasyon oranlarının yakınsamasını desteklemiş ve döviz kuru istikrarının sağlanmasına öncülük etmiştir. Böylece, çok sayıda ülkenin ekonomik performansına olumlu etki ederek ve döviz kuru belirsizliğini ortadan kaldırarak, gümrük birliğine dayanan

hareketle, ulusal paralar arası ikili pariteler hesaplanmaktaydı. APS kurulduğunda, ikili pariteler için dalgalanma marjı \pm % 2,25 olarak belirlenmişken, döviz piyasalarındaki dalgalanmalar nedeniyle söz konusu marj, Ağustos 1993 itibarıyla, tüm paralar için \pm % 15'e genişletilmiştir (Akçay, EPB, s. 350).¹⁹⁷ APS çerçevesinde, DKM'nin işleyişini kolaylaştırmak ve ödemeler bilançosunda sorun yaşayan ülkelerde dengesizliği hafifletmek amacıyla üç tür finansman olanağı sağlanmaktaydı. Bunlardan ilki olan "çok kısa vadeli finansman", DKM'ye katılan üye devletlerin merkez bankalarının birbirlerine fon aracılığıyla sağladıkları, ECU cinsinden belirlenen, döviz piyasasına müdahale ederek kurları bant içerisinde tutmayı amaçlayan 45 günlük kredilerdi. İkinci tür olan "kısa vadeli parasal destek", merkez bankalarının, sisteme üye ülkelerin ödemeler dengesinde ortaya çıkabilecek geçici açıkları finanse etmek amacıyla belirlenen kotalar üzerinden sağladıkları kredilerdi. Her merkez bankasının belli bir borçlanma hakkı vardı. Üçüncü finansman türü ise "orta vadeli destek" olup, ödemeler dengesi sorunu yaşayan ülkelere, sermaye piyasaları veya finansal kuruluşlardan borç sağlanması temeline dayanmakta ve belli bir ekonomik ve parasal program uygulama koşuluyla verilmekteydi (Balkır, s. 273).

¹⁹⁸ Benjamin J. Cohen, "The European Monetary System: An Outsider's View", **Essays in International Finance No: 142**, International Finance Section, Princeton, New Jersey, Haziran 1981, https://www.princeton.edu/~ies/IES_Essays/E142.pdf, (08.09.2016), ss. 2-5.

Topluluk içi ticareti güçlendirmiştir. APS, Dolar'ın yükselmeye başladığı ve ikinci petrol şokunun yaşandığı bir dönemde uygulamaya koyulmasına rağmen, üye ülke paraları arasında istikrarı sağlayabilmiştir. Bununla birlikte, faiz oranlarındaki farklılıklar devam etse bile, enflasyon büyük ölçüde aşağıya çekilebilmiştir.¹⁹⁹

APS'yi üç dönem çerçevesinde değerlendirmek gerekirse, ilk dönem, Mart 1979 ile Mart 1983 tarihleri arasındaki deneme dönemi olmuştur. Bu dönemde sistemin işleyişi, bir önceki kur uygulaması olan yılanlı sistemi çağrıştırmıştır. Henüz uygulamaya başlandığı süreçte patlak veren ikinci petrol krizi sonrası dünya ekonomisinde kaydedilen şiddetli dalgalanmalar, sistemin etkin işlemesine engel olmuştur. Mart 1983 ile Ocak 1987 döneminde ise, Almanya'da Bundesbank'ın istikrarlı para politikası, Alman Markı'nı DKM içinde nominal çapa konumuna getirmiştir. Bu durum, markın alternatif rezerv para olmasını sağladığı gibi, DKM'ye dâhil ülkelerin parası ile Dolar arasındaki kuru Bundesbank'ın belirlediği bir süreç doğurmuştur. APS'nin son dönemini içeren Ocak 1987 ile Ağustos 1993 döneminde ise, sisteme üye ülkelerin enflasyon oranları, faiz oranları, bütçe açıkları ve kamu borçlarının GSMH içindeki payı bakımından yakınlaşma kaydedilmiştir. Ancak, Almanya'nın, Doğu Almanya'nın yeniden yapılandırılması maliyetlerini öne sürerek uyguladığı yüksek faiz oranları ve sıkı para politikası 1992 ve 1993'te yaşanan krizleri tetiklemiştir. 1990-1991 yıllarında yaşanan Körfez Savaşı da enerji fiyatlarının artmasına ve Topluluk'ta enflasyonun yükselmesine neden olmuştur. Kasım 1992'de İngiltere ve İtalya'nın paralarını dalgalanmaya bırakışını, İspanya'yla başlayan devalüasyonlar serisi takip etmiş ve dalgalanma marjları genişletilmiştir.²⁰⁰

Daha önce de belirtildiği üzere APS'nin temel hedefi, Avrupa'da parasal bir istikrar bölgesi yaratmak olmuş, diğer bir ifadeyle, Dolar kaynaklı dalgalanmalara karşı Birlik içinde döviz kurları için kararlı bir sistemin oluşturulması ve enflasyon oranlarının aşağıya çekilmesi hedeflenmiştir.²⁰¹ Bu hedefler çerçevesinde APS, para politikalarında koordinasyonu geliştirme konusunda bir odak noktası konumuna gelebilmesine rağmen, ekonomi politikalarının yakınsamasında beklenen başarıyı ortaya koyamamıştır. Özellikle mali politikalar arasında etkin bir yakınsamanın gerçekleştirilememesi, Birlik içinde sürekli bir gerilime kaynaklık etmiştir. Bazı

¹⁹⁹ Akçay, EPB, ss. 348-349.

²⁰⁰ Balkır, ss. 273-274.

²⁰¹ Yücememiş, ss. 81-82.

ülkelerdeki kronik bütçe açığı sorunu da para politikası üzerinde orantısız bir yük oluşturmuş ve 1990'larda yaşanan döviz kuru krizlerine zemin hazırlamıştır. 1978 yılında Konsey, ECU'nun APS'deki merkezi rolüne dikkat çekerek, sistemin odak noktasının ECU olması gerektiğini belirtmiştir.²⁰² Ancak, finansal piyasalarda portföy çeşitlendirmesi ve kur risklerine karşı korunma konularında yaygın kabul görmeye başlamış olsa bile, ECU, sistemin işleyişine yönelik öngörülen katkıyı sunamamıştır.²⁰³

Parasal birliğin gerçekleştirilmesine yönelik en önemli itici güçlerden birisi de kuşkusuz, 1 Haziran 1987 yılında yürürlüğe giren Tek Avrupa Senedi olmuştur. Senedin temel hedefi tek pazar oluşturma sürecini tamamlamak iken, bunun gerçekleştirilmesi için ekonomik ve parasal bütünleşmenin ilerletilmesi zorunlu bir adım olarak tespit edilmiştir. Böylece, Tek Avrupa Senedi'nin EPB'ye yönelik maddelerini gündemine alan 28-29 Haziran 1988 tarihli Hannover Zirvesi'nde, Avrupa Komisyonu Başkanı Jacques Delors'un başkanlığındaki bir çalışma komitesinin görevlendirilmesi kararlaştırılmıştır. Söz konusu komitenin çalışmaları sonucunda "Delors Raporu" olarak bilinen, "Avrupa Topluluğu'nda Ekonomik ve Parasal Birlik Kurma Konusunda Rapor" hazırlanmıştır.²⁰⁴ Bu rapor, üye ülkelerin kuracakları EPB'nin üç aşamasını ortaya koymuştur. Birinci aşama, Topluluk içindeki sermaye hareketlerinde tam liberalizasyonun ve üye ülkeler arasında ekonomi ve para politikalarında daha yakın işbirliğinin sağlanması; ikinci aşama, ulusal para politikalarının izlenmesi ve koordine edilmesi için bir merkez bankaları sisteminin oluşturulması; üçüncü aşama ise, ekonomi ve para politikalarında tüm yetkilerin Topluluk kurumlarına devredilmesine koşut olarak ulusal paralar arasındaki kurların geri dönülmez şekilde sabitlenmesini öngörmüştür. Rapor, 26-27 Haziran 1989 tarihli Madrid Zirvesi'nde onaylanmıştır.²⁰⁵

²⁰² European Council, "Brussels Summit 1978", **Archive of European Integration**, 4-5 Aralık 1978, http://aei.pitt.edu/1424/1/Brussels_dec_1978.pdf, (11.09.2016).

²⁰³ Scheller, ss. 19-20.

²⁰⁴ Balkır, s. 274.

²⁰⁵ Desmond Dinan, **Avrupa Birliği Ansiklopedisi**, 1. Baskı, Kitap Yayınevi, İstanbul, 2005, s. 338.

Tablo 1: Delors Raporu'nda EPB Aşamaları ve Bileşenleri

Ekonomik Birlik	Parasal Birlik
I. Aşama	
<ul style="list-style-type: none">- İç pazarın oluşturulması- Rekabet politikasının güçlendirilmesi- Yapısal fonlara yönelik reformların tamamlanması- Koordinasyonun güçlendirilmesi ve izlenmesi	<ul style="list-style-type: none">- Sermaye piyasasının liberalleştirilmesi- Para ve döviz kuru politikalarının koordinasyonunun güçlendirilmesi- Döviz kuru ayarlamalarının sıkça yapılmasının önlenmesi- Tüm Topluluk paralarının dar banda dâhil edilmesi- ECU'nun kullanımının artırılması
II. Aşama	
<ul style="list-style-type: none">- Birinci aşamadaki politikaların uygulanması ve geliştirilmesi- Ulusal makroekonomik uyumların gözden geçirilmesi	<ul style="list-style-type: none">- AMB'nin kurulması- Para sistemindeki bantların daraltılması
III. Aşama	
<ul style="list-style-type: none">- Kesin bütçe koordinasyon sistemi- Yapısal ve bölgesel politikaların güçlendirilmesi	<ul style="list-style-type: none">- AMB'nin para politikasından sorumlu olması- Sabit döviz kuru alanının oluşturulması veya ECU'nun tek para birimi olması

Kaynak: Karluk, s. 382.

2.2.1.4. Ekonomik ve Parasal Birlik

EPB, Birlik içinde ekonomi politikalarının koordinasyonunu, kamu borcu ve bütçe açığı üzerindeki sınırlamalar aracılığıyla maliye politikalarının eşgüdümünü, AMB tarafından uygulanmakta olan bağımsız para politikasını, ortak para birimini ve Euro Alanı'nı kapsamaktadır. Tek Pazar'ın tamamlanması ve AMB'nin

kurulmasından sonra 1999 ve 2002 yılları arasında 12 AB üyesi ülke, ulusal para birimlerini tedavülde kaldırarak tek para birimi olan Euro'yu kullanmaya başlamıştır. EPB ve tek para birimine geçiş, kişilerin, malların, hizmetlerin ve sermayenin AB içerisinde serbest dolaşımını temel alan tek pazar anlayışını bütünleyen süreçler olmuştur.²⁰⁶ Günümüzde, Euro Alanı'na dâhil olan Birlik üyesi ülkelerin sayısı 19'a yükselmiştir.

EPB'yi resmileştiren Maastricht Antlaşması'na yakın dönemde Avrupa'da yaşanan en kayda değer ekonomik gelişme, 1992 yılında başlayan döviz krizi (DKM/ERM Krizi) olmuştur. ABD'nin ekonomik durgunlukla başa çıkabilmek için izlediği düşük faiz politikası ve Amerikan Doları'nın Alman Markı karşısındaki değer kaybını da kapsayan süreç, Bundesbank'ın, Almanya'nın birleşmesi sonrası yapılacak yüksek kamu harcamalarının yüksek enflasyona yol açacağını gerekçe göstererek faiz oranlarını yükseltmesi, birçok Avrupa ülkesinin o dönemde yaşanan işsizlik sorunu nedeniyle ulusal faiz oranlarını artırma konusundaki tereddütleriyle birleşmiş ve diğer Avrupa ülkelerinde devalüasyon beklentisine yönelik spekülasyon bir ortam yaratmıştır. İngiltere ve İtalya'nın²⁰⁷ DKM'den çıkışına yol açan kriz, diğer ülkelerde devalüasyon yoluyla atlatılmaya çalışılmıştır. Sonuç olarak, DKM çerçevesindeki dalgalanma marjları \pm % 15'e genişletilmiştir.²⁰⁸

Türel'e göre, DKM'de krize kadar varan bu istikrarsızlığın temel nedeni, ulusal kurların görece sabitliği önünde, sermaye hareketlerindeki tüm kısıtları kaldırma taahhüdünün spekülasyon için çok uygun ve kazançlı bir ortam yaratması olmuştur. Birleşmenin doğurduğu enflasyonist etkileri baskılamak isteyen Almanya'nın faiz oranlarını yüksek tutması da krize eğilimli ortamı besleyen asimetrik bir şok etkisi yaratmıştır. Böylece, kendi ulusal paralarının değerini korumak isteyen tüm diğer AT ülkeleri faiz oranlarını yükseltmek ve bunun ekonomiyi durgunlaştırıcı etkilerine katlanmak zorunda kalmıştır. Kriz dalgası 1995 yılı ortalarında durulduğu zaman, Topluluğun etkili çevreleri, APS'nin ömrünü tamamladığı ve parasal birlik yolundaki adımların hızlandırılmasının zorunlu olduğu sonucuna varmışlardır. Öte yandan, artan siyasal ve ekonomik gücüyle Almanya,

²⁰⁶ İKV, **Ekonomik ve Parasal Birlik**, <http://www.ikv.org.tr/ikv.asp?id=230>, (11.09.2016).

²⁰⁷ İtalyan Lireti, Kasım 1996'da sisteme geri dönmüştür (OECD, "Economic Surveys: Italy", **OECD Publication Service**, Paris, Mayıs 2000, s. 46).

²⁰⁸ Horst Ungerer, **A Concise History of European Monetary Integration: From EPU to EMU**, Quorum Books, Westport, 1997, ss. 260-269

Avrupa’da hegemonyasını artırdığına dair bir izlenim oluşmaması için Topluluğun kurumsal yapısına bağlanmaya giderek daha eğilimli hale gelirken²⁰⁹, başta Fransa olmak üzere diğer Topluluk ülkeleri de, Almanya’nın gücünü sınırlayacak bir “Birlik” projesine olumlu yaklaşıma başlamıştır. Böyle bir konjonktürün ürünü olan Maastricht Antlaşması, ekonomik ve siyasal bütünleşmeyi bir üst boyuta taşıyan tarihsel bir adım olmuştur.²¹⁰

Ortak merkez bankası sistemine dayalı bir “ekonomik ve parasal birlik” ile ortak dış politika ve savunma politikası perspektiflerine dayalı bir “siyasal birlik” kurulmasını öngören Maastricht Antlaşması, 7 Şubat 1992 tarihinde imzalanmış ve 1 Kasım 1993 tarihi itibarıyla Avrupa Birliği’ni kuran antlaşma olarak yürürlüğe girmiştir. Roma Antlaşması’nda yapılan en kapsamlı değişikliklerden birisi olan Maastricht Antlaşması, EPB’yi hukuki zemine oturtmuş ve sıkı koordinasyona dayalı bir ekonomi politikasının benimsenmesi esasını getirmiştir.²¹¹ Böylece, Birliğin yeni anayasasını ortaya koyan Maastricht Antlaşması’yla, Topluluk Avrupa Birliği’ne dönüşmüş; Avrupa Para Sistemi de tam anlamıyla bir Ekonomik ve Parasal Birlik olma sürecine girmiştir. Birlik, Delors Raporu’nu referans alarak, 1 Temmuz 1990’da başlayan takvimi sürdürmüştür. Yine Delors Raporu’nda belirlendiği şekliyle, ikinci aşama 1 Ocak 1994’de, üçüncü aşama ise 1 Ocak 1999’da başlamıştır. Ayrıca, AB Komisyonu’nun 31 Mayıs 1995 tarihli “Tek Para Birimine Geçiş” konulu raporunun 14 Kasım 1995’de kabul edilmesiyle de, “Euro”nun EPB sürecindeki uygulama takvimi netleşmiştir.²¹²

Maastricht Antlaşması’yla onaylanan EPB’nin geçiş takvimi aşağıdaki gibi şekillenmiştir:²¹³

- 1 Temmuz 1990 ile 31 Aralık 1993 tarihleri arasındaki birinci aşama, hem Birlik içinde üye ülkeler arasındaki hem de üçüncü ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin önündeki her türlü engelin kaldırılmasını; üye devletlerin fiyat istikrarını sağlayacak ve kamu maliyelerini güçlendirecek önlemleri almasını; ulusal merkez bankalarının bağımsızlaştırılmasını içermektedir.

²⁰⁹ Almanya’nın bu eğilimi, fiyat istikrarını merkeze alan parasal politikalarına hanel getirmemek kaydıyla geçerliydi (Türel, s. 405).

²¹⁰ Türel, ss. 405-406.

²¹¹ Balkır, ss. 274-275.

²¹² Abdülkadir Mercül, “Ekonomik-Parasal Birlik Süreci ve Türkiye”, **İ.Ü. İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları 40. Seri**, İstanbul, 2001, s. 164.

²¹³ Akçay, EPB, s. 351.

- 1 Ocak 1994 ile 31 Aralık 1998 tarihleri arasındaki ikinci aşama, Avrupa Para Enstitüsü'nün (APE) kurulması ve Avrupa Parasal İşbirliği Fonu'nun görevlerini devralması; merkez bankaları arasındaki işbirliğinin güçlendirilmesi; fiyat istikrarını sağlamak amacıyla para politikalarında koordinasyonun sağlanması; üçüncü aşamada APE'nin yerini alacak olan Avrupa Merkez Bankası (AMB) için gerekli altyapının oluşturulması; ortak paranın kullanımına yönelik altyapının oluşturulması; kamu sektörü finansmanını yasaklayan düzenlemelerin yapılması; üye ülkelerin kamu sektörü sorumluluklarının Birlik veya bir başka üye ülke tarafından üstlenilmesini engelleyen düzenlemelerin yapılması; EPB içinde güçlü kamu maliyesi disiplininin oluşturulup sürdürülebilmesi için İstikrar ve Büyüme Pakti'nin kabul edilmesini içermektedir.

- 1 Ocak 1999'da başlayan son aşama ise, EPB alanının oluşturulması; AMB'nin faaliyetlerine başlaması; Euro Sistemi'nin oluşturulması; döviz kurlarının sabitlenmesi; DKM II'nin yürürlüğe girmesi; EPB alanında ortak para Euro'nun kullanıma girmesi; EPB alanındaki ülkelerin ulusal para ve döviz kuru politikalarının ortak politikalara dönüştürülmesi; ortak para ve döviz kuru politikalarını belirleme yetkisinin AMB'ye devredilmesini içermektedir.

Maastricht Antlaşması'nın ekonomik ve parasal politikalar başlıklı bölümü, EPB'nin yukarıda özetlenen aşamalarıyla birlikte ve bu aşamalardan üçüncü ve son aşamaya geçiş için gerekli olan ekonomik kriterleri de ortaya koymuştur. Maastricht Kriterleri olarak bilinen yaklaşma kriterleriyle, tek paraya geçiş ve AMB'ye devredilecek olan parasal alandaki ulusal yetkilerin esası belirlenmiştir.²¹⁴ Maastricht Yakınlaşma Kriterleri, Birlik üyesi ülkelerin tek para alanında yer alabilmek için karşılaması gereken, bütçe, kamu borcu, döviz kuru, fiyat istikrarı ve faiz oranlarına yönelik göstergeleri içeren beş nihai yaklaşma koşulunu ortaya koymuştur. Bunlar:²¹⁵

- Birliğe üye ülkelerin bütçe açığının GSYİH'ye oranının % 3'ü geçmemesi,
- Birliğe üye herhangi bir ülkenin yıllık birikmiş kamu borcunun GSYİH'ye oranının % 60'ı geçmemesi,
- Birliğe üye herhangi bir ülkenin ulusal döviz kurunun, en az iki yıl boyunca DKM II kapsamında belirlenen normal dalgalanma marjları içerisinde kalmış olması,

²¹⁴ Balkır, s. 275.

²¹⁵ Michelle Cini, **European Union Politics**, Oxford University Press, 2003, s. 318.

- Birliğe üye herhangi bir ülkenin enflasyon oranının, üye ülkeler arasında en düşük enflasyon oranına sahip üç ülkenin ortalama yıllık enflasyon oranını % 1,5'ten fazla aşmaması,

- Birliğe üye herhangi bir ülkenin uzun dönemli faiz oranının, fiyat istikrarı bakımından en iyi performans gösteren (en düşük enflasyon oranına sahip olan) üç üye ülkenin uzun vadeli faiz oranı ortalamasını % 2'den fazla aşmaması olarak belirlenmiştir.

Tablo 2: EPB'de Son Aşamaya Geçerken Üye Ülkelerin Maastricht Kriterleri'ne Uyum Durumu

% , 1998	Enflasyon (HICP)	Uzun Dönem Faiz Oranı	Bütçe Dengesi / GSYİH	Kamu Borcu / GSYİH
Ref. Değer	2,7	7,8	3,0	60,0
Belçika	1,4	5,7	1,7	118,0
Danimarka	1,9	6,2	-1,1 (fazla)	59,5
Almanya	1,4	5,6	2,5	61,2
Yunanistan	5,2	9,8	2,2	107,7
İspanya	1,8	6,3	2,2	67,4
Fransa	1,2	5,5	2,9	58,1
İrlanda	1,2	6,2	-1,1 (fazla)	59,5
İtalya	1,8	6,7	2,5	118,1
Lüksemburg	1,4	5,6	-1,0 (fazla)	7,1
Hollanda	1,8	5,5	1,6	70,0
Avusturya	1,1	5,6	2,3	64,7
Portekiz	1,8	6,2	2,2	60,0
Finlandiya	1,3	5,9	0,3	53,6
İsveç	1,9	6,5	0,5	74,1
B. Krallık	1,8	7,0	-0,6 (fazla)	52,3

Kaynak: European Monetary Institute, **Convergence Report**, Mart 1998.

Maastricht Antlaşması'yla, üye ülkelerin aşırı kamu açıklarından kaçınmaları için aşırı açık prosedürü (excessive deficit procedure) olarak adlandırılan bir süreç tanımlamış ve aşkın düzeyde kamu açığı veren ülkelerin Konsey tarafından

uyarılması planlanmıştır. Uyarılara istinaden gerekli önlemlerin alınmadığı koşullarda ise söz konusu ülkelerin Birlik nezdinde faizsiz teminat açmasına ve en son kertede para cezası ödemesine varan bir dizi finansal yaptırımın devreye girmesi öngörülmüştür.²¹⁶

1995 ve 1996 yıllarında gerçekleştirilen Konsey toplantılarında, aşırı kamu açıklarının kontrol altında tutulmasına yönelik düzenlemeler yeterli bulunmamış ve EPB'nin tam anlamıyla sağlanabilmesi yolunda üye ülkelerin bütçe disiplinlerinin belirleyici etkisine tekrar dikkat çekilmiştir. Böylece, aşırı açık prosedürünün uygulama esaslarının netleştirilmesi, üye ülkelerinin bütçe pozisyonlarının izlenmesi ve ekonomi politikalarının koordinasyonunun sağlanabilmesi için Maastricht Antlaşması'nda getirilen düzenlemelere tamamlayıcı nitelikte bir dizi mali düzenlemenin yapılması kararlaştırılmış ve 17 Haziran 1997'deki Amsterdam Zirvesi'nde oluşturulan İstikrar ve Büyüme Pakti (İBP) ile bu sorun aşılmıştır.²¹⁷

2 Ekim 1997 tarihinde imzalanan Amsterdam Antlaşması'na eklenen ikinci protokol çerçevesinde kabul edilen İBP ile Maastricht Kriterleri'nin belirlediği yakınsama ilkeleri tescil edilmiştir. İBP kapsamında üye ülkeler, orta vadeli bütçe hedeflerini gerçekleştirmek için çalışma ve bu amaçlardan uzaklaşıldığına dair bir sinyal almaları veya bu yönde bir karar alınması halinde gerekli bütçe düzenlemelerini yapma sorumluluğunu üstlenmiştir.²¹⁸

İBP çerçevesinde, yalnızca üç koşul söz konusu olduğunda aşırı bütçe açıklarına tolerans gösterilmiştir. Böylece:²¹⁹

- Üye ülkede yıllık GSYİH'nin % 2'sini aşan ekonomik bir gerilemenin gerçekleşmesi durumunda,

- GSYİH'da % 0,75'in üzerinde bir gerilemenin kaydedildiği durumlarda ise ekonomik gerilemenin şiddetini ve devam etme potansiyelini kanıtlayan argümanlar mevcutken,

- Bütçe pozisyonunu bozan önemli bir dışsal etkenin söz konusu olduğu durumlarda, bütçe açıklarının kabul edilebilir olduğu belirtilmiştir.

²¹⁶ Türel, s. 408.

²¹⁷ Robert Schütze, **European Constitutional Law**, Cambridge University Press, 2012, s. 31

²¹⁸ Dinan, s. 407.

²¹⁹ John Chown, **A History of Monetary Unions**, Routledge Taylor & Francis Group, 2003, s. 216.

EBP dâhilinde ulusal maliye politikalarının koordinasyonunu somut kurallara dayalı bir çerçeveye alan İBP, önleyici (preventative) ve caydırıcı (dissuasive) olmak üzere iki işleve sahip olmuştur. Önleyici işlev, üye ülkelerin bütçe pozisyonlarını izlemekte ve ekonomi politikalarında koordinasyonu sağlamaktayken; caydırıcı işlev, mali kurallara yönelik belirlenen açık tavanının ihlalinin sürekli hale gelmesini önlemek ve aşırı açık prosedürünü yönetmek olmuştur. Önleyici işlevi yerine getirebilmek için ise İBP’de, erken uyarı mekanizması ve politika tavsiyesi olmak üzere iki adet araç tanımlanmıştır.²²⁰

İBP, parasal birliğe üye ülkelerin ulusal maliye politikalarındaki esnekliği sınırlayıcı potansiyeliyle, özellikle geleneksel düşük enflasyon stratejisine odaklı Almanya tarafından savunulmuş ve hızlandırılmış bir süreçte şekillendirilmiştir.²²¹ Parasal politikalarda olduğu gibi mali politikalarda da ortaklaşmanın başlangıç adımı niteliğindeki İBP, beklenen başarıyı yakalayamamış ve AB’de ekonomiye yönelik değişen ve gelişen yeni koşullar ve kurallarla birlikte evrilmiştir. 2008 krizinin etkilerinin giderek yoğunlaşması bunda önemli bir etken olmuştur. Böylece, 2011 yılında yapılan reformla Pakt, üye ülkelerin özgün koşullarını daha çok gözetilen bir hale getirilmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda, izleme ve koordinasyon mekanizması güçlendirilmiş ve aşırı açık prosedürü daha belirgin ve hızlı bir nitelik kazanmıştır. 2013 yılında İBP, Altılı Paket²²² olarak bilinen ve Birlik düzeyinde ekonomik yönetişimin güçlendirilmesine yönelik kabul edilen yeni kurallarla daha kapsamlı ve öngörülebilir bir yapıya bürünmüştür. 2014 yılındaki mali sıkılaştırma (fiscal compact) ve ikili paket tedbirleri ile İBP’nin orta vadeli hedefler çerçevesindeki önleyici işlevi geliştirilmiş, üye ülkeler arasındaki ekonomik koordinasyonun güçlendirilmesi ve yeni izleme araçlarının devreye girmesi kararlaştırılmıştır. 2015

²²⁰ Akçay, EPB, s. 352.

²²¹ Krugman, Obstfeld ve Melitz, s. 582.

²²² 2011 yılında kabul edilen Altılı Paket (Six Pack), EPB’nin kuruluşundan itibaren ortaya koyulan en kapsamlı yönetişim, mali ve makroekonomik gözetim aracı olmuş; İBP’nin güçlendirilmesine yönelik maliye politikaları ve bütçe denetiminin yanı sıra, AB’de makroekonomik dengesizliklerin daha kapsamlı ve gelişmiş gözetimine yönelik tedbirler getirmiştir. Altılı Paket, tüm AB üyesi ülkeler için geçerli olup, Euro Alanı ülkeleri için bazı özel kurallar içermektedir. Altılı Paket’le getirilen yeni kurallarla, İBP’nin kamu borçları için % 60, bütçe açığı için % 3 oranında belirlediği tavan limit kuralının daha sıkı uygulanmasını sağlanmıştır. Altılı Paket, İBP’nin önleyici ve düzeltici unsurlarını güçlendirmekte ve kuralları ihlal eden ülkelere uygulanan aşırı açık prosedürünü pekiştirmektedir. Pakette yer alan altı farklı mevzuattan dördü, İBP’ye yönelik kapsamlı reformları, ikisi ise AB’de ve Euro Alanı’nda ortaya çıkan makroekonomik dengesizliklerin tespit edilerek giderilmesine yönelik yeni düzenlemeleri kapsamaktadır (İKV, **Avrupa Birliği Temel Politika Alanları: Ekonomik ve Parasal Birlik**, www.ikv.org.tr/icerik_print.asp?id=230, (25.09.2016).

yılında gerçekleştirilen İBP gözden geçirmesinde, altılı paket ve ikili pakette yapılan düzenlemelerle Birlik içindeki mali konsolidasyonun sağlanmasına yönelik katkı sunulmuştur. 2016 ve devam eden dönem itibariyle İBP'nin kuralları, yapısal reformlar, yatırım ve mali sorumlulukları güçlendirmek ve böylelikle Birliğin istihdam ve büyüme hedeflerine katkı sunmak üzere bir kez daha gözden geçirilmektedir.²²³

Avrupa Konseyi, Komisyon ve APE tarafından hazırlanan ve üye ülkelerin Maastricht ve İBP ile belirlenen kriterleri karşılayıp karşılamadıklarına, dolayısıyla üçüncü aşamaya geçiş yetkinliğine sahip olup olmadıklarına yönelik kararını Mayıs 1998 itibariyle almıştır. Söz konusu kararla, Yunanistan dışındaki tüm Birlik üyesi ülkelerin²²⁴ üçüncü aşamaya geçiş için yeterli olduğu belirtilmiştir. Danimarka, İngiltere ve İsveç dışındaki 11 üye ülke EPB'ye dâhil olmak için başvuruda bulunmuş ve EPB'yi oluşturan ilk ülkeler olmuştur.²²⁵

2.2.1.5. Euro'ya Geçiş

EPB, gerçek anlamda, 1 Ocak 1999 tarihinde oluşmuştur. Bu tarihte Euro, küresel finans piyasalarına bir hesap birimi olarak tanıtılmış ve kaydi para olarak ECU'nun yerini almıştır. Nihayet, 1 Ocak 2002 tarihinde, Euro'ya geçiş somut olarak gerçekleştirilmiştir. Euro'ya geçiş süreci, çifte fiyatlandırmanın tüketiciler ve ekonomik birimler üzerinde olumsuz etkiler yaratmaması için kasıtlı olarak kısa tutulmuş ve Euro, kâğıt ve madeni para olarak ulusal paraların yerini almıştır. Böylece, EPB üyesi Birlik ülkeleri, tüm reel ve finansal işlemleri için, on yıllardır planlanan tek para birimine geçmiştir.²²⁶

²²³ European Commission, **Stability and Growth Pact**,

http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_en.htm, (25.09.2016).

²²⁴ Aslında, tüm kriterleri yalnızca yedi ülke sağlayabilmiştir (Danimarka, Finlandiya, Fransa, İngiltere, İrlanda, Lüksemburg ve Portekiz). Ancak Konsey, mali kriterleri esnetmiş ve 14 ülkeye EPB'ye katılma tavsiyesi göndermiştir. Gerekli kriterleri karşılayan Danimarka ve İngiltere, dışarıda kalma inisiyatifi (opt-out) kullanarak EPB'ye katılmamıştır. İsveç ise, yapılan referandumlarda EPB'ye katılım yönünde kararlar çıkmayınca EPB dışında kalmıştır. Böylece, yaklaşma kriterlerinin esnek yorumlanması sonucunda, 11 AB üyesi ülke Euro Alanı'nı oluşturmuştur (Akçay, EPB, s. 352).

²²⁵ Akçay, EPB, s. 352.

²²⁶ Pascal Fontaine, **Voyage to the Heart of Europe: 1953-2009**, Éditions Racine, Brüksel, 2009, s. 438.

Tablo 3: Euro'nun Tedavüle Girişi

Ortak paranın adının Euro olarak kabulü	16 Aralık 1995
Ulusal paraların Euro ile değiştirme koşullarının belirlenmesi	17 Haziran 1997
Kâğıt para ve madeni para olarak basılacak Euro'nun özelliklerinin ve miktarının belirlenmesi	17 Haziran 1997
Euro'nun kaydı para olarak kullanılmaya başlanması	1 Ocak 1999
Euro'nun nakdi para olarak kullanılmaya başlanması	1 Ocak 2002
Ulusal paraların tedavülden çekilmesi	28 Şubat 2002
Ulusal paraların Euro ile değiştirilmesinin son tarihi	1 Ocak 2012

Kaynak: Akçay, EPB, s. 357.

Euro'ya geçişle birlikte, EPB'ye katılım koşullarını sağlayan ülkeler, ulusal paralarının Euro'ya dönüşüm oranlarını geri dönülmez şekilde sabitlemiştir.

Tablo 4: Ulusal Paraların Euro'ya Dönüşüm Oranları ve Tarihleri

Alman Markı	1,9558	1 Ocak 1999
Avusturya Şilini	13,7603	1 Ocak 1999
Belçika Frangı	40,3399	1 Ocak 1999
Fin Markkası	5,9457	1 Ocak 1999
Fransız Frangı	6,5596	1 Ocak 1999
Hollanda Guldeni	2,2037	1 Ocak 1999
İrlanda Paundu	0,7876	1 Ocak 1999
İspanya Pesatası	166,3860	1 Ocak 1999
İtalyan Lireti	1936,2700	1 Ocak 1999
Lüksemburg Frangı	40,3399	1 Ocak 1999
Portekiz Eskudosu	200,4820	1 Ocak 1999
Yunanistan Drahmisi	340,7500	1 Ocak 2001
Sloven Toları	239,6400	1 Ocak 2007
Kıbrıs Lirası	0,5853	1 Ocak 2008
Malta Lireti	0,4293	1 Ocak 2008
Slovak Kronu	30,1260	1 Ocak 2009
Estonya Kronu	15,6466	1 Ocak 2011
Letonya Latı	0,7028	1 Ocak 2014
Litvanya Litası	3,4528	1 Ocak 2015

Kaynak: ECB, **Use of the Euro: Fixed Euro Conversion Rates**,
<https://www.ecb.europa.eu/euro/intro/html/index.en.html>, (25.03.2017).

Euro banknotları ve madeni paraları, günümüzde Birlik üyesi ülkelerin Euro Alanı'nı oluşturan 19'unda ortak yasal ödeme aracı konumundadır. Avrupa bütünleşmesi için büyük bir adımı temsil eden Euro'ya geçiş, günümüzde yaklaşık

339 Milyon Avrupa vatandaşının yaşadığı Euro Alanı ülkelerinde ve bu ülkelerin resmi parçası olan veya bu ülkelere bağlı denizaşırı toprakları ve adaları içeren coğrafyalarda yasal para birimi olarak kullanılmaktadır. Bununla birlikte, Avrupa coğrafyasında yer alan Andorra, Monako, San Marino ve Vatikan gibi Birlik üyesi olmayan fakat gerçekleştirilen yasal düzenlemeler çerçevesinde Euro kullanan mikro-devletlerin yanı sıra; Karadağ ve Kosova gibi yasal düzenleme olmaksızın Euro'yu resmi para birimi olarak benimseyen ülkeler de bulunmaktadır.²²⁷

Birleşik Krallık ve Danimarka, Maastricht Antlaşması'nda yer alan opt-out ayrıcalığıyla Euro'ya geçmeyen AB üyeleri; İsveç'te Euro'ya geçiş referandumları yoluyla reddedilmektedir.²²⁸ Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Hırvatistan, Macaristan, Polonya ve Romanya gibi Birlik üyesi ülkeler de zorunlu kriterleri karşıladıktan sonra Euro'ya geçiş yapacak olan ülkelerdir.

1973'ten itibaren Birlik üyesi olan Birleşik Krallık, geçmişte Britanya İmparatorluğu'nun sömürgesi olan devletlerle oluşturduğu uluslararası bütünleşmeyi ifade eden İngiliz Milletler Topluluğu (Commonwealth of Nations) ülkeleriyle ilişkilerinin etkisi başta olmak üzere, Avrupa bütünleşmesine Fransa ve Almanya'dan farklı yöndeki siyasi yaklaşımı nedeniyle Euro'ya geçiş yapmamıştır.²²⁹ EPB, geçmişten bu yana İngiltere için, maliyet yaratma potansiyeli faydalarından daha yüksek ve siyasi, hukuki ve ticari birçok yönden kısıtlayıcı bir yaklaşım olarak değerlendirilmiş, 1992'deki opt-out ile de bu durum daha da somutlaşmıştır.²³⁰ Bununla birlikte, İngiltere'nin Birliğe ve Euro Alanı'na yönelik siyasi tutumunun altyapısında asli belirleyicinin ekonomik nedenler olduğu, Sterlin'in gerek Büyük Britanya gerekse eski Commonwealth coğrafyasında elde ettiği senyörj gelirlerinin yanında, İngiltere'nin feragat etmek istemediği finansal ve ticari üstünlüklerinin önemli etkisi dikkati çekmektedir. Benzer gerekçeler, arka planında daha birçok farklı ekonomik, siyasi ve sosyal faktör bulunmakla birlikte,

²²⁷ ECB, **Use of the Euro**, <https://www.ecb.europa.eu/euro/intro/html/index.en.html>, (14.09.2016); European Commission, **The Euro as Legal Tender**, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area/euro/use-euro/euro-legal-tender_en, (14.09.2016).

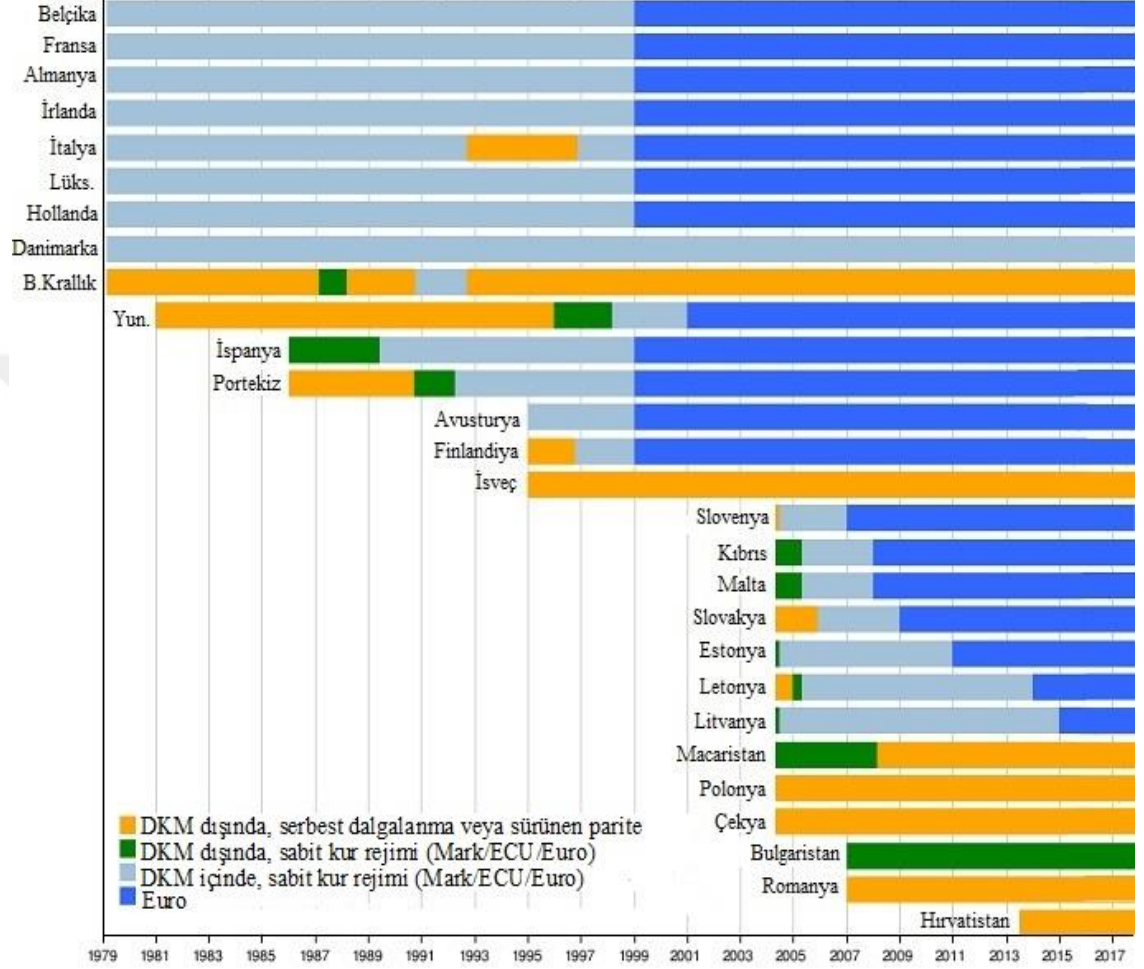
²²⁸ Larry Neal, **The Economics of Europe and the European Union**, Cambridge University Press, 2007, s. 94.

²²⁹ Chris Mulhearn ve Howard R. Vane, **The Euro: Its Origins, Development and Prospects**, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2008, ss. 3-5.

²³⁰ Lewis F. Abbott, "British Withdrawal from the European Union: A Guide to the Case For a Detailed Review of the Main Economic and Political Constitutional Arguments", **Industrial Systems Research**, Manchester, 2002, s. 1.

Haziran 2016'daki referandumla Büyük Britanya'yı AB'den ayrılma yoluna sokan Brexit²³¹ süreci için de ileri sürülebilmektedir.

Şekil 4: APS'den Günümüze AB Ülkelerinde Döviz Kuru Rejimleri (1979-2017)



Kaynak: Europa, **The Euro**, http://europa.eu/european-union/about-eu/money/euro_en, (25.05.2017); European Commission, **The History of the Euro**, https://ec.europa.eu/info/about-european-union/euro/history-euro/history-euro_en, (25.05.2017) ve European Commission, **EU Countries and the Euro**, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area/euro/eu-countries-and-euro_en, (25.05.2017).

²³¹ Söz konusu referandumda, Büyük Britanya'yı oluşturan devletlerden İngiltere'de ayrılma yönündeki oyların oranı % 53,4; Galler'de % 52,5 olmuştur. Kuzey İrlanda'da ise % 55,8 oranında kalma yönünde oy kullanılırken, İskoçya halkı % 62 gibi yüksek bir oranla yine kalma yönünde oy kullanmıştır. İskoçya ve Kuzey İrlanda'daki sonuçlara rağmen, Ada genelindeki % 51,9'luk oran, referandumu AB'den ayrılma yönünde sonuçlandırmıştır. Önde gelen küresel finans merkezi Londra'da kaydedilen yaklaşık % 60 kalma yönündeki oran ise, referandum sonrasında tartışılan dikkat çekici gelişmelerden biri olmuştur (BBC, **EU Referandum Results**, http://www.bbc.com/news/politics/eu_referendum/results, (17.09.2016).

2.2.2. Avrupa Merkez Bankası ve Euro Sistemi

AB, kuruluşundan itibaren dünyadaki diğer bütünleşme pratiklerinden farklı özelliklere sahip olmuştur. Ekonomik bütünleşmenin uluslararası bir hukuk düzeni çerçevesinde geliştirilmesine yönelik Birlik stratejisi, bu ayırt edici özelliklerin başında gelmiştir. Üye devletlerin yetki devri yoluyla çok sayıda AB kurumunun oluşmasına destek veren tutumu, ulusal düzeydeki yasama, yürütme ve yargı organlarına benzer şekilde işleyen uluslararası kurumların faaliyete geçmesini sağlamıştır. Topyekûn bir yetki devri söz konusu olmasa da giderek derinleşen ekonomik bütünleşme ile birlikte, AB kurumlarının hem münhasır yetki alanlarının hem de paylaşımlı yetki alanlarının kapsamı genişlemiştir. Bütünleşme derinleştikçe uluslararası nitelikteki yeni Birlik kurumlarının oluşturulması gündeme gelmiştir. Bunun bir örneği de, EPB'nin geldiği noktadan ileriye gidebilmesi için oluşturulan ve 19 üye ülkenin ortak parasal iradesini temsil eden Avrupa Merkez Bankası (AMB) olmuştur.²³²

AMB, 1 Haziran 1998 tarihinde Avrupa Para Enstitüsü'nün yetkilerini devralarak faaliyete başlamıştır. 1 Ocak 1999 APS'nin üçüncü aşamasına geçilmesiyle birlikte üye ülkelerin merkez bankaları para politikasına yönelik tüm yetkilerini AMB'ye devrederek, onun belirlediği program ve direktifler çerçevesinde hareket etmeye başlamış, böylece AMB, tek para politikasının tek sorumlusu haline gelmiştir. Bununla birlikte, Birlik genelindeki para politikası yönetiminin belli bir sistem çerçevesinde gerçekleştirilebilmesi ve merkez bankaları arasında işbirliği ve koordinasyonun sağlanabilmesi için Avrupa Merkez Bankaları Sistemi (AMBS) oluşturulmuş, bu sistemde, Euro Alanı'na dâhil olmayan AB üyesi ülkelerin merkez bankaları da yer almıştır.²³³

AMB'nin kuruluş yasasında belirtilen görev ve sorumlulukları aşağıdaki gibi sıralanmıştır:²³⁴

- Para politikasının formülasyonunu ve uygulanmasını gerçekleştirmek.

²³² Belgin Akçay, "Avrupa Merkez Bankası", **Avrupa Birliği: Tarihçe, Teoriler ve Politikalar**, (Ed. Belgin Akçay ve İlke Göçmen), Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2012, (AMB), s. 231.

²³³ Mehmet Yiğit, Alper Yılmaz ve Etem Hakan Ergeç, "Avrupa Para Sistemi", **Ekonominin AB'si: Sektörel Bazda Avrupa Birliği Ekonomisi**, (Ed. Ümit Güner), Ekin Basım Yayın, Bursa, 2008, s. 257.

²³⁴ Suat Oktar ve Suat Yavuz, **Euro ve Türkiye: Sorular ve Cevaplar**, Bilim ve Teknik Yayınevi, İstanbul, 2000, ss. 9-10.

- Fiyat istikrarını sağlamak. Bu bağlamda, Birliğin genel ekonomi politikasını destekleyerek, serbest ve rekabetçi piyasalarla uyum içerisinde etkinliğini sürdürmek.

- Birliğin yürürlükte bulunan döviz kuru rejimine uygun olarak döviz işlemlerini yürütmek.

- Ödemeler sisteminin düzenli biçimde işlemlerini sağlamak.

- Üye ülkelerin döviz rezervlerini bulundurmak ve yönetmek.

- Bankacılık sisteminin denetiminin yapılması ve korunmasına ilişkin politikaların belirlenmesine, koordinasyonuna ve uygulanmasına katılmak.

Temel görevi olan fiyat istikrarını sağlamak üzere AMB, Euro Alanı'nda para arzının kontrolünün yanı sıra faiz oranlarının ve vade yapısının belirlenmesi ile kredi hacmi ve koşullarının tespiti görevini de yüklenmiştir.²³⁵

AB çapında istikrarlı bir para ortamının varlığı için EPB'ye dâhil olan ve olmayan ülkelerin merkez bankaları arasında düzenli bir işbirliğinin ve etkin koordinasyonun sağlanması hedeflenmiştir. Bu hedef için oluşturulan AMBS ise AB'nin tüm üye ülkelerinin merkez bankalarından oluşan ve odak noktası AMB olan sistemi ifade etmektedir. AMB, Euro'nun yönetiminden ve merkez bankasına yönelik işlevlerinin yerine getirilmesinden sorumlu bir tüzel kişilik olmasına rağmen AMBS bir tüzel kişilik niteliğinde oluşturulmamıştır. Birliğin ekonomik bütünleşmesinin farklı düzeylerde gelişmesinin bir sonucu olarak AMBS, AMB ve ulusal merkez bankaları arasında organik bağ kuran kurumsal bir çatı olmuştur. Öte yandan, Euro kullanmayan ülkelerin merkez bankaları, AMBS'nin kilit işlevlerinin icrasında görev alamamakta, bu durum Avrupa merkez bankacılığının karmaşık bir yapıya sahip olmasına yol açmaktadır. Bu karmaşıklığı gidermek adına AMB'nin en üst karar organı olan Governörler Kurulu, Kasım 1998'de sistem kurulduktan sonra "Euro Sistemi" terimini kullanmaya başlamıştır. Böylelikle, AMBS'nin temel görevlerini yerine getiren AMB ve Euro'yu ortak para olarak kabul eden ülkelerin merkez bankalarından oluşan bütünlük, Euro Sistemi olarak adlandırılmıştır.²³⁶

²³⁵ Oktar ve Yavuz, s. 10.

²³⁶ Akçay, AMB, s. 241.

Euro Sistemi ve AMBS, Euro Alanı dışında kalan AB üyesi ülkeler var olduğu sürece, birlikte işlemeyi sürdürecektir biçimde oluşturulmuştur.²³⁷ Euro Sistemi, anlaşma hükümleri ve bağımsızlık ilkesi çerçevesinde, uluslararası yapıyla ulusal otoriteler arasındaki etkileşimi ve koordinasyonu sağlayan parasal sistemi temsil etmektedir.²³⁸ Bununla birlikte, Euro için tek bir merkez bankası değil de, bir sistem (AMBS) yaratılmasının arkasında üç temel siyasi gerekçe bulunmaktadır. Bunlar:²³⁹

- Tüm AB için tek bir merkez bankasının kurulmasını olanaklı kılacak siyasi zeminin koşulları henüz oluşmamıştır.

- Euro Sistemi, ulusal merkez bankalarının deneyimleri üzerine inşa edilmiştir. Bu nedenle, ulusal merkez bankalarının kendi kurumsal altyapılarını ve operasyon kapasitelerini koruyabilmeleri sağlanarak, hem AMBS içerisindeki görevlerini hem de sistemle bağlantılı olmayan öznel görevlerini yerine getirebilmeleri sağlanmış, böylece onların bilgi ve deneyimlerinden faydalanma olanağı doğmuştur.

- EPB'de yer alan ülkelerin ulusal ve kültürel farklılıkları nedeniyle, sisteme en iyi erişimin yerli kurumlar aracılığıyla sağlanabileceği kabul görmüştür. Böylece EPB coğrafyasının genişliği dikkate alındığında, her bir üye ülkenin kredi kurumlarının da merkez bankası sistemine erişimleri sağlanmıştır.

AB, EPB'yi oluştururken izlediği politikalarda, en başından itibaren parasalcı bir yaklaşımla şekillenen neo-liberal politikaları merkeze almıştır. Bu çerçevedeki bir ekonomi yönetiminin, EPB'ye katılmak isteyen ülkelere şart koşulan kriterlerin başına parasal kavramları (fiyat istikrarı, faiz oranı ve döviz kuru) yerleştirmesi de doğal bir sonuç olmuştur. Böylece, ekonomik büyüme ve refah artışının sağlanmasında fiyat ve döviz kuru istikrarı öncelikli unsurlar olarak belirlenmiştir. AB, yakınsama kriterlerinin son ikisinde ve İBP'de olduğu gibi, EPB'ye katılım için mali kriterler de (bütçe ve kamu borcu) belirlemiş, fakat bunları para ve döviz kuru politikalarında olduğu gibi ortak politika yaklaşımıyla pratiğe dökmemiştir.²⁴⁰

²³⁷ ECB, **ECB, ESCB and the Eurosystem**,

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.en.html>, (10.09.2016).

²³⁸ ECB, **The Mission of the Eurosystem**,

https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/mission_eurosys.en.html, (10.09.2016).

²³⁹ Akçay, AMB, s. 242.

²⁴⁰ Akçay, EPB, ss. 354-355.

Euro Sistemi'ne dâhil olan merkez bankalarının ortak politikalar çerçevesinde koordinasyonunda ve denetiminde en büyük sorumluluk mercii olan AMB, ortak parasal politikaların yönetiminden de sorumludur.²⁴¹ Euro Sistemi için ortak nitelikte olan bu politikalar ve AMB'nin parasal stratejisi, çalışmanın ikinci bölümünün üçüncü kısmında incelenmektedir.

2.3. EKONOMİK VE PARASAL BİRLİK'TE PARA VE DÖVİZ KURU POLİTİKALARI

Çalışmanın birinci bölümünde incelendiği üzere, ekonomi politikalarına ilişkin makro seviyedeki kararların en önemlilerinin başında döviz kuru sistemi konusundaki tercih gelmektedir. Parasal politikalar açısından bakıldığında da döviz kuru sistemi asli önemde bir tercihi ifade etmekte ve merkez bankalarının rolünü belirleyen makroekonomik politikaların da çerçevesini çizmektedir.

Döviz kurlarına ilişkin sistem tercihini, kendi parasını başka bir ülkenin parasına sabitleyerek yapan bir ülkenin, özellikle parasal politikalar açısından ciddi sonuçlara hazırlıklı olması gerekmektedir. Örneğin, tam konvertibilite koşullarındaki bir sabit döviz kuru alanında, piyasa oranları sabit kuru ya da pariteyi tehdit ettiğinde, genelde merkez bankası olmak üzere yetkili bir kurumun müdahalesi söz konusu olmaktadır. Bu müdahale zorunluluğu, esasen, döviz kurlarında istikrar sağlamak adına parasal politikaların seferber edilmesi anlamına gelmektedir. Issing'e göre, sabit döviz kuru sistemi bir kez tercih edildiğinde, merkez bankalarının bağımsızlığı *de jure* devam etse bile, sadece kâğıt üzerinde *de facto* bir görüntü oluşturmaktan öteye gidememektedir. Bu durumda, döviz kuru piyasalarına müdahale etme görev ve zorunluluğu, merkez bankasını, para politikaları oluşturma egemenliğinden mahrum bırakmaktadır. Parasal yetkilerini bir parasal birliğe ait merkez bankasına devreden herhangi bir ülke için de benzer bir durum oluşmakta, söz konusu ülke, para politikaları geliştirebildiği manevra alanını yitirmektedir. AMB ve onun para politikaları söz konusu olduğunda da döviz kuru sistemi dâhilinde kur politikalarını belirleyen düzenlemeler başlıca rolü oynamaktadır. Euro Alanı'na üye olan bir ülkenin, parasal politikalar bağlamında yerel bir fiyat istikrarı

²⁴¹ Paul De Grauwe, **Economics of Monetary Union**, 11. Baskı, Oxford University Press, 2016, s. 179.

hedefi ortaya koyabilmesi mümkün olmamakta, bu hedef ancak AMB'nin çizdiği çerçevede uluslararası nitelikteki bir yapıyla belirlenmektedir.²⁴²

2.3.1. Avrupa Merkez Bankası'nın Para Politikaları

Euro'ya geçiş, ABD'deki Federal Rezerv Sistemi'nin 1914 yılındaki kuruluşuna benzer şekilde, modern zamanların en iddialı parasal girişimlerinden biri olarak tarihteki yerini almıştır. Euro'ya geçildikten sonraki süreç, günümüze kadar olan gelişimi itibarıyla iki döneme ayrıldığında, Ocak 1999 ile Ağustos 2007 arası dönemde, oldukça sorunsuz ve hatta 1990'lardaki hazırlık sürecinde öngörülenin bile ötesinde bir başarının elde edildiği görülmüştür. Ağustos 2007'den günümüze kadar olan ve küresel düzeyde olduğu kadar Birlik düzeyinde de finansal krizin etkilerini karakterize eden ikinci dönem ise, daha önce benzeri yaşanmamış yeni deneyimleri ve geleneksel para politikalarının ötesine geçilerek alınan tedbirleri içeren bir dönem olmuştur. Bununla birlikte, asli hedefinin fiyat istikrarını sağlamak olduğu dikkate alındığında Euro Sistemi'nin, her iki dönemde de başarılı şekilde işleyebildiği söylenebilir.²⁴³

Kuruluşundan itibaren AMB'nin asli hedefi, fiyat istikrarını sağlamaktır. Böylece AMB, ekonomi politikalarının işleyişi ve koordinasyonunu fiyat istikrarı hedefini merkeze alarak desteklemektedir. AMB, serbest rekabete dayalı açık piyasa ekonomisinin ilkelerine göre hareket etmekte, bu gerçeklik, AMB'nin temel hedefe ulaşma yolunda uyguladığı para politikalarının teorik arka planı hakkında da ipuçları vermektedir. Dolayısıyla, Birliğin genel ekonomik stratejileri arasında sayılan, özellikle büyüme ve istihdam artışının sağlanmasına yönelik hedefler, en azından kısa dönemde, fiyat istikrarı hedefiyle çelişebilmektedir. Ancak AMB, fiyat istikrarını orta vadeli bir perspektif içinde değerlendirmek suretiyle, ekonomik büyüme ve fiyat istikrarı ilişkisinde ortaya çıkabilecek kısa dönemli²⁴⁴ bozulmalardan çok; daha uzun dönemli etkileşimi göz önünde bulundurmaktadır. AMB'nin

²⁴² Otmar Issing, **The Birth of the Euro**, Cambridge University Press, 2008, ss. 169-170.

²⁴³ Paul Mercier ve Francesco Papadia, **The Concrete Euro: Implementing Monetary Policy in the Euro Area**, Oxford University Press, 2011, s. 1.

²⁴⁴ Kısa vadeyi ifade eden ve enflasyonun ani yükselmeler göstererek hedef sınırı aştığı ekonomik çalkantı dönemlerinde bir takım tedrici düzenlemeler söz konusu olabilmektedir. Bununla birlikte AMB, fiyat istikrarını orta vadede istikrar olarak belirlemiş, fakat "orta vade"den ne kastettiğine dair net bir tanım yapmamıştır (De Grauwe, s. 190).

kurulduktan sonraki ilk aylık raporunda da²⁴⁵ bu konu belirtilmiş ve birçok argümanın fiyat istikrarının önemine işaret ettiği vurgulanmıştır. Fiyat istikrarının asli hedef olarak belirlenmesinin gerekçeleri AMB tarafından özetle aşağıdaki gibi sıralanmıştır:²⁴⁶

- Fiyat istikrarı, genel fiyat gelişmelerine ilişkin belirsizliğin azaltılmasını ve dolayısıyla, görece fiyatların şeffaflığının artırılmasını sağlamaktadır. Enflasyon belirsizliğinin azalmasıyla, kaynakların yanlış tahsis edilmesi önlenmekte ve piyasanın kaynakları en üretken ve verimli şekilde yönlendirerek, ekonomik verimliliğin ve dolayısıyla hane halkı refahının olumlu yönde etkilenmesine yardımcı olmaktadır.

- İstikrarlı fiyatlar, uzun vadeli faizlerin taşıdığı risk primini azaltarak yatırımları olumlu yönde harekete geçirmektedir.

- Fiyat istikrarı sağlandığı takdirde ekonomik aktörler, enflasyon ve deflasyona karşı tedbir almak zorunda kalmamakta ve reel kaynakların yatırıma yöneltilmesi teşvik edilmektedir.

- Fiyat istikrarı, kaynak dağılımının etkinleştirilmesi yolunda önemli bir adım olmakta, böylelikle sosyal barışın sağlanması için temel teşkil etmektedir. Özellikle enflasyon veya deflasyon dönemlerinde en büyük zararı toplumun en yoksul grupları görmekte, 20. Yüzyıl boyunca yaşanan deneyimlerin gösterdiği gibi, yüksek enflasyon oranları sıklıkla toplumsal ve siyasi istikrarsızlıklara yol açmaktadır.

- Fiyat istikrarının korunması, yaşam standardını yükseltmek, istikrarlı ve geniş ekonomik faaliyet ve istihdam düzeyi sağlamak gibi daha büyük ekonomik hedeflere ulaşılması için sağlam bir altyapı oluşturmaktadır.²⁴⁷

Euro Sistemi dâhilinde fiyatlarda ve döviz kurlarında istikrarı sağlama hedefine koşut olarak AMB, tam istihdam düzeyi ve enflasyonist olmayan sürdürülebilir büyüme gibi AB'nin temel hedeflerini de gözeterek genel ekonomi politikalarının tutarlılığından sorumlu tutulmuştur. Böylece, AMBS'nin

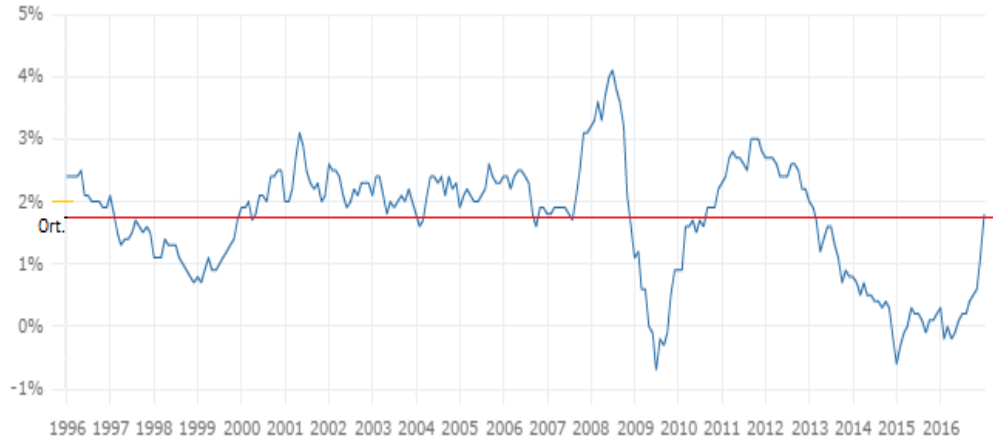
²⁴⁵ Euro Sistemi'nde uygulanacak istikrar odaklı para politikası stratejisini ilk kez detaylandıran söz konusu rapor için bkz.; ECB, **Monthly Bulletin: January 1999**, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb199901en.pdf>, (01.10.2016).

²⁴⁶ Bayram Çolakoğlu, "Avrupa Merkez Bankası'nın Para Politikası Stratejisi ve Teorik Temelleri", **Bilgi Dergisi**, Cilt: 8, Sayı: 1, 2004, ss. 96-97.

²⁴⁷ Avrupa Merkez Bankası, **Fiyat İstikrarı: Sizin İçin Neden Önemlidir?**, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No: 308 (Elektronik Kitap), <https://www.tbb.org.tr/Content/dijitalkitaplar/istikrar/pdf/TBB-fiyat-istikrari-dijital-kitap.pdf>, (15.09.2016), ss. 23-27.

yönetiminden sorumlu olan AMB, parasal politikaları ve parasal dinamiklerle yakın etkileşimde olan döviz kuru politikalarını, serbest piyasa ekonomisinin ilkeleri çerçevesinde belirlemekle görevlendirilmiştir. Bu ilkeler ekseninde oluşturulan para politikası stratejisi, fiyat istikrarının sürdürülmesine odaklanmıştır. Fiyatlar genel düzeyinin kısa vadede değişkenliği dikkate alındığında, AMB'nin parasal stratejisi, orta vadeli hedeflere yönelik tutarlı ve sistematik bir yaklaşım geliştirmeye çalışmaktadır. Bu yaklaşım, fiyat istikrarının ele alınış biçimi ve fiyat düzeyindeki gelişmelerin analizi olmak üzere iki önemli bileşeni içermektedir. İlk bileşen, fiyat istikrarının kantitatif tanımıyla ortaya konulmuştur. Euro Alanı için uyumlaştırılmış tüketici fiyat endeksinde (harmonized index of consumer prices / HICP)²⁴⁸, kaydedilen artışların bir önceki yıla göre % 2'nin altında kalması olarak tanımlanmış ve fiyat istikrarının orta vadede sürdürülmesi de bu tanıma eklenmiştir. Zamanla uluslararası piyasalarla yaşanan bazı olumsuz gelişmeler (petrol fiyatlarındaki hızlı artışlar gibi), % 2'lik üst sınıra yakın oranların hedeflendiği, deflasyon riskini de gözetilen bir stratejiye yol açmıştır (Şekil 5).²⁴⁹

Şekil 5: Euro Alanı'nda Enflasyon Oranları (%)



Kaynak: ECB, **Macroeconomic and Sectoral Statistics: HICP**, <https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html>, (25.05.2017).

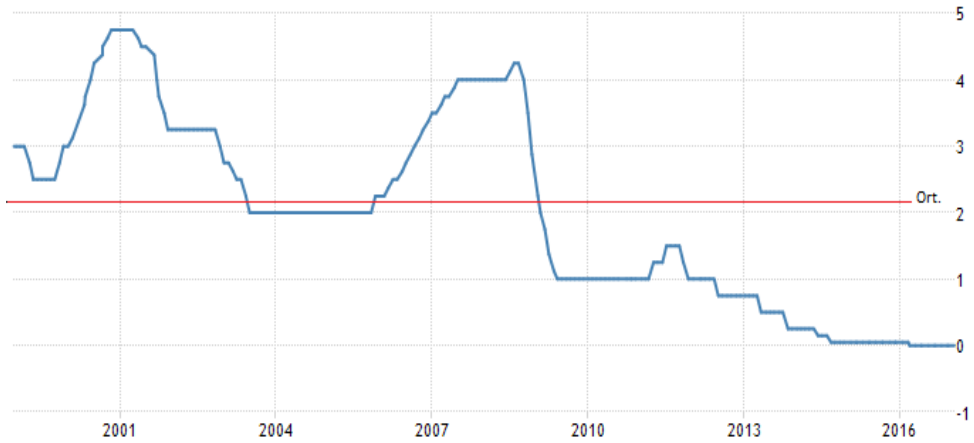
AMB, izlediği para politikası stratejisinde, kısa vadeli piyasa faizini piyasalara sinyal vermek üzere gösterge faiz olarak kullanmaktadır. AMB, kısa

²⁴⁸ HICP, Euro Alanı'ndaki ulusal fiyat endekslerinin uyumlu hale getirilmesiyle oluşturulan endeksi ifade etmektedir (De Grauwe, s. 190).

²⁴⁹ Akçay, AMB, ss. 242-243.

vadeli gösterge faiz oranına yönelik kararlarında HICP, ekonomideki para arzı (M3), döviz kuru ve büyüme oranını dikkate almaktadır. EPB'nin başlangıcında % 3 olarak belirlenen gösterge faiz oranı, takip eden yıllarda ekonomik büyüme hızında ve enflasyon düzeyinde kaydedilen gerilemeye uluslararası piyasalardaki dalgalanmalar da eklenince (petrol fiyatlarındaki artış gibi) başta bir yükseliş göstermekle birlikte, 2001 yılı ortalarından itibaren düşüş trendine girmiştir. Haziran 2003 itibariyle, İkinci Dünya Savaşı'ndan beri kaydedilen en düşük düzey olan % 2'ye kadar gerilemiştir. Birliğin fiyat istikrarı hedefiyle tutarlı olan bu dönemi, 2003 yılının sonu ve 2004 yılının başı itibariyle dolaylı vergilerde artış, yükselen enerji fiyatları ve Euro'daki değerlenmenin gecikmeli etkisiyle, 2006 yılı ortalarından itibaren gösterge faiz oranlarındaki artış dönemi izlemiştir. Alınan artış kararları sonucunda, % 4'lere kadar yükselen faiz oranının, 2008'deki ABD kaynaklı finans krizinin küresel etkileriyle birlikte kaçınılmaz düşüşü başlamıştır (Şekil 6). Böylece kaybolan güven ve istikrar ortamını yeniden tesis etmeyi hedefleyen AMB, bir yandan piyasalara likidite enjekte ederek, diğer yandan faiz oranlarını hızla düşürerek, parasal stratejisinin geleneksel çizgisini terk etmek zorunda kalmıştır.²⁵⁰

Şekil 6: AMB'nin Gösterge Faiz Oranında Gelişmeler (%)



Kaynak: ECB, **Benchmark Interest Rate**, <http://www.ecb.europa.eu/>, (25.05.2017); Trading Economics, **Euro Area Interest Rate**, <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate>, (25.05.2017).

İlk olarak Haziran 2014'te, küresel finans krizinin olumsuz etkilerinden kurtulmak ve ekonomiyi harekete geçirip enflasyon düzeyini ve istihdam oranını

²⁵⁰ Akçay, AMB, ss. 243-244.

yükseltebilmek için AMB, mevduat faiz oranlarını % -0,4 ile “sıfır”ın altına çekerek para politikalarında ilk kez “negatif faiz” enstrümanını kullanmak durumunda kalmıştır.²⁵¹ Parasal genişleme politikalarının etkinliğinin azaldığı koşullarda gerçekleştirilen ve içerdiği finansal risklere rağmen borçlanma maliyetlerini düşürüp kredi talebini yükseltmeye yönelik bu uygulama, bir yandan Birlik ekonomisinin canlanması, diğer yandan Euro değerindeki düşüşe karşılık dış ticarete rekabet üstünlüğü sağlanması beklentileriyle tercih edilmiştir. Bu çerçevede, para politikalarına etkileriyle birlikte AMB’nin geleneksel yönelimlerini değiştirmesine neden olan küresel krizin Euro Alanı’ndaki tezahürü, çalışmamızın ikinci bölüm dördüncü kısmında incelenmektedir.

AMB’nin para politikası stratejisinde, kantitatif olarak tanımlanmış bir fiyat istikrarı hedefine ulaşılması ve bunun orta vadede sürdürülmesini ifade eden birinci bileşeni tamamlayan diğer bileşen ise, fiyat düzeyindeki gelişmelerin analizi olarak belirlenmiştir. Bu bağlamda AMB, ekonomik ve parasal analizi içeren iki boyutlu bir yaklaşımla fiyat düzeyindeki gelişmeleri analiz etmektedir. Ekonomik analizle, kısa vadeden orta vadeye uzanan süreçlerde genel fiyat düzeyinin belirleyicileri ve riskleri değerlendirilmekte ve mal, hizmet ve işgücü piyasalarındaki arz - talep ilişkisi dikkate alınarak, fiyat gelişmeleri ile reel sektör dinamiklerinin etkileşimini belirleyen faktörler analiz edilmektedir. Parasal analiz ise, ekonomik analizin göstergelerinin, orta ve uzun vadeli parasal göstergelerle çapraz kontrolünü içermektedir. AMB’nin parasal analizleri, parasal büyüme ile enflasyon arasındaki yakın ilişkiyle temellendirilmektedir. Sonuç olarak, ekonomik ve parasal analizi içeren iki boyutlu yaklaşımla, AMB’nin para politikası stratejisi belirlenmekte ve EPB’de fiyat istikrarına yönelik risklerin değerlendirilmesi mümkün olabilmektedir. Söz konusu analizler ile AMB’nin en üst karar organı olan guvernörler kurulunun para politikası kararları için bir çerçeve oluşturulmakta ve AMB, açık piyasa işlemleri, devamlı kolaylıklar (marjinal ödünç verme kolaylığı ve mevduat kolaylığı) ve asgari kanuni karşılıklar gibi para politikası araçlarıyla para piyasasındaki likiditeyi yönlendirmekte ve faiz oranlarını kontrol etmektedir.²⁵²

²⁵¹ Benoît Cœuré, “Assessing the Implications of Negative Interest Rates”, **Yale Financial Crisis Forum**, Yale School of Management, New Haven, 28 Temmuz 2016, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160728.en.html>, (02.10.2016).

²⁵² Akçay, AMB, s. 245.

AMB, % 2'nin altında fakat bu orana yakın olarak katı biçimde ortaya koyduğu fiyat istikrarı hedefini, varoluşunun ilk 15 yılında başarı ile gerçekleştirebilmiştir. Ancak, Euro Alanı'ndaki borç krizi nedeniyle başlayan deflasyon riski, % 2 olarak belirlenen enflasyon üst sınırına yakın oranların sağlanmasını olanaksız hale getirmiştir. Bu durum, Ocak 2015 itibariyle AMB'nin olağan fiyat istikrarı stratejisini bir kenara bırakmasına ve büyük miktarda tahvil alımı gerçekleştirerek parasal tabanı genişletici önlemler almasına yol açmıştır.²⁵³

2.3.2. Avrupa Merkez Bankası'nın Döviz Kuru Politikaları

AMBS, para politikaları ile yakından ilgili olan döviz kuru politikaları için de gözetilecek birincil hedefi fiyat istikrarı olarak belirlemekte, kur politikası hedefleri ise ikincil öncelik olmaktadır.²⁵⁴ Bununla birlikte, EPB'de yer alan ülkeler için, para politikalarının yanı sıra, döviz kuru politikaları da ortak politika niteliğindedir. Euro Sistemi'ni yöneten AMB, Euro ile diğer para birimleri arasındaki kurun yönetiminden sorumludur. Böylece AMB, Euro'nun, üçüncü ülkelerin para birimleri karşısındaki istikrarını korumak hedefiyle, döviz piyasalarını takip etmekte ve kur istikrarına yönelik riskleri asgariye indirmek için döviz operasyonlarını yürütme görevini de üstlenmektedir. Euro'nun, gerek DKM II²⁵⁵ mekanizmasında yer alan ulusal paralarla, gerekse Birlik dışı ülke paralarıyla ilişkileri bu görev çerçevesinde yürütülmektedir. Bununla birlikte, döviz kuru politika ve stratejilerine yönelik karar alma sorumluluğu, Avrupa Konseyi, ECOFIN (Ekonomi ve Maliye Bakanları Konseyi) ve AMB arasında paylaşılmıştır. Konsey, Euro ile AB dışındaki ülkelerin paraları arasında döviz kuru sistemine yönelik anlaşmalar yapabilmektedir. Böylece kur politikaları, son söz Konsey'e ait olmakla birlikte, AMB ve ulusal merkez bankaları tarafından uygulanmaktadır. Konsey, döviz kuru sistemine ilişkin herhangi

²⁵³ De Grauwe, s. 212.

²⁵⁴ Türel, s. 410.

²⁵⁵ Günümüzde, DKM II'de yer alan tek ülke Danimarka'dır. Letonya Latı'nın 1 Ocak 2014; Litvanya Litası'nın ise 1 Ocak 2015 itibariyle EPB'ye geçişiyle, Danimarka Kronu, \pm % 2,25'lik dalgalanma bandıyla, DKM II'de kalan tek ulusal para birimi olmuştur (Danmarks Nationalbank, **Foreign Exchange Rate Policy and ERM II**,

http://www.nationalbanken.dk/en/monetarypolicy/fixe_exchange_rate_and_ERM2/Pages/Default.aspx, (25.03.2017); European Commission, **ERM II - the EU's Exchange Rate Mechanism**, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area/enlargement-euro-area/introducing-euro/adoption-fixed-euro-conversion-rate/erm-ii-eus-exchange-rate-mechanism_en, (25.03.2017).

bir anlaşmanın olmadığı koşullarda, nitelikli oy çokluğu ile kur politikalarında genel yönlendirmeler formüle edebilmektedir. Bununla birlikte, döviz kurlarına yönelik tüm karar ve uygulamalar, “EPB’de fiyat istikrarının sağlanması” asli hedefiyle çelişmeyecek şekilde, AMB’nin bağımsızlığı ve görüşleri dikkate alınarak gerçekleştirilmektedir.²⁵⁶

AMBS çerçevesinde, sadece Euro Alanı’nda değil, tüm Birlik üyesi ülkelerde, döviz kurlarında sürdürülebilir istikrarın sağlanması hedeflenmektedir. AMB, EPB’ye dâhil olmayan Birlik ülkelerinin ve Birlik dışındaki ülkelerin ulusal paraları ile Euro arasındaki dalgalanmaları önlemek için, Euro Sistemi üyesi merkez bankalarından AMB’ye devredilen rezervleri kullanarak, döviz piyasalarına müdahale edebilmektedir.²⁵⁷ Söz konusu müdahalelerin bir boyutu DKM II çerçevesindeki işleyiş, diğer boyutu ise başta Amerikan Doları ve Japon Yeni olmak üzere üçüncü ülke paralarıyla olan kur değişimlerinin yönetilmesidir. DKM II yoluyla, Euro Alanı dışındaki Birlik üyesi ülkelerin ulusal paralarının Euro’ya sabit fakat ayarlanabilir merkez kurları oluşturulmuş ve dalgalanma marjı \pm % 15 olarak düzenlenmiştir. Euro ile mekanizmaya dâhil olan ulusal para arasında yakınlaşma yönünde bir eğilimin oluşması durumunda ise söz konusu dalgalanma marjı (Danimarka Kronu örneğindeki gibi) daraltılabilmektedir. EPB dışındaki ülkeler için DKM II’ye katılmak opsiyonel olmakta, bununla birlikte, mekanizma çerçevesinde yürütülen AMB operasyonları, Birlik genelindeki tüm piyasaların istikrarını korumak hedefiyle gerçekleştirilmektedir. Böylece, EPB dışındaki ülkeleri de gözetilen koşulların oluşturulması ve Euro’ya geçişlerinin teşvik edilmesi önemsenmektedir.²⁵⁸

ABD’den sonra dünyadaki ikinci büyük sabit döviz kuru alanı olan Euro Alanı’nın tek para birimi olan Euro, üçüncü ülke paraları karşısında serbestçe dalgalanmakta ve değeri (çalışmanın birinci bölümünde teorik çerçevesi çizilen) bir dizi içsel ve dışsal ekonomik/politik faktörlerce belirlenmektedir. Euro’nun kullanılmaya başlanmasından itibaren Dolar, Yen ve Sterlin gibi küresel düzeyde önemli paya sahip ekonomilerin para birimleri karşısındaki konumunun şekillenmesinde, AMB’nin fiyat istikrarını asli hedef alan kur politikaları belirleyici bir faktör olmuştur. Nitekim AMB’nin, Euro’nun görece zayıf bir görüntü çizdiği

²⁵⁶ Akçay, AMB, s. 246.

²⁵⁷ Yücememiş, s. 150.

²⁵⁸ Akçay, AMB, 247.

dönemlerde, EPB'nin işleyişine yönelik şüphelere ve Euro'ya yönelik risk beklentilerinin olgunlaşmasına izin vermeden, faiz oranlarını yükselterek fiyat ve kur istikrarını gözetmek durumunda kaldığı görülmektedir.

Şekil 7: Euro-Dolar Paritesi (04.01.1999 - 25.08.2017)



Kaynak: ECB, **Euro exchange rates USD**,
<https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange>, (25.08.2017).

Şekil 8: Euro-İngiliz Sterlini Paritesi (04.01.1999 - 25.08.2017)



Kaynak: ECB, **Euro exchange rates Pound Sterling (GBP)**,
<https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange>, (25.08.2017).

Şekil 9: Euro-Yen Paritesi (04.01.1999 - 25.08.2017)



Kaynak: ECB, **Euro exchange rates JPY**,
<https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange>, (25.08.2017).

AMB, Euro'nun en düşük değerinin kaydedildiği erken dönemlerinde²⁵⁹, ABD'nin ısrarlı talebini de dikkate alarak Euro'nun değerini yükseltmek için ABD ve Japonya ile birlikte döviz piyasalarına ortak müdahalede bulunmuştur.²⁶⁰ Euro değerindeki potansiyel düşüşlerin dünya ekonomisinde yol açacağı olumsuzluklara dikkat çeken ülkelerden İngiltere ve Kanada'nın da katıldığı müdahalede AMB, kendi rezervlerinden Euro'ya karşılık piyasaya döviz satarak Euro'nun değerinin yükselmesini sağlamıştır. Bununla birlikte AMB, Euro Alanı'ndaki fiyat gelişmeleri üzerinde döviz kuru zayıflığının etkisine dikkat çeken tepkileri dikkate alarak, Kasım 2000 itibariyle döviz kuru piyasalarına bu kez tek başına müdahale etmiş ve fiyat istikrarının sağlanmasına tanıdığı önceliği ortaya koymuştur.²⁶¹

EPB'nin, Euro'yu ortak para birimi olarak tedavüle sokup, klasik bir sabit döviz kuru alanından potansiyel bir OPA olma yolundaki parasal birliğe geçişi başlatmasına koşut olarak, Euro'nun, öngörüldüğü gibi bir "uluslararası para"

²⁵⁹ Euro - Dolar paritesi Eylül 2000'de 0.84'e kadar gerilemiştir (ECB, **Euro exchange rates USD**, <https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html>, (25.03.2017).

²⁶⁰ ECB, "The ECB Announces Joint Intervention in the Exchange Markets, Directorate General Communications", **Press Release**, 22 Eylül 2000, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2000/html/pr000922.en.html>, (25.03.2017).

²⁶¹ Issing, s. 175.

kimliğine sahip olup olamayacağına yönelik spekülasyonlar da gündeme gelmiştir.²⁶² Günümüzde bu spekülasyonların yerini, Euro'nun, Amerikan Doları'na gerçek manada rakip bir uluslararası para birimi olup olamayacağına yönelik tartışmalar almıştır. Euro'nun uluslararası rolünü sorgulayan söz konusu tartışmaların üzerinde şekillendiği gerçeklik ise, 2008 yılı itibariyle küresel ölçekte tetiklenen finansal krizin etkileriyle birlikte farklı bir boyut kazanmıştır. Bu bağlamda, çalışmanın bundan sonraki kısmında Euro'nun küresel ekonomideki yeri incelenmektedir.

2.4. EURO'NUN KÜRESEL EKONOMİDEKİ YERİ

Euro'nun sahneye çıkışıyla birlikte, uluslararası ve rezerv para niteliğindeki Dolar'a rakip bir para birimi ortaya çıkmış, küresel finansal sistem yeni bir aktör kazanmıştır. Böylece Avrupa bütünleşmesi, oluşturduğu ortak para birimiyle uluslararası arenadaki en etkin vasıtasına kavuşmuştur.²⁶³ Euro, ait olduğu parasal birliğin de ötesinde güçlü bir varoluşa sahip uluslararası bir para, diğer bir deyişle küresel düzeyde etkin bir para birimi olarak, daha eski bir parasal birliğe ait olan Amerikan Doları'nın ardından ikinci büyük uluslararası para konumuna yükselmiştir. Dolayısıyla, başta ortak para olarak kullanıldığı Euro Alanı olmak üzere, AB genelinde ve küresel ölçekte kayda değer etkilere yol açmıştır. Son yıllarda gündemi meşgul eden Euro Alanı'ndaki ekonomik kriz ve bu krizin doğurduğu sonuçlar da Euro'nun küresel ekonomideki yerinin ve etkilerinin kapsamını somutlaştıran bir sürece kapı aralamıştır.

2.4.1. Euro'nun Uluslararası Rolü

Çalışmanın ilk bölümünde döviz kuruna yönelik kavramsal analizde de belirtildiği gibi, herhangi bir para biriminin “uluslararası para” olarak nitelendirilebilmesi için başlıca koşul, kendi vatandaşları veya bir grup ülke tarafından kullanılmasından öte, dünyanın geri kalanında da kabul görmesidir.

²⁶² Issing, s. 176.

²⁶³ Kevin Boles, Frank McDonald ve Nigel Healey, “The Euro: A Future International Currency”, **European Integration in the 21st Century**, (Ed. Mary Farrell, Stefano Fella ve Michael Newman), Sage Publications, Londra, 2002, s. 119.

Standart sınıflandırmada bir para biriminin nitelikleri, “değişim aracı”, “hesap birimi” ve “tasarruf aracı” olarak ortaya konulurken; uluslararası bağlamdaki sınıflandırmada ise resmi kullanımı (müdahale parası, çapa veya kur sabitleme parası, rezerv para) ve özel kullanımı (ödeme ve faturalandırma parası, fiyatlandırma parası, yatırım ve finansman parası) bakımından farklı özellikleriyle tanımlanabilmektedir. Bununla birlikte, bir paranın uluslararası rolü konusunda, söz konusu paraya ait döviz kuru ve faiz oranları gelişiminin diğer para birimlerine ait benzer değerleri aynı yönde ve ne ölçüde etkilediğinin de önemli bir ayırt edici unsur olduğu dikkati çekmektedir. Aslında, paranın uluslararası rolüne yönelik bütün bu özellikler birbiriyle bağlantılı olarak ortaya çıkmakta ve herhangi bir para, yabancı ülkelerde ne kadar yoğun kullanılmaktaysa, döviz kuru ve faiz oranı değişimelerindeki belirleyiciliği o oranda yüksek olmaktadır.²⁶⁴

Euro Alanı’nda ülkelerin, şirketlerin ve bireylerin mal ve hizmet alışverişlerinde kullandığı ortak para birimi olan Euro, aynı zamanda tasarruf ve yatırımlar yoluyla geleceğe yönelik değer yaratma aracı olarak da kullanılmaktadır. Bununla birlikte, ABD’nin ardından dünyanın en büyük ikinci ekonomisi olan Euro Alanı ekonomisinin boyutları, istikrarı ve gücü, Euro’nun kendi sınırlarının da ötesinde talep görmesini kolaylaştırmaktadır. Üçüncü ülkelerdeki kamu ve özel sektör birimleri, ticaret yapmak ve döviz rezervi bulundurmak gibi çeşitli amaçları ve ihtiyaçları için Euro’yu kullanmaktadır. Bu bağlamda Euro, günümüzde Dolar’ın ardından en önemli ikinci para birimi olarak uluslararası finansal ve parasal sistemde yaygın olarak kullanılmakta ve bu durum Euro’nun küresel karakteristiğini ortaya koymaktadır.²⁶⁵

Euro’nun küresel karakteristiği, bir yanda Euro Alanı’nın ekonomik yapısı ve gücü, diğer yanda küresel ticarete kapladığı hacim ile doğrudan ilişkilidir. ABD’yi geçen nüfusuyla önemli bir demografik güç olmasının yanında, ürettiği yıllık katma değer küresel üretime oranı (% 11,9) ile Çin Halk Cumhuriyeti (% 17,1) ve ABD’nin (% 15,8) ardından üçüncü sırada gelen Euro Alanı, istihdam verilerinde ise diğer büyük ekonomilerin gerisinde yer almaktadır. Bununla birlikte, 2008 yılında

²⁶⁴ Philipp Hartmann ve Otmar Issing, “The International Role of the Euro”, **Journal of Policy Modeling**, Cilt: 24, Sayı: 4, 2002, ss. 316-317.

²⁶⁵ European Commission, **The Euro in the World**, http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/world/index_en.htm, (03.10.2016).

girdiği kriz sürecinin istihdam oranları ve kamu maliyesinde yol açtığı olumsuz etkilere rağmen Euro Alanı, kişi başına düşen GSYİH açısından dünya ekonomileri arasında ön sıralarda yer almaktadır. Öte yandan, IMF ve G7 gibi önde gelen küresel finans organizasyonları, Euro Alanı'nı, ekonomik anlamda tek bir tüzel kişilik ve bağımsız bir aktör olarak değerlendirmeye başlamıştır. Bu yönüyle Euro Alanı, küresel platformlarda yeknesak bir güç olarak rekabet yeteneğini giderek güçlendirmekte ve karar alma süreçlerinde söz sahibi olmaktadır.

Tablo 5: Euro Alanı ve Seçilmiş Büyük Ekonomilere Ait Reel Göstergeler (2015)

Reel Göstergeler		Euro Alanı	ABD	Japonya	Çin
- Genel					
Nüfus	<i>Milyon</i>	339.0	321.6	126.8	1,367.8*
GSYİH	<i>Dünya %</i>	11,9	15,8	4,3	17,1
Kişi başı GSYİH	<i>Bin €</i>	30.8	43.0	28.7	10,2*
- Sektör					
Tarım	<i>Toplam %</i>	1,6	1,3*	1,2*	8,9
Sanayi	<i>Toplam %</i>	24,9	20,7*	26,9*	40,0
Hizmetler	<i>Toplam %</i>	73,5	78,0*	72,0*	49,8
- İstihdam					
İşsizlik	<i>%</i>	10,9	5,3	3,4	4,0
İşgücü katılım oranı	<i>%</i>	72,4	72,6	76,0	-
İstihdam oranı	<i>%</i>	64,5	68,1*	72,8*	-
- Kamu					
Bütçe açığı	<i>GSYİH %</i>	-2,1	-4,9*	-6,2*	-2,7
Kamu borcu	<i>GSYİH %</i>	90,7	97,3	233,7	43,9
Kamu gelirleri	<i>GSYİH %</i>	46,6	33,1*	35,8*	29,2
Kamu harcamaları	<i>GSYİH %</i>	48,6	38,1*	42,0*	31,9
- Dış Ticaret					
Mal ihracatı	<i>GSYİH %</i>	20,2	8,4	15,1	21,6*
Mal ve hizmetler ihracatı	<i>GSYİH %</i>	27,6	12,5	19,0	24,3*
Mal ithalatı	<i>GSYİH %</i>	16,8	12,6	15,2	17,4*
Mal ve hizmetler ithalatı	<i>GSYİH %</i>	23,6	15,3	19,5	21,7*
İhracat (Euro Alanı içi ticaret dâhil)	<i>Dünya %</i>	25,2	9,2	3,8	13,9
İhracat (Euro Alanı içi ticaret hariç)	<i>Dünya %</i>	15,6	10,4	4,3	15,7
Cari işlemler dengesi	<i>GSYİH %</i>	3,2	-2,6	3,3	2,7*

* 2014 verileri

Kaynak: ECB, **Structure of the Euro Area Economy**,

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/eaec/html/index.en.html> , (25.05.2017).

Tablo 5'te görüldüğü gibi, üretim düzeyi ve ticaret hacmi bakımından neredeyse ABD ile eşit bir konumda olan Euro Alanı, finansal pazarlar açısından ABD'nin oldukça gerisinde kalmakta, Dolar'ın uluslararası finansal varlık

piyasalarında Euro'nun iki katından daha geniş bir hacme sahip olduğu görülmektedir (Tablo 6). Böylece, Euro Alanı'nın reel ekonomisi ABD ile yakın büyüklükte iken, finansal ekonomi açısından aynı durumun geçerli olmadığı görülmektedir.²⁶⁶ Bununla birlikte, Euro cinsinden finansal varlıkların ABD'de, Dolar cinsinden finansal varlıkların ise Euro Alanı'nda % 60'dan fazla bir paya sahip olduğu dikkati çekmektedir. Dolar cinsinden varlıkların Balkan Ülkeleri ve Türkiye'nin de içinde bulunduğu AB üyesi olmayan Avrupa ülkelerindeki yoğunluğu; Euro cinsinden varlıkların ise Euro Alanı dışındaki AB üyesi ülkelerdeki yoğunluğu yine dikkat çekici bir görüntü oluşturmaktadır.

Tablo 6: Euro'nun Uluslararası Tahvil ve Senet Piyasalarındaki Payı (2015)

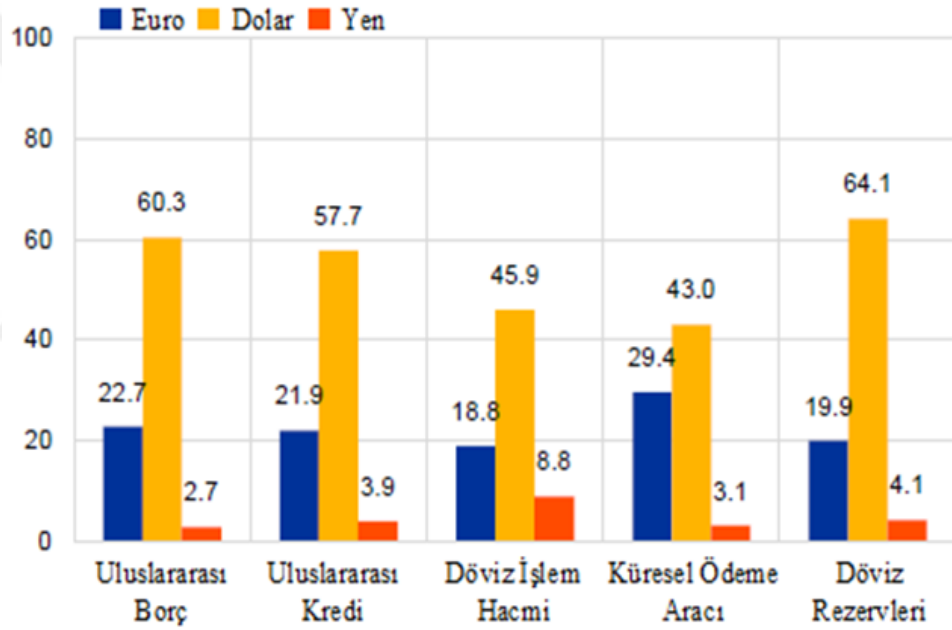
ÜLKE GRUBU	Toplam (milyar \$)	Dolar (%)	Euro (%)	Yen (%)	Diğer (%)
- Afrika	78	80,8	10,3	3,5	5,3
- Asya ve Pasifik	1.414	64,9	14,4	3,1	17,7
Japonya	201	85,1	9,2	...	5,8
- Avrupa	6.031	51,1	25,5	4,3	19,1
Euro Alanı	2.805	60,9	...	5,3	33,8
Danimarka, İsveç, Birleşik Krallık	2.595	42,1	48,7	3,2	6,0
Euro Alanı dışındaki AB ülkeleri	185	30,3	63,5	3,3	2,9
AB 28	5.585	51,2	24,7	4,2	19,9
AB üyesi olmayan gelişmiş Avrupa ülkeleri	336	38,3	43,6	7,3	10,8
AB üyesi olmayan gelişmekte olan Avrupa ülkeleri	110	86,9	9,2	0,0	4,0
- Uluslararası Kuruluşlar	1.647	32,2	44,7	1,6	21,5
- Latin Amerika	646	85,1	10,6	1,4	2,9
- Orta Doğu	292	82,6	10,7	2,9	3,8
- Kuzey Amerika	1.495	35,3	40,2	4,3	20,2
Kanada	720	73,3	17,1	0,6	8,9
ABD	775	...	61,6	7,7	30,7
- Off-shore merkezleri	2.111	79,0	6,1	5,1	9,8
TOPLAM	13.714	55,3	24,2	3,8	16,7

Kaynak: ECB, "The International Role of the Euro", **Interim Report**, Haziran 2016, (Interim Report).

²⁶⁶ De Grauwe, s. 247-248.

Bir rezerv para olarak Euro, küresel döviz rezervlerinin yaklaşık beşte birini oluşturmakla birlikte, küresel ölçekte % 64 gibi büyük bir orana sahip olan Dolar'ın ardından ikinci sırada gelmektedir (Şekil 10 ve 11). Döviz rezervleri bakımından ortaya çıkan bu büyük fark, Dolar'ın uluslararası borçlanma, kredi ve döviz işlemlerinde kullanım boyutu açısından da kendisini göstermekte ve Dolar'ı, Euro ve diğer para birimleri karşısında oldukça üstün bir konuma taşımaktadır. Bununla birlikte henüz 17 yıllık bir geçmişe sahip olduğu dikkate alındığında Euro'nun, bu alanda oldukça önemli bir düzeye eriştiği dikkati çekmektedir. Bu önemin zamanla daha da artması doğal bir sonuç olacaktır.

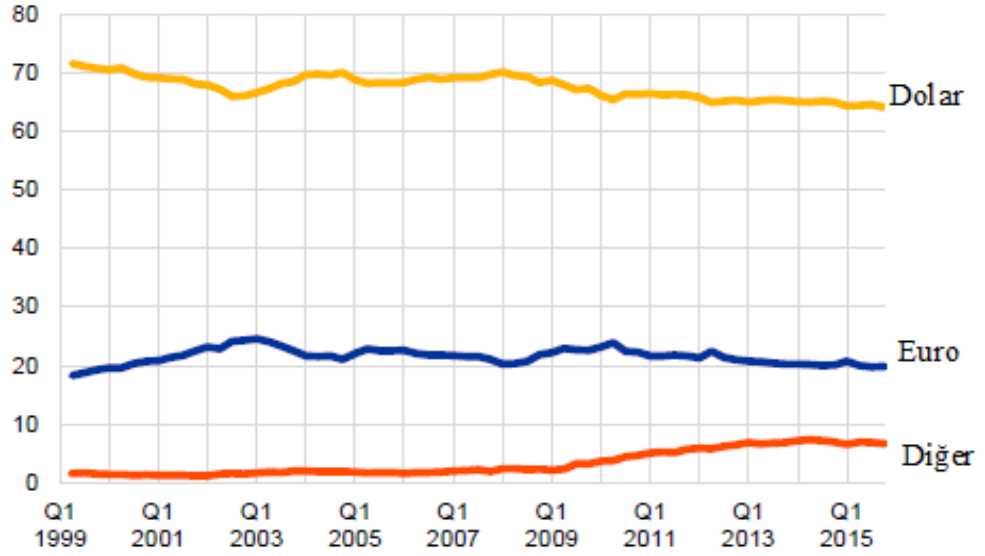
Şekil 10: Uluslararası Parasal Sistemde Euro (% , 2015)



Kaynak: ECB, Interim Report.

Euro, döviz kuru piyasalarında işlem gören ikinci büyük para olarak, küresel ölçekteki günlük işlemlerde % 30'a yakın bir oranda finansal mübadeleye konu olmaktadır. Bu oran, Euro'nun küresel ödeme aracı olma niteliğini göstermektedir. Bununla birlikte, Dolar'ın % 43'lük bir oranla bu alanda da öncü konumda olduğu görülmektedir.

Şekil 11: Euro'nun Küresel Döviz Rezervlerindeki Payının Gelişimi (% , 2015)



* Sabitlenmiş kurlar ile hesaplanan oranları içermektedir.

Kaynak: ECB, Interim Report.

Günümüzde, Euro Alanı'nın gerçekleştirdiği toplam ithalatın ortalama olarak % 50'sinden; toplam ihracatın ise ortalama % 60'ından fazlası Euro ile ödenmektedir. Euro, yalnızca Euro Alanı ve diğer ülkeler arasında değil, üçüncü ülkelerin de kendi aralarındaki uluslararası ticarete konu ödeme ve faturalandırma süreçlerinde kullanılan bir para birimi olarak önemini artırmıştır.²⁶⁷

Tablo 7: Euro Alanı'nın EPB Dışı Ticaretinde Ödeme Birimi Olarak Euro'nun Payı

Yıl	Euro Alanı			
	Mal (%)		Hizmetler (%)	
	İhracat	İthalat	İhracat	İthalat
2006	59,5	48,8	51,0	53,8
2007	59,6	47,9	54,5	55,7
2008	63,6	47,5	55,5	57,7
2009	64,1	45,2	53,4	56,1
2010	63,4	49,4	52,7	56,9
2011	69,9	52,2	55,0	60,5
2012	66,7	51,3	49,6	55,9
2013	60,0	47,4	62,9	51,6
2014	58,9	48,2	63,4	52,6
2015	58,2	48,1	62,2	52,3

Kaynak: ECB, Interim Report.

²⁶⁷ European Commission, **International Financial Markets**, http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/world/markets/index_en.htm, (04.10.2016), (IFM).

Tablo 8: Euro Alanı Dışındaki Seçilmiş Avrupa Ülkelerinin Dış Ticaretinde Euro'nun Payı (2015)

Ülke	Mal (%)		Hizmetler (%)	
	İhracat	İthalat	İhracat	İthalat
Bulgaristan	59,8	53,8	73,0	57,6
Çek Cum.	78,6	68,0	71,3	76,6
Hırvatistan	*80,0	*70,6	-	-
Polonya	**66,1	**54,8	**66,1	**58,9
Romanya	76,8	69,2	67,8	49,5
İsveç	20,6	21,7	-	-

* 2013 verileri; ** 2009 verileri.

Kaynak: ECB, Interim Report.

Günümüzde bankalar, küresel ölçekte gerçekleştirdikleri kredilendirme ve mevduat alımı gibi işlemleri, uluslararası kredi ve mevduat pazarını oluşturan çok çeşitli para birimleriyle gerçekleştirmektedir. Gerek ülkeler gerekse uluslararası şirketler tarafından giderek daha yoğun biçimde başvurulmuş borçlanma işlemlerinde ve söz konusu pazarlarda Euro'nun önemli bir konumu bulunmaktadır. Özellikle Birliğe üye Merkezi ve Doğu Avrupa Ülkeleri (MDAÜ) ile Avrupa'nın güneydoğusundaki aday ve potansiyel aday ülkelerdeki piyasalarda, Euro cinsinden işlemler toplam içerisinde oldukça yüksek oranda bir paya sahiptir (Tablo 9).

Tablo 9: Seçilmiş Ülkelerde Euro Cinsinden Banka Kredi ve Mevduat Oranları (2015)

(milyon €) & (%)	Mevduat				Kredi			
	Euro cins. top. mev.	Top. mevduata oranı	Döviz mevduatına oranı	Top. döviz mev.	Euro cins. top. kredi mikt.	Top. kredi miktarına oranı	Döviz cins. kredi miktarına oranı	Döviz cins. kredi mikt.
Euro Alanı Dışındaki AB Ülkeleri								
Bulgaristan	10,656	32,7	79,0	13.480	12.353	48,3	96,7	12.769
Hırvatistan	19,928	59,4	88,3	22.579	16.237	57,0	85,5	18.992
Çek Cum.	9202	7,8	75,5	12.184	9.209	10,2	95,0	9.697
Macaristan	7,343	15,0	75,8	9.688	8.420	20,6	84,7	9.937
Polonya	14,748	6,3	65,3	22.600	25.074	10,7	39,9	62.772
Romanya	15,393	27,5	84,7	18.172	21.157	44,0	89,2	23.727
AB'ye Aday ve Potansiyel Aday Ülkeler								
Arnavutluk	1,986	40,7	88,6	2.241	1.918	49,3	86,8	2.210
Bosna Hersek	3.079	44,1	90,5	3.403	5.196	65,0	96,8	5.366
Makedonya	1,735	36,2	85,3	2.035	1.990	44,7	97,1	2.049
Sırbistan	9.388	66,3	90,5	10.378	10.024	63,5	89,0	11.265
Türkiye	58.432	16,0	34,2	170.840	56.055	12,9	36,4	154.048

Kaynak: ECB, Interim Report.

Euro cinsinden kredi ve mevduat işlemleri, ulusal paralarını çeşitli rejimlerle Euro'ya endeksleyen ülkelerin piyasalarında daha büyük bir paya sahiptir. Nitekim Euro'nun uluslararası düzeydeki belirleyici rolünü kanıtlayan diğer bir yetkinliği de Euro'yu referans para birimi olarak kabul eden bu ülkelerin, kendi para birimlerini Euro'ya bağlayarak yönetmeleridir. Tablo 10'da, söz konusu ülkeler arasında Euro'yu tek taraflı kararlar ulusal parası yerine ikame edenlerin yanı sıra, döviz kuru rejimlerini Euro'ya sabitleyen veya Euro'nun değerindeki değişimlere göre ayarlayan ülkelerin de bulunduğu görülmektedir.

Tablo 10: Döviz Kuru Rejimlerini Euro'ya Bağlayan Ülkeler ve Yönetsel Bölgeler

Bölge	Döviz Kuru Rejimi	Ülke	Parasal Politika Çerçevesi
<i>AB (Euro Alanı Dışındaki Ülkeler)</i>	DKM II Euro'ya bağlı para kurulu	Danimarka Bulgaristan	Döviz Kuru Çapası Döviz Kuru Çapası
	Euro referanslı istikrar ayarlaması	Çek Cumhuriyeti	Enflasyon Hedeflemesi Rejimi
	Euro bağlantılı sürünen parite	Hırvatistan	Döviz Kuru Çapası
	Euro referanslı yönetimli dalgalanma	Romanya	Enflasyon Hedeflemesi Rejimi
	Enflasyon hedefli serbest dalgalanma	Macaristan, Polonya, İsveç, Birleşik Krallık	Enflasyon Hedeflemesi Rejimi
<i>AB'ye ortak, aday ve potansiyel aday ülkeler</i>	Euro	Kosova, Karadağ	Döviz Kuru Çapası
	Euro'ya bağlı para kurulu	Bosna Hersek	Döviz Kuru Çapası
	Euro referanslı istikrar ayarlaması	Makedonya	Döviz Kuru Çapası
	Enflasyon hedefli serbest dalgalanma	Türkiye, Sırbistan, Arnavutluk, İzlanda,	Enflasyon Hedeflemesi Rejimi
<i>Diğer Ülkeler ve Bölgeler</i>	Euro	Avrupa Mikro-devletleri, bazı Fransız denizaşırı toplulukları	Döviz Kuru Çapası
	Euro'ya bağlı pariteler	CFA ve CFP Frank Alanı ülkeleri, Yeşil Burun Adaları, Komorlar, São Tomé ve Príncipe	Döviz Kuru Çapası
	Euro içeren sepetle istikrar ayarlaması	Singapur	Döviz Kuru Çapası
	Euro bağlantılı sürünen parite	Botsvana, Libya, İran İsviçre, Tunus Beyaz Rusya Vanuatu	Döviz Kuru Çapası Diğer Parasal Toplam Hedefi Diğer
	SDR'ye ve Euro içeren diğer para sepetlerine bağlı pariteler ve yönetimli dalgalanma	Fiji, Kuveyt, Fas, Samoa, Cezayir, Suriye	Döviz Kuru Çapası

Kaynak: ECB, Interim Report; European Commission, **The Euro Outside the Euro Area**, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area/euro/use-euro/euro-outside-euro-area_en, (04.10.2016).

Euro'nun Dolar'a rakip bir para birimi olarak ortaya çıkması, uluslararası finansal sistem açısından önemli bir kazanım olmuş, ülkelere ve diğer ekonomik

birimlere uluslararası rezerv portföylerini çeşitlendirmede yeni bir fırsat sunmuştur. Böylelikle Euro, Dolar'ın tek taraflı etkisine maruz kalan piyasalar için iyileştirici bir rekabet alanı açılmasına önayak olmuştur.²⁶⁸ Euro Alanı ekonomisinin büyüklüğü ve uluslararası ticarete açıklığı, Euro'nun uluslararası finansal piyasalarda rağbet gören bir para konumuna gelmesinde başlıca faktör olmuştur. Euro'nun ihtiyatlı yönetimi ve AMB'nin başlıca hedefinin net bir biçimde fiyat istikrarı olarak belirlenmesi de Euro'ya olan güveni artıran önemli bir unsur olmuştur. Euro'ya olan güven, üçüncü ülkelerin Euro cinsinden devlet tahvilleri ihracına ve para kaynaklarının bu tahvilleri düşük riskli yatırımlar olarak görmesine de olanak tanımıştır. Dünyadaki en geniş ticaret bloğunu, en açık ekonomilerden birini ve en büyük ikinci parasal birliği temsil eden Euro, her ne kadar "araç para" olarak Dolar'ın gerisinde olsa da Dolar'a alternatif bir para birimi olarak kur dalgalanmalarından kaynaklanan riskleri azaltmakta ve küresel ekonomik istikrara katkıda bulunmaktadır.²⁶⁹ Böylelikle Euro'nun sayesinde -Dolar'ın küresel finansal ilişkilerdeki baskın rolüne rağmen- uluslararası parasal sistem, tek kutuplu olmaktan uzaklaşıp, küresel düzeyde istikrara nispeten daha meyilli çift kutuplu bir hal almaktadır.

Euro'nun uluslararası alandaki yetkinliğine rağmen, Euro Alanı'nın günümüzde yaşadığı kriz, ekonomilerin dinamik niteliğini ortaya koymakta ve koşulların her an farklılaştırabileceğini göstermektedir. De Grauwe'ye göre, küresel finans krizinin AB'deki yansıması olan borç krizi de, Euro Alanı'nın finansal niteliğinin reel ekonomik gücüne yakınsamasını geciktiren önemli bir faktör olarak değerlendirilmektedir. Öte yandan, krizin derin etkiler yaratabilmesinde, AB'nin ve parasal birlik özelinde Euro Alanı'nın olgun bir mali ve finansal bütünleşme eşliğini henüz atlatamadığı gerçeği de bir kez daha kanıtlanmaktadır.²⁷⁰

2.4.2. Euro Alanı Krizi ve Etkileri

Avrupa bütünleşmesi, EPB'nin tarihsel gelişimi incelenirken önemine değinilen DKM Krizi ve etkileri hala sürmekte olan Euro Alanı Krizi olmak üzere iki büyük ekonomik kriz yaşamıştır. Almanya'nın birleşmesi ile başlayan asimetrik bir

²⁶⁸ Sukumar Nandi, **Economics of the International Financial System**, Routhledge, 2014, s. 239.

²⁶⁹ European Commission, IFM.

²⁷⁰ De Grauwe, s. 248.

şokla 1992-1993 yıllarını etkisi altına alan DKM Krizi, İngiltere ve İtalya'nın DKM'den çekilmesine ve dalgalanma marjlarının \pm % 15'e genişletilmesine neden olmuştur. Döviz krizi niteliğindeki DKM Krizi'nden 15 yıl sonra, bu kez borç krizi niteliğiyle ön plana çıkan çok daha şiddetli bir kriz ile AB, bütçe açıklarının ve kamu borç stokunun sürdürülemez boyutlara ulaştığı çalkantılı bir sürece girmiştir. Farklı nedenlerle tetiklenmiş olmalarına rağmen bu krizlerin ortak yanı, her ikisinin de derinleşmesinde rol oynayan temel faktörlerin benzerliği olmuştur. Bu temel faktörler; üye ülke ekonomilerinin kalkınma ve rekabet düzeyleri arasındaki farklılıklar, ekonomi politikalarında koordinasyonsuzluk ve kurumsal eksiklikler olarak ön plana çıkmıştır. Fakat DKM Krizi'nin aksine Euro Alanı Krizi, tüm EPB sathında yayılmış ve tüm üye ülkeleri etkileyerek ekonomilerin küçülmesine ve işsizlik oranlarının artmasına yol açmıştır. Ayrıca, DKM Krizi'nden etkilenen ülkeler yaklaşık bir yıl içerisinde krizden çıkmalarına rağmen, Euro Alanı'nda yaşanan kriz, uzun yıllara yayılan etkilerini sürdürmeye devam etmektedir. Bununla birlikte, DKM Krizi bazı üye ülkelerin APS'den ayrılmalarıyla sonuçlanmışken, benzer doğrultuda yoğun tartışma ve söylentiler söz konusu olmasına rağmen Euro Alanı Krizi sonrasında henüz EPB'den ayrılmalara varacak somut bir gelişme yaşanmamıştır.²⁷¹ Euro Alanı'nda yaşanan bu krizin nedenleri ve etkileri, çalışmamızın bu kısmında istatistikî verilerin de yardımıyla analiz edilmektedir.

Ferguson'a göre, 1997-1998 Asya Krizi sırasında da dikkati çeken yaygın kanı, finansal krizlerin yükselen piyasalar olarak adlandırılan Doğu Asya ve Latin Amerika gibi çevre ekonomilerinde gerçekleşme olasılığının daha yüksek olduğu yönünde oluşmuştur. Ancak 21. Yüzyıl'ın küresel finans sistemine yönelik en büyük tehdide ise, bu kanının aksine, merkezdeki ekonomiler kaynaklık etmiştir.²⁷² 2007 yılında ABD'de başlayan finansal kriz, çok kısa bir süre içerisinde küresel düzeyde de belirgin hale gelerek Avrupa'ya sıçramış ve başta Euro Alanı olmak üzere birbiri ardına AB ülkelerini etkileyen sonuçlar doğurmuştur. Gerek akademik gerek siyasi çevrelerin 1929 Büyük Buhranı ile kıyasladığı kriz, bütünleşmeye yönelik AB düzeyindeki sorunları tekrar tartışmaya açmış ve henüz genç bir oluşum olan

²⁷¹ Yılmaz Bayar, "Euro Bölgesi Borç Krizi ile Avrupa Döviz Mekanizması Krizi'nin Karşılaştırmalı Analizi", **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Sayı: 22, 2014, s. 228.

²⁷² Niall Ferguson, **The Ascent of Money: A Financial History of the World**, The Penguin Press, New York, 2008, s. 283.

EPB'nin geleceğini sorgulatacak kadar derinleşmiştir. AB'nin gelecekteki yapısına yönelik belirginleşen görüş farklılıklarının siyasi tıkanıklıklara yol açtığı kriz öncesi dönemde oluşturulan ve etkin kurumsal yapılanma ve karar alma süreçleri ile birlikte daha demokratik ve şeffaf bir AB iddiası taşıyan Lizbon Antlaşması da yürürlüğe girmeden hemen önce, ekonomik krizin gölgesi altına girmiştir. Avrupa projesini düşünsel temelde de sarsan kriz sürecinin somut delilleri ise, başta Yunanistan, İspanya, İtalya ve Portekiz olmak üzere, parasal birliğe üye çevre ekonomilerinde ortaya çıkan gerileme ve borç yükü olmuştur. Bu ülkeler için önerilen tedbirler, Kuzey-Güney eksenini tartışmasını tekrar alevlendirmiş ve Birlik düzeyindeki siyasi krizlere zemin hazırlamıştır. Avrupa'nın, bütünleşmenin getirdiği yeni veya derinleştirdiği eski sorunlarla başa çıkmaya çalıştığı bir dönemde patlak veren ekonomik kriz, Birliğin mali ve siyasi bütünleşmesindeki yetersizlikleri gözler önüne sermiştir. Almanya'nın çözüm olarak desteklediği tasarruf tedbirleri ise güneydeki toplumsal protestoların ve siyasi krizlerin gerekçesi olmuştur.²⁷³

2008'deki Küresel Finans Krizi öncesinde Avrupa'da ucuz ve bol sermayenin zemin hazırladığı yüksek kamu harcamalarının tetiklediği süreç, finansal kaynaklı krizi büyük çaplı bir üretim krizine dönüştürmüştür. Krizi tetikleyen koşullar ABD'de olgunlaşmış olsa da finansal ilişkilerin küresel niteliği krizin hızla yayılmasına neden olmuştur. Özellikle ABD'de, 2000'lerin başında Nasdaq balonunun patlaması sonucu ortaya çıkan ekonomik krizi aşmak için izlenen düşük faiz politikası nedeniyle artan kredi ve yüksek riskli türev varlık talebi, Amerikan emlak sektöründe yeni bir balona yol açmış ve söz konusu emlak balonu menkul kıymetleştirme yoluyla uluslararası piyasalara da ihraç edilmiştir. Bu dönemde Euro'ya geçen Avrupa ülkelerinde ise finansal bütünleşmenin ve finansallaşma düzeyinin artmasıyla daha fazla risk alan bankalar, krizlere karşı daha kırılgan hale gelmiştir. Kriz öncesi, gerek Euro Alanı'nda gerekse Birlik çapında finansal varlıkların GSYİH'ya oranı % 600'lere yaklaşmıştır (Tablo 11).²⁷⁴

²⁷³ Pınar Gedikkaya Bal ve Rana İzci (ed.), **Ekonomik Kriz ve Avrupa Birliği**, Derin Yayınları, İstanbul, 2016, ss. 1-7.

²⁷⁴ Levent Yahya Eser ve Mehmet Ela, "Avrupa Borç Krizi: Nasıl, Neden ve Nereye?", **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 10, Sayı: 1, Nisan 2015, ss. 209-210.

Tablo 11: Seçilmiş Ülkelerde Tahvil, Hisse Senedi ve Banka Varlıklarının GSYİH Oranları (Küresel Kriz Öncesi: 2007)

Ülke	(%)
<i>Dünya Ortalaması</i>	439,6
Euro Alanı	557,6
Avrupa Birliği	580,7
ABD	690,2
Belçika	824,1
Fransa	668,5
Yunanistan	436,7
İrlanda	900,4
İtalya	453,9
Lüksemburg	3.234,4
Hollanda	830,8
Portekiz	389,5
İspanya	550,2
Birleşik Krallık	690,2

Kaynak: IMF, “Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk”, **Global Financial Stability Report / World Economic and Financial Surveys**, 2009.

Avrupa’da finansal piyasalarda kaydedilen büyüme önemli boyutlara ulaşmışken, birçok Avrupa bankasının bulundurduğu ve ABD’nin emlak piyasasına dayanan toksin kâğıtlar, yaşanan krizin Avrupa’ya sirayetini hızlandırmıştır. Böylece, söz konusu varlıklar nedeniyle riske karşı zayıf bilançolar gösteren bankalar büyük kayıplara uğramış, ellerindeki varlıkların değerine ilişkin belirsizlik nedeniyle borçlanmaları da zorlaşmıştır. Bilançolarında toksin kâğıtlar bulundurmayan birçok Avrupa bankası ise, konut sektörüne sağladıkları aşırı miktarda kredinin geri ödeme koşullarının zorlaşması sonucu iflas noktasına gelmiştir. 2008 yılında ABD’nin dördüncü büyük yatırım bankası olan Lehman Brothers’ın batmasıyla derinleşen kriz sonucunda, bankalar arası piyasanın fonksiyonları durma noktasına gelmiş, sınır ötesi finansal akımlar azalmış, kredi olanakları daralmış ve yatırımcılar sermayeleri için güvenli limanlar aramaya başlamıştır. Yaşanan süreç, sermayenin kendi sınırlarına dönme eğilimini artırmıştır. Krizden sonra azalan yatırımlar ve harcamalar ile riskten

kaçış sonucu talepte meydana gelen ani düşüş, ülkelerin büyüme oranlarına yansımıştır (Tablo 12).²⁷⁵

Tablo 12: Avrupa’da GSYİH Büyüme Oranları (2006-2015)

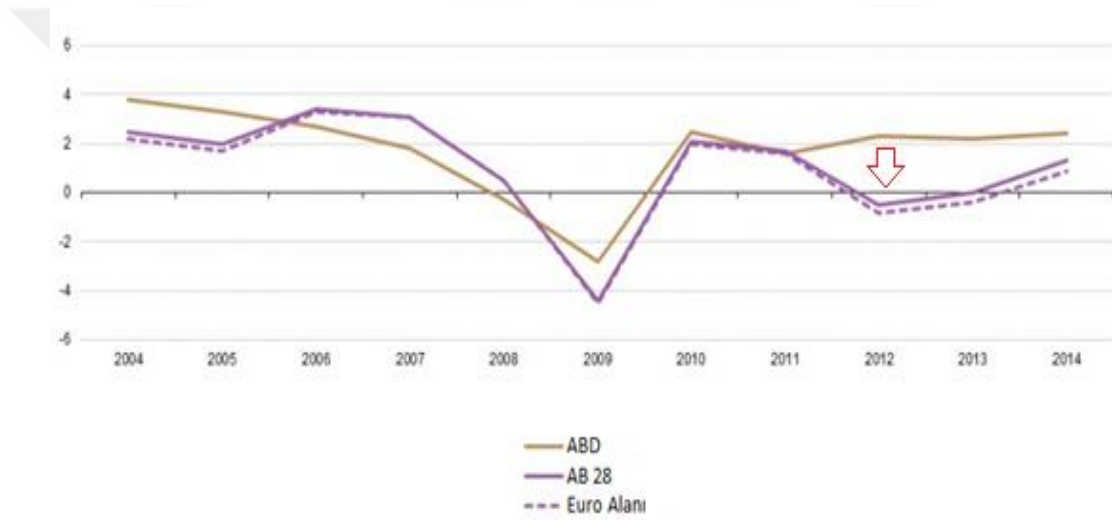
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Ort. 2006-15
Euro Alanı	3,2	3,0	0,4	-4,5	2,1	1,6	-0,9	-0,3	1,2	2,1	0,8
ABD	2,7	1,8	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,2	1,7	2,4	2,6	1,4
AB 28	3,3	3,1	0,4	-4,4	2,1	1,7	-0,5	0,2	1,6	2,2	1,0
Belçika	2,5	3,4	0,7	-2,3	2,7	1,8	0,1	-0,7	2,3	1,5	1,2
Bulgaristan	6,9	7,3	6,0	-3,6	1,3	1,9	0,0	0,9	1,3	3,6	2,6
Çek Cum.	6,9	5,5	2,7	-4,8	2,3	2,0	-0,8	-0,5	2,7	4,5	2,1
Danimarka	3,9	0,9	-0,5	-4,9	1,9	1,3	0,2	0,9	1,7	1,6	0,7
Almanya	3,7	3,3	1,1	-5,6	4,1	3,7	0,5	0,5	1,6	1,7	1,5
Estonya	10,3	7,7	-5,4	-14,7	2,3	7,6	4,3	1,4	2,8	1,4	1,8
İrlanda	5,9	3,8	-4,4	-4,6	2,0	0,0	-1,1	1,1	8,5	26,3	3,8
Yunanistan	5,7	3,3	-0,3	-4,3	-5,5	-9,1	-7,3	-3,2	0,4	-0,2	-2,1
İspanya	4,2	3,8	1,1	-3,6	0,0	-1,0	-2,9	-1,7	1,4	3,2	0,5
Fransa	2,4	2,4	0,2	-3,0	2,0	2,1	0,2	0,6	0,7	1,3	0,9
Hırvatistan	4,8	5,2	2,1	-7,4	-1,7	-0,3	-2,2	-1,1	-0,5	1,6	0,0
İtalya	2,0	1,5	-1,1	-5,5	1,7	0,6	-2,8	-1,7	0,1	0,7	-0,5
Kıbrıs	4,5	4,8	3,9	-1,8	1,3	0,3	-3,2	-6,0	-1,5	1,7	0,4
Letonya	11,9	9,9	-3,6	-14,3	-3,8	6,4	4,0	2,6	2,1	2,7	1,8
Litvanya	7,4	11,1	2,6	-14,8	1,6	6,0	3,8	3,5	3,5	1,8	2,7
Lüksemburg	5,1	8,4	-0,8	-5,4	5,8	2,0	0,0	4,2	4,7	3,5	2,8
Macaristan	3,9	0,4	0,9	-6,6	0,7	1,7	-1,6	2,1	4,0	3,1	1,7
Malta	1,8	4,0	3,3	-2,5	3,5	1,4	2,6	4,5	8,3	7,4	3,4
Hollanda	3,5	3,7	1,7	-3,8	1,4	1,7	-1,1	-0,2	1,4	2,0	1,0
Avusturya	3,4	3,6	1,5	-3,8	1,9	2,8	0,7	0,1	0,6	1,0	1,2
Polonya	6,2	7,2	4,2	2,8	3,6	5,0	1,6	1,4	3,3	3,8	3,9
Portekiz	1,6	2,5	0,2	-3,0	1,9	-1,8	-4,0	-1,1	0,9	1,6	-0,1
Romanya	8,1	6,9	8,5	-7,1	-0,8	1,1	0,6	3,5	3,1	3,9	2,8
Slovenya	5,7	6,9	3,3	-7,8	1,2	0,6	-2,7	-1,1	3,1	2,3	1,2
Slovakya	8,5	10,8	5,6	-5,4	5,0	2,8	1,7	1,5	2,6	3,8	3,7
Finlandiya	4,1	5,2	0,7	-8,3	3,0	2,6	-1,4	-0,8	-0,7	0,2	0,5
İsveç	4,7	3,4	-0,6	-5,2	6,0	2,7	-0,3	1,2	2,6	4,1	1,9
B.Krallık	2,5	2,6	-0,6	-4,3	1,9	1,5	1,3	1,9	3,1	2,2	1,2

Kaynak: Eurostat, **Economy and Finance**, http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Economy_and_finance, (25.05.2017), (Economy and Finance); IMF, **World Economic Outlook Report**, Nisan 2017, (WEO Database 2017).

²⁷⁵ Eser ve Ela, ss. 211-212.

Kriz, başlangıç etkisi bakımından Atlantik'in her iki yakası için eşit düzeyde bir izlenim vermekle birlikte, zamanla ABD'nin büyüme oranlarında nispeten bir toparlanmanın gerçekleştiği, Avrupa'da ise üretim kayıplarının daha uzun bir sürece yayıldığı görülmüştür (Şekil 12). ABD'de krizin dip noktasının yaşandığı 2008 yılında, AB'deki daralma nispi olarak düşük gerçekleşmiştir. Bu durum, AB'de yaşanan resesyonun kısa süreli artçı etkilerden kaynaklandığı ve kolay atlatılacağı yönünde iyimser bir bakış açısına yol açmıştır. Ancak krizin AB'deki derinliği, 2009 yılının bitiminde anlaşılmıştır.²⁷⁶

Şekil 12: Avrupa ve ABD'de GSYİH Büyüme Trendi



Kaynak: Eurostat, **Real GDP Growth**, <http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained>, (25.05.2017).

Üretim ve yatırımlarda meydana gelen düşüşle birlikte çalışan kesimin bir bölümü işlerini kaybetmiş ve başta genç kesim olmak üzere işsizlik oranları yüksek düzeylere ulaşmıştır. Tablo 13'te de görüldüğü gibi, Euro Alanı'ndaki işsizlik ve özellikle genç işsizlik oranı, Birlik genelinden ve ABD'den daha olumsuz düzeylerde gerçekleşmiştir.

²⁷⁶ Özgür Ömer Ersin, "Küresel Krizin Avrupa Birliği Üzerindeki Etkileri: Parasal Birlik Altında İktisat Politikalarına İlişkin Bir Değerlendirme", **Ekonomik Kriz ve Avrupa Birliği**, (Ed. Pınar Gedikkaya Bal ve Rana İzci), Derin Yayınları, İstanbul, 2016, ss. 60-61.

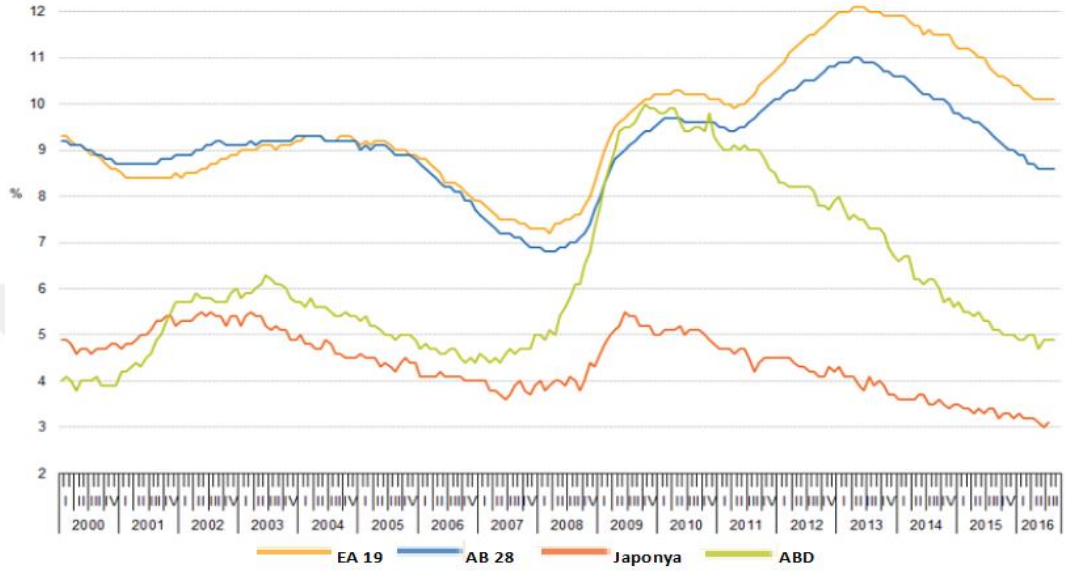
Tablo 13: Avrupa’da İşsizlik Oranları

	Erkek		Kadın		25 Yaş Altı	25-74 Yaş
	2007	2015	2007	2015	2015	2015
Euro Alanı	6,7	10,7	8,5	11,0	22,4	9,8
ABD	47	5,4	4,5	5,2	11,6	4,3
AB 28	6,6	9,3	7,9	9,5	20,3	8,3
Belçika	6,7	9,1	8,5	7,8	22,1	7,3
Bulgaristan	6,5	9,8	7,4	8,4	21,6	8,4
Çek Cum.	4,2	4,2	6,7	6,1	12,6	4,5
Danimarka	3,4	5,9	4,2	6,4	10,8	5,3
Almanya	8,4	5,0	8,7	4,2	7,2	4,4
Estonya	5,4	6,2	3,8	6,1	13,1	5,6
İrlanda	5,0	10,9	4,3	7,7	20,9	8,4
Yunanistan	53	21,8	12,9	28,9	49,8	23,4
İspanya	6,4	20,8	10,7	23,6	48,3	20,2
Fransa	7,6	10,8	8,5	9,9	24,7	8,9
Hırvatistan	8,8	15,7	11,4	17,0	43,0	13,8
İtalya	4,9	11,3	7,8	12,7	40,3	10,0
Kıbrıs	3,4	15,1	4,6	14,8	32,8	13,2
Letonya	6,5	11,1	5,6	8,6	16,3	9,3
Litvanya	4,2	10,1	4,3	8,2	16,3	8,5
Lüksemburg	3,4	5,9	5,1	7,2	16,6	5,5
Macaristan	7,1	6,6	7,7	7,0	17,3	6,0
Malta	5,8	5,5	7,9	5,2	11,8	4,4
Hollanda	3,3	6,5	5,2	7,3	11,3	6,1
Avusturya	4,5	6,1	5,3	5,3	10,6	5,0
Polonya	9,0	7,3	10,3	7,7	20,8	6,4
Portekiz	8,7	12,4	9,6	12,9	32,0	11,1
Romanya	7,2	7,5	5,2	5,8	21,7	5,6
Slovenya	4,0	8,1	5,9	10,1	16,3	8,4
Slovakya	10,0	10,3	12,8	12,9	26,5	10,2
Finlandiya	6,5	9,9	7,2	8,8	22,4	7,6
İsveç	5,9	7,5	6,5	7,3	20,4	5,6
Birleşik Krallık	5,5	5,5	5,0	5,1	14,6	3,8
İzlanda	2,3	3,9	2,3	4,1	8,8	3,0
Norveç	2,6	4,7	2,5	4,0	9,9	3,5
Türkiye	-	-	-	-	18,6	8,6
Japonya	3,9	3,6	3,7	3,1	5,6	3,2

Kaynak: Eurostat, Economy and Finance.

Şekil 13, krizin istihdam üzerindeki etkilerinin AB ve Euro Alanı ekonomileri açısından ne denli büyük; kalıcılığının ise ABD'ye kıyasla ne denli yüksek olduğunu göstermektedir.

Şekil 13: Seçilmiş Ekonomilerde İşsizlik Oranlarının Gelişimi



Kaynak: Eurostat, **Unemployment Statistics**, http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Unemployment_statistics, (25.05.2017).

Krizin, özellikle Yunanistan'daki borç kriziyle yayılan etkileri, en başta Euro Alanı'nı tehdit etmiş ve PIIGS²⁷⁷ olarak adlandırılan diğer çevre ekonomilerinin borç sarmalından çıkamayacağı endişesi de bu etkilere eklenince, Euro'nun Dolar karşısındaki değerinde önemli düşüşler kaydedilmiştir (Şekil 14 ve Tablo 14).

Krizin kaynağı olan ve ilk etkilerine maruz kalan ABD, 2008'in ikinci yarısından itibaren bir toparlanma trendine girerken; 2008 yılının başlarında Dolar karşısında en yüksek tarihi değerlerine ulaşan Euro, krizin Avrupa'da yayılmasıyla birlikte Dolar karşısında önemli değer kayıpları yaşamıştır. Kriz öncesi (2007) verileriyle kıyaslandığında Euro'nun, Yen ve Yuan karşısında da değer kaybettiği göze çarpmaktadır (Tablo 14).

²⁷⁷ PIIGS, 2008 krizi sonrası kamu borçlarını ve bankalarının aşkın borç yükünü finanse etmekte zorlanan Portekiz, İrlanda, İtalya, Yunanistan ve İspanya'yı içeren Euro Alanı ülkeleri için kullanılan bir kısaltmadır.

Şekil 14: Kriz Sonrası Euro-Dolar Paritesi Trendi



Kaynak: ECB, **Euro foreign exchange reference rates**, <https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange>, (25.05.2017) ; Trading Economics, **Euro Dollar Exchange Rate**, <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/currency>, (25.05.2017).

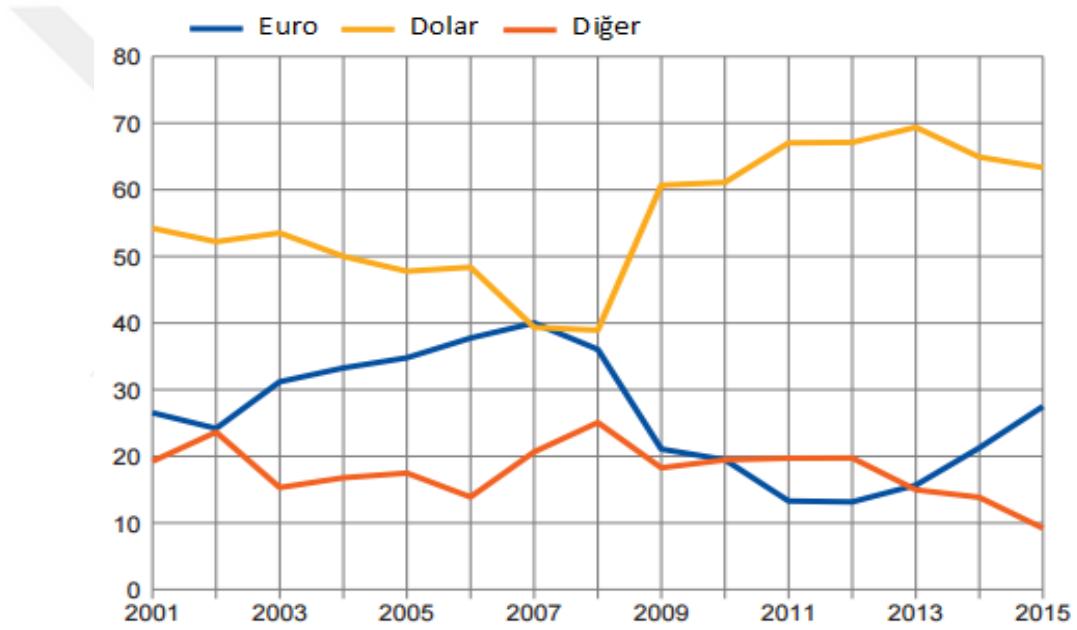
Tablo 14: Euro Karşısında Döviz Kurları (2007-2016)

1€	2007	2009	2011	2013	2015	2016
ABD Doları	1,3705	1,3948	1,3920	1,3281	1,1095	1,1069
İngiliz Sterlini	0,6843	0,8909	0,8679	0,8493	0,7258	0,8195
Çin Yuanı	10,4178	9,5277	8,9960	8,1646	6,9733	7,3522
Japon Yeni	161,25	130,34	110,96	129,66	134,31	120,20
Rus Rublesi	35,0183	44,1376	40,8846	42,3370	68,0720	74,1450
Kanada Doları	1,4678	1,5850	1,3761	1,3684	1,4186	1,4659
Hint Rupisi	56,3972	67,3611	64,8859	77,9300	71,1960	74,3720
Brezilya Reali	2,6619	2,7674	2,3265	2,8686	3,7004	3,8561
Türk Lirası	1,7865	2,1631	2,3378	2,5335	3,0255	3,3433
Bulgar Levi	1,9558	1,9558	1,9558	1,9558	1,9558	1,9558
Çek Korunası	27,766	26,435	24,590	25,980	27,279	27,021
Danimarka Kronu	7,4506	7,4462	7,4506	7,4579	7,4587	7,4405
Hırvat Kunası	7,3376	7,3400	7,4390	7,5786	7,6137	7,5035
Macar Forinti	251,35	280,33	279,37	296,87	310,00	303,86
Polonya Zlotisi	3,7837	4,3276	4,1206	4,1975	4,1841	4,2813
Rumen Leyi	3,3353	4,2399	4,2391	4,4190	4,4454	4,5046
İsveç Kronu	9,2501	10,6191	9,0298	8,6515	9,3535	9,6335
İsviçre Frankı	1,6427	1,5100	1,2326	1,2311	1,0679	1,0946
İzlanda Kronası	87,63	172,67	161,42	162,38	146,30	127,72
Norveç Kronu	8,0165	8,7278	7,7934	7,8067	8,9496	9,0010
Makedon Denarı	61,1847	61,2756	61,5292	61,5850	61,6110	61,6245

Kaynak: Eurostat, Economy and Finance; ECB, **Euro exchange rates**, <https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange>, (25.05.2017).

Krizle birlikte Euro'nun değerine koşut olarak uluslararası ölçekli reel ve finansal mübadelelerdeki kullanım oranında da kayda değer bir azalma meydana gelmiştir. Uluslararası reel ticarete konu ödemelerde Euro'nun kullanım oranı giderek gerilemiş (Şekil 15); benzer şekilde Euro cinsinden uluslararası finansal varlıkların diğer para birimlerinin de yer aldığı küresel bileşimdeki payı azalmıştır (Şekil 16). Böylece, kriz öncesinde Dolar'la eşit düzeyde olan Euro cinsinden finansal varlıkların küresel ölçekteki payı, krizle birlikte hızla azalmaya başlamış ve Dolar'ın oldukça gerisinde kalmıştır.

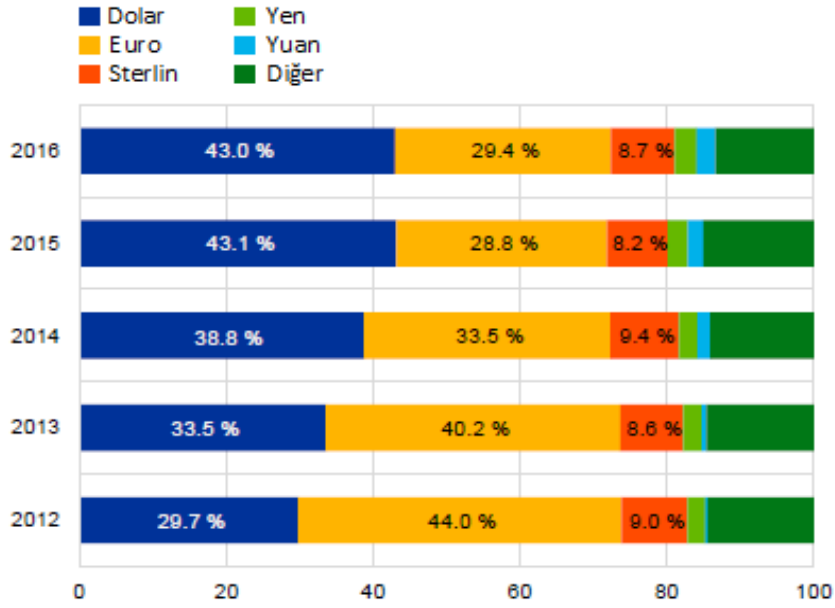
Şekil 15: Uluslararası Borç Senetlerinin Para Birimleri Cinsinden Bileşimi



Kaynak: ECB, “The International Role of the Euro”, **14th Annual Review Report of the International Role of the Euro**, Temmuz 2015.

Küresel ödemelerde 2016 itibariyle % 43'lük bir payla Dolar'ın en yaygın para birimi olduğu, Euro'nun ise yıllarca azalan payının son üç yıldır % 30'luk bir oran etrafında şekillendiği ve böylece kriz sonrası yıpranan Dolar'ın hızla toparlanarak Euro'nun küresel payını devraldığı görülmektedir. Öte yandan, Çin Halk Cumhuriyeti (ÇHC) para birimi olan Renminbi'nin (Yuan) küresel ödemelerdeki kullanım oranının da ÇHC ekonomisinin başta Asya'da olmak üzere küresel ölçekte yükselen rolüyle tutarlı biçimde artmaya devam ederek Japon Yeni'ni yakaladığı dikkati çekmektedir.

Şekil 16: Küresel Ödemelerin Para Birimleri Cinsinden Bileşimi



Kaynak: ECB, Interim Report.

Avrupa geneline yayılan kriz ve EPB özelinde yoğunlaşan etkileri, AB'yi çeşitli önlemler almaya zorlamıştır. Birliğin ekonomik yapısını Lizbon Antlaşması'na dayandıran ve Komisyon tarafından 3 Mart 2010 tarihinde hazırlanan AB 2020 Stratejisi de, Antlaşma'da "Para Birimi Euro olan Üye Devletler için Özel Hükümler" başlığıyla ifade edilen üye devletlerin bütçe disiplinlerinin koordinasyonunu ile gözetimini güçlendirmek ve ekonomi politikalarının Birliğin tümü için geçerli genel esaslarla uyumlu biçimde oluşturulmasını sağlamak gibi önlemlere vurgu yapmıştır. Böylece, Maastricht Antlaşması'ndan sonra da göze çarpan ekonomi politikalarındaki koordinasyonsuzluk, Avrupa Konseyi Başkanı, Avrupa Merkez Bankası Başkanı ve Euro Alanı Başkanı'yla oluşturulan üçlü koordinasyon ve çok taraflı izlemeye yönelik önlemlerle aşılmaya çalışılmıştır.²⁷⁸

Balkır'a göre, EPB'nin yaşadığı bu ilk büyük kriz, küresel etkilerle birlikte iç politikadaki sorunlardan ve ekonomik yapıdaki yakınsamanın yetersizliğinden kaynaklanmış ve Birliğin geleceğine yönelik en büyük zorluğun "ortak yönetim" olduğunu açığa çıkarmıştır. Dönemin Avrupa Komisyonu Başkanı Barroso tarafından Mart 2010'da açıklanan AB 2020 Stratejisi'nde de yaşanan ekonomik krizden daha güçlü çıkabilmenin önkoşulunun, yaşlanan nüfusu dikkate alarak

²⁷⁸ Balkır, ss. 289-290.

düzenlenen bir sosyal model çerçevesinde şekillenen ve küresel rekabette avantaj sağlayacak yüksek düzeyde istihdamla güçlendirilen, verimli, sosyal uyumu yüksek, akıllı, sürdürülebilir ve kapsayıcı bir ekonomiyi yaratmak olduğu belirtilmiştir.²⁷⁹

Bununla birlikte, krizin ilk yıllarında Birliğin geleneksel söylem ve stratejilerinin ekseninde tespitler ve çözümler sunan yaklaşımların, krizin günümüze kadar uzanan etkilerini ve derinliğini açıklayamadığı gerçeği, pratikte kendisini göstermiştir. Tablo 15 ve Şekil 17’den de anlaşılacağı gibi, başta Yunanistan olmak üzere güney ekonomilerinde en ağır etkilerini sergileyen borç krizi ve ardından gelen siyasi çalkantılar, Grexit adı verilen ve Yunanistan’ın parasal birlikten ayrılma senaryosunu gündeme getiren tartışmalara kadar derinleşmiştir. Grexit, sahneye aktarılmamış bir senaryo safhasında kalmışken, bu kez de İngiltere’nin öncülüğüyle Büyük Britanya’yı AB’den ayrılma kararına götüren Brexit süreci, Haziran 2016 itibariyle, Avrupa bütünleşmesine bir darbe olarak sahnelenmiştir. Bütün bu süreçler, Birliğin geçmişten bugüne biriktirdiği ekonomik dengesizlikler ve siyasi faktörlerce belirlenmekle birlikte, 2008 kriziyle girilen ekonomik durgunluğun nihai etkisi, gerek parasal gerekse siyasi bütünleşmenin regresif dinamiklerini harekete geçiren temel faktör olmuştur.

Tablo 15’te de görüldüğü gibi, başta PIIGS ülkeleri olmak üzere birçok parasal birlik ülkesinin kamu maliyesi yönünden Maastricht Yakınsama Kriterleri’ni karşılayamadığı gerçeği dikkati çekmektedir. 2015 yılı itibariyle, Yunanistan dışındaki ülkelerin bütçe açıklarında görece bir düşüş eğilimi görülmekle birlikte başta parasal birlik ülkeleri olmak üzere AB genelinde kamu maliyesinin istikrarsız yapısı göze çarpmaktadır.

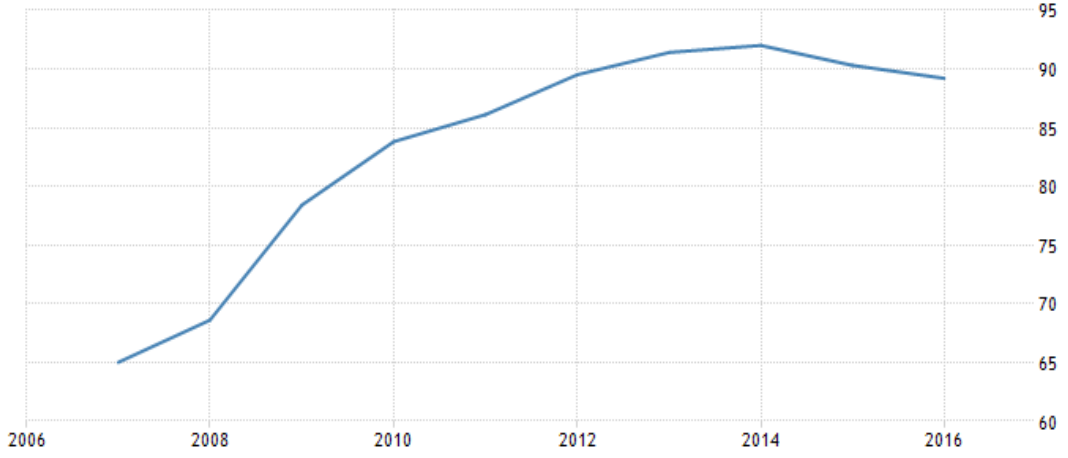
²⁷⁹ Balkır, ss. 289-290.

Tablo 15: Avrupa Ülkelerinde Bütçe Dengesi ve Kamu Borcunun GSYİH'ya Oranı

(%)	Bütçe Dengesi (-% 3)				Kamu Borcu (%60)			
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
Euro Alanı	-3,7	-3,0	-2,6	-2,1	89,3	91,1	92,0	90,7
AB 28	-4,3	-3,3	-3,0	-2,4	83,8	85,5	86,8	85,2
Belçika	-4,2	-3,0	-3,1	-2,6	104,1	105,2	106,5	106,0
Bulgaristan	-0,3	-0,4	-5,4	-2,1	16,8	17,1	27,0	26,7
Çek Cum.	-3,9	-1,3	-1,9	-0,4	44,7	45,1	42,7	41,1
Danimarka	-3,5	-1,1	1,5	-2,1	45,2	44,7	44,8	40,2
Almanya	-0,1	-0,1	0,3	0,7	79,6	77,2	74,7	71,2
Estonya	-0,3	-0,2	0,8	0,4	9,5	9,9	10,4	9,7
İrlanda	-8,0	-5,7	-3,8	-2,3	120,1	120,0	107,5	93,8
Yunanistan	-8,8	-13,0	-3,6	-7,2	159,6	177,7	180,1	176,9
İspanya	-10,4	-6,9	-5,9	-5,1	85,4	93,7	99,3	99,2
Fransa	-4,8	-4,0	-4,0	-3,5	89,6	92,4	95,4	95,8
Hırvatistan	-5,3	-5,3	-5,5	-3,2	70,7	82,2	86,5	86,7
İtalya	-2,9	-2,9	-3,0	-2,6	123,3	129,0	132,5	132,7
Kıbrıs	-5,8	-4,9	-8,9	-1,0	79,3	102,5	108,2	108,9
Letonya	-0,8	-0,9	-1,6	-1,3	41,4	39,1	40,8	36,4
Litvanya	-3,5	-2,6	-0,7	-0,2	39,8	38,8	40,7	42,7
Lüksemburg	0,3	0,8	1,7	1,2	22,0	23,3	22,9	21,4
Macaristan	-2,3	-2,6	-2,3	-2,0	78,3	76,8	76,2	75,3
Malta	-3,5	-2,6	-2,0	-1,5	67,5	68,6	67,1	63,9
Hollanda	-3,9	-2,4	-2,4	-1,8	66,4	67,9	68,2	65,1
Avusturya	-2,2	-1,3	-2,7	-1,2	81,6	80,8	84,3	86,2
Polonya	-3,7	-4,0	-3,3	-2,6	54,0	56,0	50,5	51,3
Portekiz	-5,7	-4,8	-7,2	-4,4	126,2	129,0	130,2	129,0
Romanya	-3,7	-2,1	-0,9	-0,7	37,4	38,0	39,8	38,4
Slovenya	-4,1	-15,0	-5,0	-2,9	53,9	71,0	81,0	83,2
Slovakya	-4,3	-2,7	-2,7	-3,0	52,4	55,0	53,9	52,9
Finlandiya	-2,2	-2,6	-3,2	-2,7	52,9	55,5	59,3	63,1
İsveç	-0,9	-1,4	-1,6	0,0	37,2	39,8	44,8	43,4
B.Krallık	-8,3	-5,6	-5,6	-4,4	85,3	86,2	88,2	89,2
Norveç	13,8	10,8	8,7	5,7	29,1	29,7	27,3	31,6

Kaynak: Eurostat, Economy and Finance.

Şekil 17: Kriz Sonrası Euro Alanı'nda Kamu Borcu/GSYİH Oranının Gelişimi

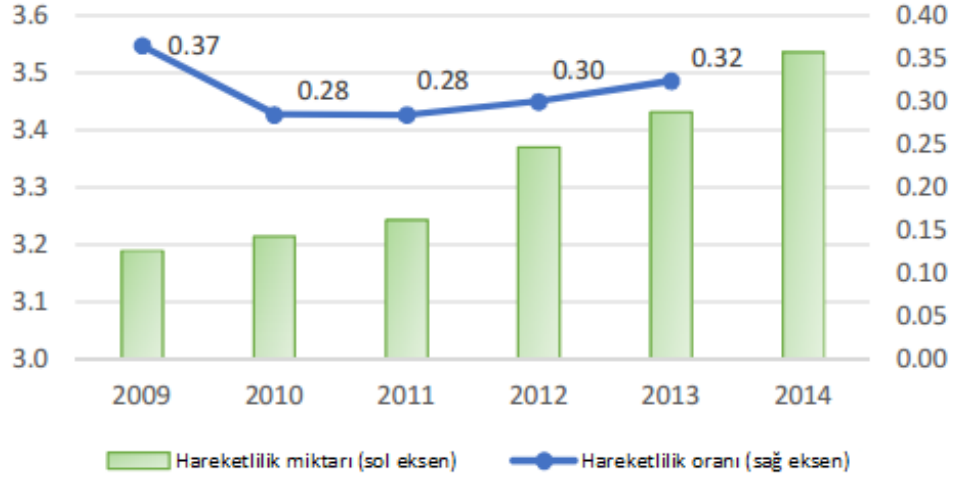


Kaynak: ECB, **Government Debt to GDP**, <https://sdw.ecb.europa.eu>, (25.08.2017); Trading Economics, **Euro Area Government Debt to GDP**, <http://tradingeconomics.com/euro-area/government-debt-to-gdp>, (25.08.2017).

Türel'e göre, Euro Alanı'nda ve Birlik genelinde yaşanan krizle ortaya çıkan ekonomik durgunluk, üye ülkelerin asimetric ve simetric şoklara direnme kapasitelerinin birbirinden farklı olduğunu ortaya koymuştur. Görece yüksek ücret ve fiyat enflasyonları yaşayan "çevre" ekonomilerindeki rekabet gücü kaybı, ortak para ve maliye politikalarındaki yetersiz koordinasyon nedeniyle kronik bir hal almıştır. Rekabet gücünü yeniden kazandırabilecek deflasyonist süreçler ise, OPA teorisini incelerken değinildiği üzere, asimetric şoklara karşı bir savunma mekanizması görevi üstlenebilecek ülkelerarası ve ülke-içi emek hareketliliğinin Birlik genelinde düşük düzeylerde (Şekil 18 ve 19) olduğu da göz önünde bulundurulduğunda, çevre ekonomileri yıllar sürececek düşük büyüme hızı ve yüksek işsizlik oranlarına katlanmak zorunda bırakmıştır.²⁸⁰

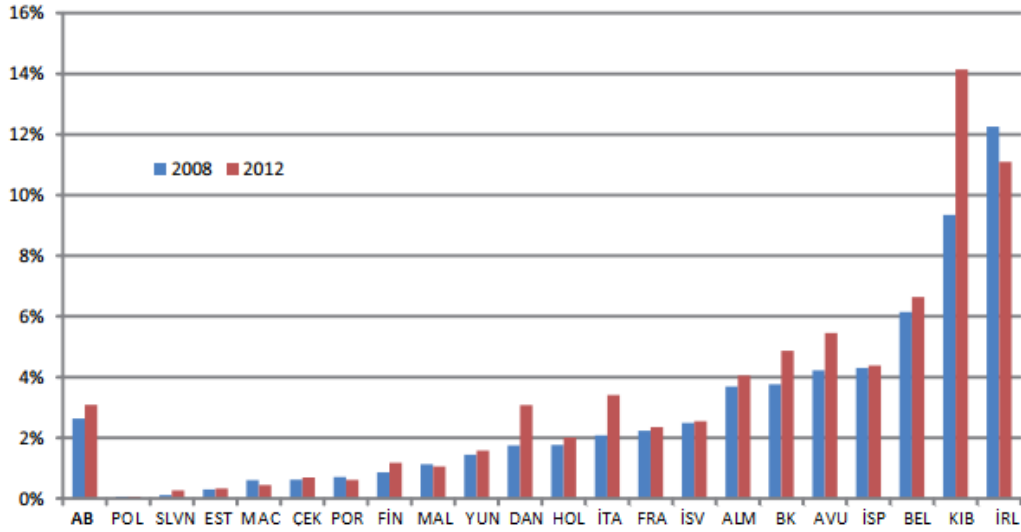
²⁸⁰ Türel, s. 415.

Şekil 18: Kriz Sonrası AB’de Birlik-içi Nüfus Hareketliliği



Kaynak: Mikkel Barslund ve Matthias Busse, “Labour Mobility in the EU”, **Centre for European Policy Studies Special Report**, 2016.

Şekil 19: Kendi Ülkesi Dışındaki Bir Üye Ülkede Çalışan AB Vatandaşlarının Toplam Nüfusa Oranının Kriz Sonrası Gelişimi



Eurofound, **Labour Mobility in the EU: Recent Trends and Policies**, Publications Office of the European Union, Lüksemburg, 2014.

Krugman, Obstfeld ve Meritz’e göre, 1980’lerden itibaren Avrupa’da piyasaların bütünleşmesi önünde birçok engelin kaldırılmış ve ekonomik bütünleşmede önemli aşama kaydedilmiş olmasına rağmen, hala birçok AB ülkesi Maastricht’te belirlenen yakınsama kriterlerini; Euro Alanı ise bir OPA olabilmek için gereken temel kriterleri karşılayamamaktadır. Avrupa bütünleşmesine özgü bu iki zayıflıktan ilki, AB’yi çalkantılı ekonomik süreçlerde daha güçlü kılacak bir mali

federalizm düzeyine ulaşılamamasından; ikincisi ise parasal birlik genelinde işgücü hareketliliğinin ABD²⁸¹ gibi diğer büyük parasal birliklere oranla oldukça düşük bir düzeyde gerçekleşmesinden kaynaklanmaktadır.²⁸²

Avrupa'yı sarsan borç krizi, AB bütünleşmesinin ekonomik boyutlu yapısal sorunlarını açığa çıkarmıştır. Para politikasındaki tek, maliye politikasındaki çok başlı yapı; ülkeler arasındaki ekonomik güç farkının yol açtığı rekabet dezavantajları; yüksek bütçe açıkları; yüksek cari açıklar ve nihayetinde Maastricht Kriterleri'ne gereken önemin verilmemiş olması, bu yapısal sorunların başında gelmiştir.²⁸³ Ayrıca Birliğin, krizlere karşı önleyici mekanizmalardan yoksun olduğu kanıtlanmıştır. Borç krizinin derinleşmesi sonrası, borçlu ülkeleri desteklemek adına çeşitli mekanizmalar geliştirilmiş ve ülkeler arasındaki dengesizlikleri azaltmak ve yakınsamayı sağlamak için çeşitli önlemler alınmıştır. Ancak bu tür önlemlerin yetersizliğinin yanında gecikmeli oluşu, borç krizinin hızlanması ve yayılması sonucunu beraberinde getirmiştir.²⁸⁴

Krize müdahaledeki gecikmenin Euro'nun geleceğini tehdit eder hale gelmesi, Euro Alanı'nın istikrarı için uygulanacak yeni politikaların tartışılmasına ön ayak olmuştur. Ekonomik yönetişimin güçlendirilmesi ve yeni kriz dönemlerinde devreye girebilecek fon mekanizmalarının oluşturulması yönündeki çabalar, ülkelerin rekabet gücünün de arttırılması gereğinden hareketle, bir Rekabet Paketi'nin oluşturulmasıyla sonuçlanmıştır. Rekabet Paketi ile üye ülkelerin rekabet güçlerinin arttırılması, Birlik düzeyinde ekonomi politikalarının yakınsaması ve maliye politikalarının uyumlaştırılması temel hedefler olarak belirlenmiştir.²⁸⁵ Almanya ve

²⁸¹ ABD'de yıllık % 3 olan eyaletler arası nüfus hareketliliği/toplam nüfus oranı, AB üyesi ülkeler arası yıllık ortalama % 0,3 düzeyinde gerçekleşmekte ve ABD'den 10 kat daha düşük olduğu göze çarpmaktadır. Bu karşılaştırmadan da anlaşılacağı üzere, Birlik içi hareketlilik oldukça düşük bir düzeydedir. Bununla birlikte, AB ülkeleri arasındaki dil, kültür ve çalışma mevzuatı farklılıkları göz önünde bulundurulduğunda, üye ülkeler arasında kaydedilen hareketlilik oranından daha çok, AB üyelerindeki ülke-içi hareketlilik verilerinin dikkate alınmasını daha uygun bulan akademik çalışmalar mevcuttur. Ancak, AB üyesi ülkelerdeki bölgeler arası coğrafi hareketlilik dikkate alındığında bile, ABD'deki bölgeler arası hareketlilik oranından oldukça düşük bir sonuç ortaya çıkmaktadır (Eurofound, **Labour Mobility in the EU: Recent Trends and Policies**, Publications Office of the European Union, Lüksemburg, 2014).

²⁸² Krugman, Obstfeld ve Meritz, s. 583.

²⁸³ Cemil Erarslan ve M. Emin Timurtaş, "Avrupa Borç Krizinin Seçilmiş Ülke Örnekleri Üzerindeki Etkileri", **Gazi İktisat ve İşletme Dergisi**, Cilt: 1, Sayı: 2, 2015, ss. 30-49.

²⁸⁴ Eser ve Ela, ss. 228-229.

²⁸⁵ Erdem Turgan, "2008 Krizinin Avrupa Birliği Ülkelerine Etkisi ve Krizleri Önlemeye Yönelik Geliştirilen Mekanizmalar", **AİBÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 13, Sayı: 1, 2013, ss. 251-253.

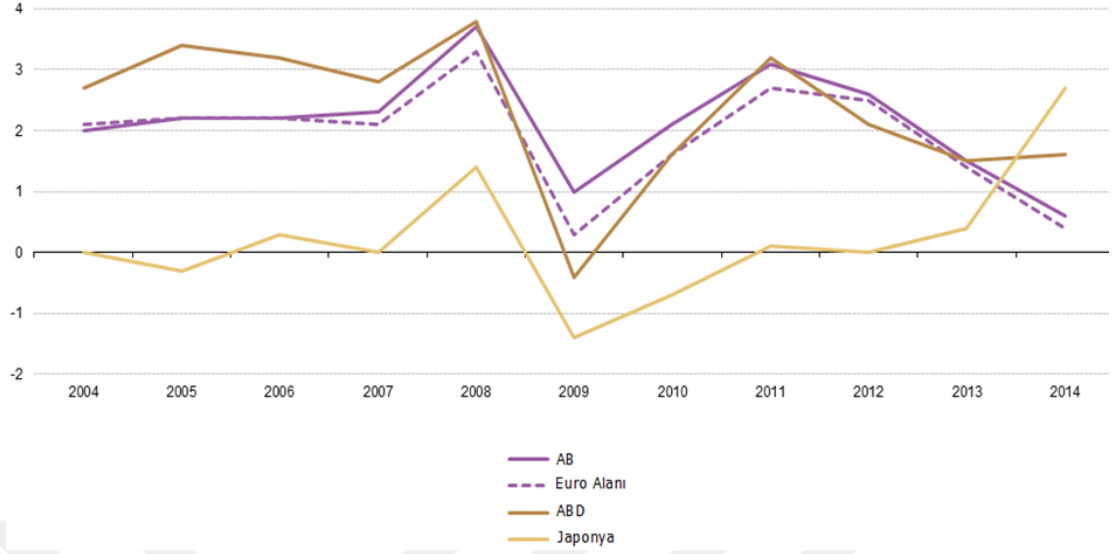
Fransa'nın öncülüğünde oluşturulan Rekabet Paketi, mali politikalarındaki bağımsızlığı zedeleyen katı hükümler içermesi nedeniyle, diğer üye ülkelerin muhalefetiyle karşılaşmış ve içeriğinin yumuşatılmasına karar verilerek Euro Rekabet Paketi'na dönüştürülmüştür. Söz konusu yeni Pakt'ın hedefleri, üye ülkelerin kamu maliyesinde sürdürülebilirliğin sağlanması, ekonomik yapıda rekabetçiliğin güçlendirilmesi ve etkin finansal sistemin oluşturulması olarak belirlenmiştir.²⁸⁶

Birbirlerinden oldukça farklı nitelikte ekonomilere sahip oldukları bir kez daha tescillenen Euro Alanı ülkelerinin, bir yanda mali disiplinden ödün vermek istemeyen ve Euro'nun değer kaybetmesine karşı olan Almanya, diğer yanda ekonomik büyümeyi ve ihracat artışını bir an önce gerçekleştirmek isteyen ve krizden nispeten daha çok etkilenen ülkeler olduğu halde, krizin etkilerine karşı ortak bir parasal program oluşturma zorunluluğu kendisini dayatmıştır. Birliğin, krizin yol açtığı tahribatı azaltıp olası yeni krizleri önleyecek ortak tedbirler üzerinde yoğunlaştığı bu süreçte, üretim, istihdam, kamu maliyesi ve finansal anlamda gerçekleşen olumsuz gelişmelerle birlikte ortaya çıkan likidite darlığı, AMB'nin geleneksel para politikalarından uzaklaşmasını da kaçınılmaz kılmıştır. FED, İngiltere Merkez Bankası ve Japonya Merkez Bankası'nın parasal genişlemeye yönelik tedbirleri hızla uygulamaya koyduğu bu süreçte, Euro Alanı ülkelerinin birbirlerinden farklı öncelikleri, kapsamlı parasal tedbirlerin alınmasını geciktirmiştir. Ancak, olumsuz gelişmelerin Birlik ekonomilerini hızla deflasyona sürüklediği endişesi (Şekil 20), faizlerin aşağı çekilmesini (Şekil 21) ve likidite yaratarak ekonomik aktiviteyi canlandıracak tedbirlerin alınmasını zorunlu kılmıştır.

Birlik ekonomisini içine girdiği kısır döngüden çıkarıp, enflasyon düzeyini ve istihdam oranını yükseltebilmek için AMB, Haziran 2014 itibariyle mevduat faiz oranlarını % -0.4 ile "sıfır"ın altındaki bir düzeye kadar indirmiş ve para politikalarında alışılmadık bir önlem olan "negatif faiz" uygulamasını gerçekleştirmiştir. Borçlanma maliyetlerini marjinal düzeyde azaltarak kredi talebini artırmayı hedefleyen bu uygulama ile Birlik ekonomisinin canlandırılması ve Euro değerindeki düşüşe rağmen dış ticarete rekabet üstünlüğün sağlanması öngörülmüştür. Kriz sonrası alınan bu önlemlerle, AMB ve parasal birlik üyesi ülkeler, geleneksel para politikalarını ve parasal stratejilerini tamamen terk etmiştir.

²⁸⁶ Eser ve Ela, s. 224.

Şekil 20: AB, Euro Alanı, ABD ve Japonya'da Enflasyon Trendi



Kaynak: Eurostat, **Development of the Annual Average Inflation Rates**, <http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained>, (25.05.2017).

Şekil 21: AMB'nin Kriz Sonrası Gösterge Faiz Oranlarının Değişimi



Kaynak: ECB, **Benchmark Interest Rate**, <http://www.ecb.europa.eu/>, (25.05.2017); Trading Economics, **Euro Area Interest Rate**, <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate>, (25.05.2017).

PIIGS ülkelerinde bankaları kurtarmak amacıyla yapılan yardımlar, hâlihazırda oldukça yüksek düzeyde bulunan devlet borçlarını daha da artırmış, devam eden belirsizlik ortamı ve kredi derecelendirme kuruluşlarının not kırma politikaları sonucunda söz konusu ülkeler için borçlanmak daha maliyetli bir hal

almıştır. Borçlarını çevirmekte güçlük çeken ülkelere IMF²⁸⁷ ve AMB tarafından sağlanan koşullu destek paketleri de sorunu çözmekte yetersiz kalmıştır.²⁸⁸

De Grauwe'ye göre 2008 Krizi, Euro Sistemi'nin son kredi mercii (lender of last resort) niteliğine sahip olup olmadığının test edilmesi için de uygun bir ortam yaratmıştır. Krizin ilk iki yılında piyasaya tam vaktinde ve yoğun likidite enjekte eden AMB, büyük çaplı bir banka krizini engellemeye çalışmıştır. Ancak, 2010 itibariyle kamu borcu boyutuyla tırmanan krize, 2012 yılına kadar pasif bir pozisyon olarak müdahil olmamıştır. Sonradan uygulamaya koyduğu Tahvil Alım Programı'yla AMB, Euro Sistemi'ne dâhil ulusal merkez bankaları ile birlikte parasal genişlemeyi sağlayıp talebi canlandırmayı hedeflemiş ve son kredi mercii olma kararıyla kurumsal anlamda önemli değişim göstermiştir. Bununla birlikte AMB'nin söz konusu alım programlarının geçici olduğuna yönelik söylemi, piyasada ve yatırımcılar nezdinde güven ortamının tam anlamıyla tesis edilmesini engellemiştir.²⁸⁹

Boratav'a göre, Euro Alanı'nda borç krizine varan süreç, Almanya ve Fransa gibi merkez ülkelerine kıyasla ekonomik yapıları daha kırılgan ve rekabet güçleri daha düşük olan çevre ülkelerinin Euro'ya geçişi ve dolayısıyla Euro'nun bir uluslararası para olarak kabulüyle başlamıştır. 1980'li yıllarda büyük ölçekte dış fazla veren ve sermaye ihraç eden Batı Almanya ekonomisinin, Doğu Almanya ile birleşmeyi izleyen 1990'lı yıllarda üstlendiği yeni yükümlülüklerden ötürü içe kapanması sonucunda, net sermaye ihracı ve cari işlem fazlaları ortadan kalkmıştır. Euro'ya geçiş ise, başta birleşmenin yüklerini telafi edecek yeni bir fırsat yakalayan Almanya olmak üzere parasal birliğin merkez ekonomilerinden görece zayıf ekonomilerine büyük ölçekli bir sermaye ihracını başlatmıştır. Ulusal paraların ortadan kalkması, yatırımcılar için devalüasyondan kaynaklı kur riskini de ortadan kaldırmış ve merkez ekonomilerinden çevre ekonomilerine doğru gerçekleşen sermaye ihracıyla; cari açıkların fazlaya dönüşmesi ve büyüme söz konusu olabilmıştır. Böylece, cari açıklarını fazlaya dönüştürebilen Almanya'da büyüme,

²⁸⁷ Euro Alanı'ndaki krize yönelik IMF programları, döviz kuru ayarlaması (devalüasyon) gündem dışı olduğu için, geleneksel istikrar programlarına göre çok daha şiddetli sonuçlar yaratmıştır. Benzer programları uygulayan çevre ekonomilerinde bir veya en fazla iki yılla sınırlı kalan küçülme, örneğin Yunanistan'da uzun yıllar sürmüştür (Boratav, s. 41).

²⁸⁸ Eser ve Ela, s. 210.

²⁸⁹ De Grauwe, s. 213.

yeni baştan ihracata dayanmaya başlamıştır.²⁹⁰ Euro'ya geçişten önceki ve sonraki sekizer yıllık dönem dikkate alındığında, Almanya ve krizden en çok etkilenen dört parasal birlik ülkesinin yıllık ortalamalar olarak cari açıklarının GSYİH'ya oranı ve yine aynı ülkelerin kriz öncesindeki 2000-2007 döneminde toplam enflasyon oranları Tablo 16'da görülmektedir. Tablonun ilk iki satırında yer alan Almanya'ya ait cari denge verileri, iki dönem arasındaki farklılaşmayı göstermektedir.²⁹¹

Tablo 16: Euro'ya Geçiş Öncesinde ve Sonrasında Almanya ve Kriz Ülkelerinin Cari Denge/GSYİH Oranları

	Almanya	Yunanistan	İrlanda	Portekiz	İspanya
Cari Denge/GSYİH (1992-1999)	-1,0	-2,5	2,4	-3,5	-1,3
Cari Denge/GSYİH (2000-2007)	3,2	-8,4	-1,9	-9,4	-5,8
Enflasyon (2000-2007)	12,8	26,4	28,0	24,0	25,6

Kaynak: Boratav, 2011.

Euro'ya geçmeden önce para birimlerini, değeri Alman Markı nominal çapa olmak suretiyle belirlenen ECU'ya bağlayan Yunanistan, İrlanda, Portekiz ve İspanya gibi ülkeler, bu bağlantıya göre kurların yüzde 25-30 oranında aşırı değerlendirilmesine razı olmuşlar, böylelikle Euro kullanılmaya başlandığı anda, söz konusu ülkelerin yerli üretimde (emek verimini de dikkate alan) birim işgücü maliyetleri, Almanya'ya göre daha pahalı hale gelmiştir. Rekabet gücü açısından önemli bir farka işaret eden bu durum, çevre ekonomilerinde dış ticaret açıklarını kaçınılmaz hale getirmiş, rekabet gücünü artırmanın en kestirme yöntemi olan devalüasyon da bir seçenek olmaktan çıktığı için, açığın finansman kaynağı döngüsel biçimde Almanya'nın sermaye ihracı olmuştur. Tablo 16'da görüldüğü gibi, 1990'lı

²⁹⁰ 1990'lı yıllarda, EPB'nin oluşturulması konusunda önemli çekinceler ve tartışmalar söz konusu olmuştur. Bununla birlikte, özellikle Alman orta ve büyük sermaye sahiplerinin, kur riskinin ortadan kalkışıyla ihracatın önündeki engellerin de kalkacağı konusundaki yönelimi, parasal birliğe giden son adımları hızlandırmıştır. Sonuç olarak Almanya, ortak paraya geçişle ihracatını artırmış, parasal birlikten en büyük fayda sağlayan ülkelerin başında gelmiştir (Ömer Şanlıoğlu, "Avrupa Birliği'nin Yapısal Bir Krizi Olarak Euro Krizi ve Etkileri Üzerine Bir Değerlendirme", **Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 6, Sayı: 2, 2016, s. 102).

²⁹¹ Korkut Boratav, "Borç Krizi mi, Avro Krizi mi?", **Birgün**, 08.11.2011, <http://www.birgun.net/haber-detay/borc-krizi-mi-avro-nun-krizi-mi-14532.html>, (17.10.2016).

yıllarda GSYİH'ya oranla % 1-3 dolaylarında cari açık (İrlanda'da dış fazla) veren kriz ülkelerinde, Euro'ya geçişten itibaren durum tamamen tersine dönmektedir. Yunanistan, Portekiz ve İspanya'da cari açıkların GSYİH içindeki payları hızla büyüyerek % 6'lık, % 9'luk oranlara çıkmakta; İrlanda'da ise buharlaşan dış fazlalar; kronik açıklara dönüşmektedir. Söz konusu ülkelerde, Euro'ya geçişten kriz öncesi yıla kadar kaydedilen enflasyon hızları (% 24-28) dikkate alındığında ise Almanya'ya kıyasla iki katlık bir oran göze çarpmaktadır. Böylece, Almanya ile aralarındaki rekabet gücü makası giderek açılan çevre ekonomilerine yoğun sermaye girişleri, özel sektörün ve yerli bankaların borçlanması ile gayrimenkul sektöründe oluşan balonun finansmanı gibi sonuçlara yol açmıştır. Balon patladığında ise, batık bankalar bütçe harcamalarıyla kurtarılırken; özel borçlar devlet borçlarına dönüşmüş, kamu açıkları kronikleşmiştir.²⁹²

Stiglitz'e göre, ekonomik krizin yayılmasında ve derinleşmesinde, EPB ülkelerinin cari işlem bilançolarındaki asimetri kadar, parasal birliğin başlangıcından itibaren bünyesinde barındırdığı yapısal ve yönetsel sorunlar da önemli faktör olmuştur. Mali yakınsama kriterlerinin oluşturulmasından ve Euro'nun ortak para birimi olarak kabulünden günümüze kadar olan süreçte, üye ülkeler arasında ekonomik bir yakınsama sağlanamadığı gibi, merkez ve çevre ekonomileri arasındaki dengesizlik daha da belirginleşmiş, Birlik genelinde finansal istikrarsızlık ve ekonomik eşitsizlik artmıştır. Böylece, siyasi uzlaşmadan yoksun ve mali ayağı eksik bir ekonomik bütünleşme niteliğindeki AB, krizlere karşı direnç oluşturacak bir mali dayanışma ve risk paylaşımı sürecini de ortaya koyamamıştır. Bu durum, kemer sıkma politikalarının sunduğu tedbirlere alternatif olacak ve üretim altyapısını güçlendirerek talebi canlandıracak eşgüdümlü tedbirlerin alınmasına da engel teşkil etmiştir. Sonuç olarak, AMB, Avrupa Komisyonu ve IMF'den oluşan troykanın dayattığı daraltıcı mali tedbirleri uygulayan kriz ülkelerinde kararlı bir ekonomik toparlanma da kaydedilememektedir. Bu durum, Euro Sistemi'nin sürdürülebilmesi için, Birlik çapında daha derin bir siyasi bütünleşmenin, mali yakınsamanın ve kriz ülkelerinin rekabet güçlerini artırıcı alternatif politikaların zorunluluğunu açığa

²⁹² Boratav, 2011.

çıkarmıştır. Aksi halde, parasal birliğin dağılması veya Euro Alanı'ndan daha esnek bir sabit döviz kuru alanına geçilmesi uzak olasılıklar olarak görünmemektedir.²⁹³

2.5. EURO'NUN DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Euro, AB bütünleşmesini bir üst aşamaya taşıyarak yarattığı bölgesel etkiler kadar, Amerikan Doları'nın mutlak hegemonyasını sınırlayabilecek küresel bir potansiyel de ortaya koymuştur. Onlarca yıla yayılan ekonomik ve parasal bütünleşme projesinin başarılı bir sonucu olmasının yanı sıra, temsil ettiği uluslararası yapının küresel ekonomideki yeri ve etkileri dikkate alındığında Euro'nun, sıradan bir para biriminden daha karmaşık niteliklere sahip olduğu açıkça görülmektedir. Bu yönüyle Euro'nun değerini belirleyen faktörler de dinamik bir çeşitlilik arz etmekte ve her ne kadar arka planında köklü bir bütünleşme tarihi yatıyor olsa da henüz oldukça genç bir oluşum olan EPB'nin içine düştüğü mali krizin etkileri ile iç içe geçmiş bir görünüm sergilemektedir.

Parasal bütünleşme sürecinde önce döviz kurlarını belli marjlarla sabitleyip ardından Euro'yu ulusal paraları ile tam ikame eden EPB üyesi ülkeler, döviz kuru kaynaklı istikrarsızlık ve belirsizlikleri ortadan kaldırmıştır. Birlik içinde kurlara yönelik belirsizliğin doğurduğu riskler ortadan kalkınca, yatırım ve ticaret üzerindeki kur kaynaklı olumsuz etkiler de azalmıştır. Tek para birimi olan Euro'ya geçiş ile birlikte paranın mal ve hizmet mübadelelerinde önemli fonksiyonu olan işlem ve enformasyon maliyetleri de azalmıştır. Tek paranın geçerli olması, paranın değişim aracı, hesap birimi ve tasarruf aracı olma fonksiyonlarının daha sağlıklı biçimde yerine getirilmesine olanak tanımıştır. Birlik içi işlemlerden tasarruf sağlanmasının yanında, fiyat saydamlığı da artmış ve piyasalarda şeffaflık ve rekabetin artması için daha uygun koşullar oluşmuştur. AMB'nin yürüttüğü ortak para ve döviz kuru politikaları ile fiyat istikrarı sağlanmış, faizler aşağı çekilmiş, bunun yatırım ve üretim kararları üzerindeki olumlu etkileriyle ekonomik istikrar ve istikrarlı büyüme teşvik edilmiştir. Bununla birlikte, EPB üyesi ülkeler arasındaki yapısal farklılıklar ve asimetrik ekonomik gelişmeler, bir OPA'nın gerçekleşmesine engel olmakta ve bu

²⁹³ Joseph E. Stiglitz, *The Euro: And its Threat to the Future of Europe*, Allen Lane, 2016, ss. 296-305.

durum ortak para birimi Euro üzerinde olumsuz etkiler doğurmaktadır. 2008’de tetiklenen kriz süreci de, doğurduğu sonuçlar ile bu önermeyi kanıtlamış ve üye ülkelerin asimetrik ve simetrik şoklara direnme kapasitelerinin birbirinden farklı olduğu ortaya çıkmıştır. Euro’nun değerini etkileyen faktörlerin analizinde bu gerçeklik de önemli bir rol oynamaktadır.

Euro’nun değerini etkileyen en önemli faktörlerin başında Euro Alanı’nın ekonomik büyüklüğü ve makroekonomik istikrarı gelmekte iken, mali yakınsamanın ve finansal piyasaların ortak paranın değerini ve geleceğini etkileyen derinliği ve kapsamlılığı da kriz koşullarında asli belirleyici olmuştur. Nitekim finansal piyasaların birlik içi bölünmüş yapısı, Euro’nun Dolar’a karşı rekabet gücünü kısıtlayan önemli bir faktör oluşturmuştur. Özatay’a göre de, Avrupa’yı hızla etkisi altına alan küresel kriz, ortak maliye politikalarından ve ortak bankacılık düzenleme ve denetleme otoritelerinden yoksun bir ekonomik bütünleşme pratiğinin, tek merkez bankası - tek para - tek para politikası mekanizmasının sorunsuz işleyişine engel oluşturduğunu ortaya koymuştur.²⁹⁴ Böylece, 1980’lerden itibaren, henüz mali bir birlik konumuna gelmeden ya da en azından gerçek anlamda mali bir yakınsama gerçekleştirilmeden siyasi bir iradeyle hızlandırılan EPB’nin, optimum koşulları karşılayabilen bir parasal birliği temsil etmediği bütçe krizinin etkileri ile kanıtlanmıştır. Bunun da ötesinde, parasal politika bağımsızlıklarını yitirmelerinin yanında ekonomik durgunluk dönemlerinde kamu borçlarının döndürülemeyeceğine yönelik finansal piyasalarda yayılan paniğin de etkisiyle EBP’de yer alan çevre ekonomilerinin harekete geçirebilecekleri otomatik dengeleme mekanizmalarından da mahrum olduğu ortaya çıkmıştır. Bu durum, ülkelerin katı kemer sıkma tedbirlerine zorlanmasıyla sonuçlanmıştır. Sonuç olarak bütçe krizi, mali bütünleşme ayağı zayıf bir parasal birliğin güçlü biçimde ayakta durabilmesinin olanaksız olduğunu teyit etmiştir.

1992 yılındaki DKM Krizi ile parasal bütünleşmeye aday ülkelerin ekonomik yapıları ve öncelikleri arasındaki farklılıklara yönelik ilk belirtilerin ortaya çıkmasından Maastricht Antlaşması’na kadar uzanan süreç, Euro’ya geçişi hızlandıran tarihsel bir dönemeci temsil etmiştir. Euro’nun potansiyelini ve reel değerini ortaya koyan ilk dönem olarak ifade edebileceğimiz Ocak 1999 ile Ağustos

²⁹⁴ Fatih Özatay, **Finansal Krizler ve Türkiye**, 5. Baskı, Doğan Kitap, İstanbul, 2016, s. 181.

2007 arası dönemde, 1990'larda öngörülenin de ötesinde bir başarı elde edilmiştir. Ağustos 2007'den günümüze kadar olan ve küresel düzeyde olduğu kadar Birlik düzeyinde de finansal krizin etkilerini karakterize eden ikinci dönemde ise geleneksel para politikalarından uzaklaşmıştır. Tam istihdam düzeyi ve enflasyonist olmayan sürdürülebilir büyüme gibi AB'nin temel hedefleriyle de uyumlu genel ekonomi politikalarının tutarlılığından sorumlu olan AMB, para ve kur politikalarını fiyat istikrarına odaklamasına rağmen, 2008 Krizi ile kaybolan güven ve istikrar ortamını yeniden tesis etmek için, bir yandan piyasalara likidite enjekte ederek, diğer yandan faiz oranlarını hızla düşürerek, parasal stratejisinin geleneksel çizgisini terk etmek zorunda kalmıştır. Böylece, ekonomiyi harekete geçirip enflasyon düzeyini ve istihdam oranını yükseltebilmek için AMB, mevduat faiz oranlarını sıfırın altına çekerek, para politikalarında ilk kez negatif faiz uygulamak durumunda kalmıştır. Barındırdığı finansal risklere rağmen borçlanma maliyetlerini düşürüp kredi talebini yükseltmeye yönelik bu uygulama, bir yandan Birlik ekonomisinin canlanması, diğer yandan Euro değerindeki düşüşe karşılık dış ticarete rekabet üstünlüğü sağlanması beklentileriyle yürütülmüştür.

Bütünleşmenin içsel dinamikleriyle eşanlı olarak, Euro Alanı'nın ekonomik büyüklüğü ve küresel ticarete kapladığı hacim, Euro'nun değerini doğrudan etkileyen temel faktörler olmuştur. Çalışmamızın bu bölümünde istatistikî veriler yardımıyla da incelendiği üzere, ABD'yi geçen nüfusuyla büyük bir demografik güç olan Euro Alanı, ürettiği yıllık katma değer ile Çin Halk Cumhuriyeti ve ABD'nin ardından dünyada üçüncü konumdadır. Kriz sürecinin istihdam oranları ve kamu maliyesinde yol açtığı olumsuz etkilere rağmen, kişi başı GSYİH açısından da dünya ekonomileri arasında ön sıralarda gelmektedir. Küresel ekonomik platformlarda tek bir tüzel kişilik ve bağımsız bir aktör olarak temsil görmeye başlayan ve bu yönüyle rekabet yeteneğini giderek güçlendirerek karar alma süreçlerinde söz sahibi olan Euro Alanı, ortak para birimi olan Euro'nun arka planındaki dinamiklerin ve onun diğer para birimleri karşısındaki değerinin asli belirleyicisi konumundadır.

Çalışmanın bu bölümünde ortaya koyduğumuz verilerde, üretim düzeyi ve ticaret hacmi bakımından neredeyse ABD ile eşit düzeyde olan Euro Alanı'nın, finansal pazarlar açısından ABD'nin oldukça gerisinde kaldığı dikkati çekmektedir. Bu durum, Euro Alanı'nın reel ekonomisi ile finansal büyüklüğü arasında bir

uyumsuzluğun ve tutarsızlığın söz konusu olduğunu göstermektedir. Bunun yanında Euro'nun uluslararası alandaki değeri ve belirleyiciliği, onun rezerv para niteliğiyle de yakından ilişkilidir. Euro, küresel döviz rezervlerinin yaklaşık beşte birini oluşturmakla birlikte, % 64 gibi büyük bir orana sahip olan Amerikan Doları'nın ardından ikinci sırada gelmekte ve bu alandaki rekabette oldukça geride kalmaktadır. Öte yandan, döviz piyasalarında işlem gören ikinci büyük para olarak, küresel ölçekteki günlük işlemlerde % 30'a yakın bir oranda finansal mübadeleye konu olmaktadır. Bu oran, her ne kadar Dolar'ın gerisinde kalsa da Euro'nun küresel ödeme aracı olma niteliğini göstermektedir. Ayrıca, dünyadaki en geniş ticaret bloğunu, en açık ekonomilerden birini ve en büyük ikinci parasal birliği temsil eden Euro, Dolar'a alternatif bir para birimi olarak kur dalgalanmalarından kaynaklanan riskleri azaltmakta ve küresel ekonomik istikrara da bu yönüyle katkı sunmaktadır.

2008 Krizi sonrası üretim ve yatırımlarda meydana gelen düşüş sonucunda Euro Alanı'nda artan işsizlik, Birlik genelinden ve ABD'den daha büyük oranlarda gerçekleşmiştir. Krizin, Yunanistan'daki borç kriziyle yayılan etkileri, en başta Euro Alanı'nı tehdit etmiş ve PIIGS olarak adlandırılan diğer çevre ekonomilerinin borç sarmalından çıkamayacağı endişesi de bu etkilere eklenince, Euro, Dolar karşısında değer kaybetmiştir. Böylece, krize kaynaklık eden ABD, 2008'in ikinci yarısından itibaren bir toparlanma trendine girerken; 2008 yılının başlarında Dolar karşısındaki en yüksek tarihi değerlerine ulaşan Euro, krizin Avrupa'da yayılmasıyla birlikte önemli değer kayıpları yaşamıştır. Kriz öncesinde Dolar'la eşit düzeyde olan Euro cinsinden finansal varlıkların küresel ölçekteki payı ise, krizle birlikte hızla azalmaya başlamış ve Dolar'ın oldukça gerisinde kalmıştır. Benzer durum, Euro cinsinden küresel ödemeler açısından da geçerli olmuştur.

Krizin AB ve özellikle Euro Alanı ekonomilerinde bu düzeyde derin bir etki yaratabilmesinin nedenleri, parasal birliğin tarihsel arka planı irdelendiğinde daha da netleşmektedir. Euro'ya geçiş ile birlikte, Avrupa'nın merkez ülkelerinden çevre ülkelerine doğru yoğun bir sermaye akışının başladığı ve çevre ekonomilerinde dönemsel bir canlanma yaratan ve ilerde enflasyon olarak merkez ekonomilerine de etki eden bu sermaye akışının, Birlik içindeki ekonomik koşulları optimize etmek bir yana, daha da istikrarsız hale getirdiği görülmüştür. Almanya başta olmak üzere merkez ekonomileri ile aralarındaki rekabet gücü makası giderek açılan çevre

ekonomilerine doğru gerçekleşen bu yoğun sermaye girişleri, özel sektörün ve yerli bankaların borçlanması ile gayrimenkul sektöründe oluşan balonun finansmanı gibi sonuçlara yol açmıştır. Balon patladığında ise, batık bankalar bütçe harcamalarıyla kurtarılırken; özel borçlar devlet borçlarına dönüşmüş, kamu açıkları kronikleşmiştir. Bu durum, özellikle yüksek enflasyonla mücadele etmek için açık piyasa işlemlerine başvurması gereken fakat ortak paraya geçişle parasal bağımsızlıklarından feragat ederek bu fırsatı yitiren çevre ülkelerini yönetmekte zorlandıkları krizlerle yüzleştirmiştir. Böylece, Avrupa'nın parasal bütünleşme tarihindeki başlıca çelişki, bütçe kriziyle birlikte tekrar belirgin hale gelmiştir. Euro'nun değer kaybetmesine karşı çıkan ve mali disiplinden ödün verilmemesini savunan Almanya ile ekonomik büyümeyi ve ihracat artışını bir an önce gerçekleştirerek krizin yol açtığı olumsuzluklardan kurtulmak isteyen çevre ülkeleri arasındaki bu çelişki, krizin etkilerine karşı ortak bir parasal program oluşturmayı zorunlu hale getirmiştir. Bununla birlikte, reel ve finansal anlamda iki boyutlu olumsuz etkinin yol açtığı likidite darlığı sonucunda AMB'nin parasal genişlemeye yönelik tedbirlere hızla yöneldiği bir süreçte, Euro Alanı ülkelerinin birbirlerinden farklı öncelikleri, kapsamlı parasal tedbirlerin alınmasını geciktirmiştir. Sonuçta, olumsuz gelişmelerin Birlik ekonomilerini hızla deflasyona sürüklediği endişesi, faizlerin aşağı çekilmesini ve likidite yaratarak ekonomik aktiviteyi canlandıracak tedbirlerin alınmasını kaçınılmaz kılmış ve bu süreç Euro'nun değerini olumsuz yönde etkilemiştir.

Çalışmanın kavramsal analizi içeren birinci bölümünde de değinildiği üzere, ekonomik faktörlere eşlik eden bir dizi siyasi ve sosyoekonomik faktör de döviz kuru değişimlerinde belirleyici konumdadır. Nihai hedefi siyasi birlik olan bir uluslarüstü projenin en önemli başarısı niteliğindeki Euro için de bu faktörler kaçınılmaz olarak önemli rol oynamaktadır. Örneğin, Yunanistan'da patlak veren borç krizi ve krizin yol açtığı sosyoekonomik çalkantılar nedeniyle Euro Alanı'nın; Büyük Britanya'da referandum ile alınan AB'den ayrılma kararı sonrasında ise AB'nin geleceğinin tartışmaya açılması, Euro'nun istikrarını olumsuz yönde etkileyen gelişmeler olmuştur. Benzer şekilde, İtalya'da gerçekleştirilen anayasa değişikliği referandumu ve bu referandumun sonucuna göre İtalya'nın Euro Alanı'ndaki geleceğinin sorgulanabileceğine yönelik siyasi demeçler ve söylentiler, İtalyan bankalarının finansal açıdan yaşadığı kırılganlığın yarattığı etkiyle birleşerek, Euro'nun değerinde

dalgalanmalara neden olmuştur.²⁹⁵ Krizin yol açtığı koşullar ve katı kemer sıkma politikaları, Avrupa bütünleşmesine yönelik şüpheciliğin (euroscepticism) yükselmesinde de önemli bir rol oynamış ve çok sayıda üye ülkede AB karşıtı siyasi partiler ve liderler taban bulmaya başlamıştır.²⁹⁶

Bütün bu içsel siyasi faktörlerin yanında, güncelliğini koruyan kritik dışsal siyasi süreçler ve uluslararası gelişmeler de Euro'nun istikrarı açısından önemli sonuçlar doğurmaktadır. Özellikle Ortadoğu'da ve Kuzey Afrika'daki çatışmalar; artan terörizm olayları, göç ve mülteci krizleri; Rusya'nın siyasi ve askeri ağırlığının artmasıyla birlikte AB-Rusya ilişkilerinin yeni bir boyut kazanması vb. dışsal faktörler güncelliği itibariyle önem arz etmektedir.²⁹⁷ Öte yandan, küresel ticarete büyük bir güç olan AB, siyasi ve askeri alanda benzer bir etki kapasitesine sahip değildir ve bu alanda özellikle ABD ve Rusya gibi önemli güçlerin gerisinde kalmıştır. Bu durumun, Birliğin küresel rekabet yeteneği ve dolayısıyla Euro'nun değeri ve küresel konumu üzerinde etki yaratması da kaçınılmaz hale gelmektedir.

De Grauwe'nin de belirttiği gibi, Euro'nun değeri ve küresel bir para olma potansiyelini harekete geçirebilmesi, Euro Sistemi'nin içinde bulunduğu bu borç krizini aşmayı başarabilmesiyle ve ekonomik kırılganlığını azaltacak yeni kurumlar yaratabilmesiyle doğru orantılıdır. Bunun yanında, hisse senedi ve bankacılık piyasalarının hâlihazırdaki bölünmüş yapısı, Euro'nun Dolar'a eşdeğer bir küresel para olma yolundaki hızını frenleyen bir faktör olarak dikkati çekmektedir. Euro'nun istikrarını ve parasal birliğin geleceğini etkileyen faktörler, Euro Sistemi'nde somutlaşacak bir bütçesel birliğin ve parasal (bankalararası) piyasada gerçekleştirilecek bütünleşmenin yanı sıra, gelecekte yaşanması olası bir asimetrik şoka karşı koyabilmek için güçlü bir sigorta mekanizmasının oluşturulmasını ve bu hedefe yönelik yasal ve düzenleyici sistemlerin ileri düzeyde entegre edilmesini, diğer bir deyişle, siyasi bütünleşme yolunda mesafe alınmasını zorunlu kılmaktadır.²⁹⁸ Krugman, Obstfeld ve Melitz'e göre de, ekonomik yapı itibariyle birbirinden farklı nitelikteki Avrupa ülkelerini kapsayan tek para deneyiminin

²⁹⁵ BBC, **Italian Bank Shares Tumble After Vote**, <http://www.bbc.com/news/business-38203813>, (02.03.2017).

²⁹⁶ Demosthenes Ioannou, Jean-François Jamet ve Johannes Kleibl, "Spillovers and Euroscepticism", **European Central Bank Working Paper Series No: 1815**, Haziran 2015, ss. 2-5.

²⁹⁷ Kristin Archick, "The European Union: Current Challenges and Future Prospects", **Congressional Research Service Report**, 27 Şubat 2017, <https://fas.org/sgp/crs/row/R44249.pdf>, (15.03.2017), s. 1.

²⁹⁸ De Grauwe, ss. 252-253.

başarısı, ekonomik bütünleşme kadar siyasi bütünleşmeyi de geliştirip güçlendirebilecek ve Avrupa'da barışın ve refahın sürekliliğini tüm Doğu Avrupa ve hatta Türkiye'yi de kapsayacak biçimde garanti altına alabilecek bir potansiyel barındırmaktadır.²⁹⁹

Bu bölümde yapılan inceleme ve değerlendirmeler, Türkiye'nin AB'ye tam üyeliği ve Euro Alanı'na dâhil olmasının gerek koşulları gerekse olası riskleri hakkında oldukça zengin bir deneyim sunmaktadır. Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde, bu deneyimler ışığında ve ilave teknik incelemelerin ardından, öncelikle Euro'nun cari ve reel değerindeki değişimler hem Euro Alanı ülkeleri hem de Türkiye perspektifinden analiz edilmekte, ardından da olası tam üyeliğin Türkiye'ye bu boyutlardan yansımaları değerlendirilmeye çalışılmaktadır.

²⁹⁹ Krugman, Obstfeld ve Melitz, ss. 578-582.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

EURO DEĞERİNDEKİ DEĞİŞMELER, ETKİLERİ VE TÜRKİYE EKONOMİSİ

Günümüzde dünya ekonomisi, bilgi ve iletişim teknolojileriyle desteklenen küreselleşme süreciyle tırmandığı büyüme evresinden, Kondradyef'in depresyon çevrimlerinin³⁰⁰ niteliklerini çağrıştıran ve gerek küresel finansal ilişkilerin gerekse üretim ve bölüşüm ilişkilerinin ürettiği çelişkilerin yeni çıkış yolları aradığı bir durağanlaşma evresine geçiş belirtileri göstermektedir. Güncelliğini ve etkilerini koruyan küresel finans krizi de, bir önceki bölümde değinildiği üzere, başta reel üretim ve ticaretteki daralma olmak üzere, istihdam, gelir düzeyi ve diğer makroekonomik göstergelere yansıyan boyutlarıyla ulusal ekonomiler üzerinde olumsuz etkilere yol açabilmektedir. Finansal boyut ile reel ekonomik değerler arasındaki etkileşimin temel göstergelerinden biri niteliğindeki döviz kuru hareketleri ise, küresel etkilere eşanlı ilerleyen bölgesel nitelikli ekonomik ve parasal bütünleşmelerin ulusal ekonomiler üzerinde yarattığı etkilerin değerlendirilebilmesi için önemli bulgular sunmaktadır. EPB'nin küresel ve bölgesel boyutlarıyla yarattığı etkinin Türkiye ekonomisine yansımalarının değerlendirilebilmesi için de, Euro'nun reel değerindeki değişimleri ve sonuçlarını ortaya koyabilmek önem taşımaktadır.

Türkiye'nin ekonomik vizyonunu oluşturan temel sürecin, AB üyeliğini koşullandıran Kopenhag Kriterleri'nin ve EPB üyeliğini koşullandıran Maastricht Kriterleri'nin çerçevesini çizdiği tam üyelik perspektifi olduğundan hareketle ve bu perspektif dâhilinde, Euro'nun reel değerindeki değişmelerin Türkiye ekonomisine yansımaları çalışmamızın son bölümünde incelenmektedir. Bu bağlamda, öncelikle Euro değerindeki nominal ve reel değişmeler ile bu değişmelerin seçilmiş ülke ekonomilerine etkileri analiz edilecektir. Euro değerindeki değişmelerin AB ve üye ülke ekonomileri ile Türkiye ekonomisine etkileri 1999-2016 baz dönemine ilişkin istatistiksel verilerin yardımıyla incelenecektir. Böylece, Türkiye'nin Euro Alanı'na girişi olasılığının/girişinin, Türkiye ekonomisini karşı karşıya bırakacağı potansiyel

³⁰⁰ Bu konuda bkz: Nikolai D. Kondradyef, **The Long Waves in Economic Life**, The Review of Economic Statistics, Cilt: 17, No: 6, 1935, ss. 105-115; Joseph A. Schumpeter, **Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process**, McGraw-Hill Book Company, 1939.

risklerin ve bu risklere karşı alınabilecek önlemlerin değerlendirilmesi hedeflenmektedir.

3.1. EURO DEĞERİNDEKİ DEĞİŞMELERİN ANALİZİ

Euro'nun, tüm ülke paralarında olduğu gibi, iç ve dış olmak üzere iki çeşit değeri bulunmakta ve bu iki değer için nominal ve reel değişimler söz konusu olmaktadır. Ulusal paraların iç değerindeki değişimler, ulusal paranın iç değerinin yani satın alma gücünün düşmesini ifade eden enflasyon ve ulusal paranın değerinin artması anlamına gelen deflasyon; dış değerindeki değişimler ise yabancı paraları satın alma gücüyle belirlenmektedir. Çalışmamızın ilk bölümünde, enseren döviz kuru kotasyonu ile dövizin ulusal para cinsinden (1 \$ = 3,66 ₺ gibi) ifade edildiği bir ekonomide kurların düşmesi ulusal paranın değer kazanması; yükselmesi ise değer kaybetmesi olarak tanımlanmıştır. Bu değer değişimleri ise, nominal ve reel olmak üzere iki farklı nitelikte ele alınabilmektedir. Bu durumda, döviz kurlarında kaydedilen her artış veya azalış, söz konusu ulusal paranın reel olarak değer kaybettiği veya değer kazandığı sonucunu vermemektedir. Örneğin, çalışmamızın son kısmında görüleceği üzere, Türkiye'de de reel sektörün en önemli sorunlarının başında, iç değeri düşen (enflasyonu diğer ülkelerden yüksek iken) ulusal paranın dış değerinin yükselmesi (kurların cari ve/veya reel olarak gerilemesi) gelmektedir. Bu aşırı değerlenmenin doğrudan sonucu ise dış ticaret açığının ve cari açığın artışı olmaktadır.³⁰¹

Bu bağlamda, Euro değerinin farklı ülke paraları karşısındaki gelişimi çalışmamızın bu kısmında analiz edilecektir. Bu amaçla dünya ekonomisinde önemli yeri olan ve AB'nin/Euro Alanı'nın dış ticaretinde ilk sıralarda yer alan ülke paraları dikkate alınmış, Euro'nun bu paralar karşısındaki nominal ve reel değerlerinin gelişimi incelenmiştir.

³⁰¹ Yaşar Uysal, **Son 10 Yılda Döviz Kurları ve Sanayi Sektörü: Değerli TL, Re-Exportçu Sanayi**, <http://kisi.deu.edu.tr/yasar.uysal/site/raporlar/son10YildaDovizSanayi.html>, (23.03.2017).

3.1.1. Nominal Değerdeki Değişmeler

Daha önce de vurgulandığı gibi, piyasada geçerli kur olan nominal döviz kuru iki ülke parasının nispi fiyatını, yani herhangi bir ulusal para için yabancı paranın yurtiçi fiyatını ifade etmektedir. Aşağıda, başlıca ekonomilere ait paraların, Euro cinsinden (serten kotasyonla) değerleri gösterilmektedir. Bu doğrultuda, ABD Doları, İngiliz Sterlini, Çin Yuanı, Japon Yeni, Rus Rublesi, Kanada Doları, Hint Rupisi, Brezilya Reali ve Türk Lirası'na ait olmak üzere, 1999-2016 döneminde döviz kurlarının (yıllık ortalama olarak) Euro karşısındaki nominal değerlerinin gelişimi Tablo 17'de verilmiştir. Bu ülke paralarının seçiminde gerek dünya ekonomisinde gerekse AB'nin dış ticaretinde taşıdıkları önem temel kriterler olmuştur.

Tablo 17: Euro Karşısında Döviz Kurları (Yıllık Ortalama Oranlar: 1999-2016)

1€	A.B.D. Doları	İngiliz Sterlini	Çin Yuanı	Japon Yeni	Rus Rublesi	Kanada Doları	Hint Rupisi	Brezilya Reali	Türk Lirası
1999	1,0658	0,65874	8,8152	121,32	28,7252	1,5840	45,9615	1,9357	0,4903
2000	0,9236	0,60948	7,6382	99,47	26,3945	1,3706	41,5325	1,6903	0,5744
2001	0,8956	0,62187	7,4063	108,68	26,1847	1,3864	42,3498	2,1219	1,1030
2002	0,9456	0,62883	7,8198	118,06	29,6382	1,4838	45,9065	2,7884	1,4396
2003	1,1312	0,69199	9,3545	130,97	34,7520	1,5817	52,7025	3,4907	1,6948
2004	1,2439	0,67866	10,2874	134,44	35,7984	1,6167	52,0946	3,6353	1,7770
2005	1,2441	0,68380	10,1909	136,85	35,0864	1,5087	54,7800	3,0314	1,5868
2006	1,2556	0,68173	10,0096	146,02	34,1117	1,4237	56,8575	2,7308	1,8090
2007	1,3705	0,68434	10,4178	161,25	35,0183	1,4678	56,3972	2,6619	1,7865
2008	1,4708	0,79628	10,2236	152,45	36,4207	1,5594	63,6667	2,6736	1,9064
2009	1,3948	0,89094	9,5277	130,34	44,1376	1,5850	67,3611	2,7674	2,1631
2010	1,3257	0,85784	8,9712	116,24	40,2629	1,3651	60,5878	2,3313	1,9965
2011	1,3920	0,86788	8,9960	110,96	40,8846	1,3761	64,8859	2,3265	2,3378
2012	1,2848	0,81087	8,1052	102,49	39,9262	1,2842	68,5973	2,5084	2,3135
2013	1,3281	0,84926	8,1646	129,66	42,3370	1,3684	77,9300	2,8686	2,5335
2014	1,3285	0,80612	8,1857	140,31	50,9518	1,4661	81,0406	3,1211	2,9065
2015	1,1095	0,72584	6,9733	134,31	68,0720	1,4186	71,1956	3,7004	3,0255
2016	1,1069	0,81948	7,3522	120,20	74,1446	1,4659	74,3717	3,8561	3,3433
Ort.	1,2121	0,74240	8,8022	127,45	40,1582	1,4618	59,9010	2,7911	1,9326

Kaynak: ECB, **ECB/Eurosystem Policy and Exchange Rates**,

https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates, (24.07.2017) ve Currency Converters and Historical Exchange Rates, **Historical Rates**, <http://fxtop.com/en/historical-exchange-rates.php>, (24.07.2017).

Euro'nun Dolar karşısındaki cari değerlerinin gelişimi incelendiğinde, 2002 yılında başlayan yükselişin, küresel finans krizinin 2009 yılından itibaren krizin kaynağı olan ve ilk etkilerine maruz kalan ABD'den Euro Alanı'na sıçramasıyla birlikte kısmi bir düşüş trendine girdiği dikkati çekmektedir. Çalışmamızın küresel finans krizinin Euro Alanı üzerindeki etkilerini analiz ettiğimiz ikinci kısmında da değinildiği üzere, 2008 yılının başlarında Dolar karşısında en yüksek tarihi değerlerine ulaşan Euro, krizin Avrupa'da yayılması ve derinleşmesiyle birlikte önemli değer kayıpları yaşamıştır.

Euro'nun kaydi para olarak ECU'nun yerini aldığı 1999 yılından itibaren Sterlin ile olan cari parite değerlerine bakıldığında ise, yıllık ortalama değer olarak 2009 yılında yakaladığı düzeyi, bu yıldan itibaren ufak dalgalanmalar ile kaybettiği görülmektedir. Önceki yıllara kıyasla 2016 yılında kaydedilen yükseliş ise önemli ölçüde Brexit sürecinin döviz piyasasındaki yansımaları içermektedir.

2008 yılından itibaren, kriz öncesi verilerle kıyaslandığında Euro'nun, Yuan ve Yen karşısındaki düşüş trendi de dikkati çekmektedir. Bununla birlikte bu trend, 2013 itibarıyla Yen karşısında önce tersine dönmüş ve ardından dalgalı bir seyir izlemiştir. Kuşkusuz bu dalgalı seyir, bir yanda kronik deflasyon ve diğer yanda dış borç sarmalında olan Japonya ekonomisinin kendine has nitelikleriyle birlikte uzun süredir yaşadığı ağır duraklama evresinden de etkilenerek, Euro-Yen paritesine yansımıştır. Bununla birlikte parite, Euro lehine en yüksek değer kaydedildiği kriz öncesi 2007 yılı ortalama değerine bir daha yaklaşmamıştır. İki para birimi arasındaki paritenin 2016 yılında aldığı değer ise, aradaki 16 yıllık dalgalanmalar sonrası tekrar başlangıç yılı olan 1999'un ortalama düzeyine gerilemiştir.

Euro-Yuan paritesinde önce 2004-2008, ardından 2012-2014 dönemleri için açıkça ayırt edilebilen, genel itibarıyla istikrarlı bir görüntü dikkati çekmektedir. Bunda, ÇHC'nin geleneksel "aşırı değerli kur (düşük değerli ulusal para), ihracata dayalı büyüme" politikası ile Yuan'ı önce ABD Doları ve diğer dövizleri içine alan bir sepete göre ayarlanabilir sabit rejimle yönetmesi önemli bir faktör olmuş ve uzun yıllar makroekonomik değerlerindeki ve rezervlerindeki büyümeyi para biriminin değerine yansıtılmayarak rekabet üstünlüğünde avantajlı konumunu sürdürmesini sağlamıştır. Ancak Dünya Ticaret Örgütü (DTÖ) nezdinde ve özellikle dış ticarete yoğun rekabet halinde olduğu ABD başta olmak üzere gelişmiş ülkelerin ÇHC

üzerinde Yuan'ın revalüe edilmesi yönündeki baskıları, Yuan kurunun diğer paralarla olduğu gibi belli dönemlerde Euro karşısındaki hareketlerinde de belirleyici olmaktadır. Bununla birlikte son dönemde ÇHC'nin büyüme rakamlarındaki görece düşüşün etkisi Yuan'ın devalüe edilmesi yönündeki eğilimin nüksetmesine yol açmakta ve bu durum cari kurlara da yansımaktadır.

Euro'nun Rus Rublesi karşısındaki değerinde incelemeye aldığımız dönem itibariyle gerçekleşen yükseliş trendinin, bütçe krizinin belirleyici etkisiyle 2010 yılı itibariyle sekteye uğradığı görülmektedir. Ancak takip eden yıllar itibariyle, başta düşen enerji fiyatları ve uluslararası siyasi yaptırımların etkisiyle daralan Rus ekonomisi dikkate alındığında, bu etkinin nominal kur değerlerine de devalüasyon olarak yansımaları kaçınılmaz olmuş ve parite Euro lehine artış göstermiştir.

ABD Doları'yla olduğu gibi, Euro ile Kanada Doları arasındaki cari paritenin de diğer paritelere kıyasla daha istikrarlı bir eğilim sergilediği dikkati çekmektedir. Bununla birlikte 2010'daki bütçe krizi, aynı yıl itibariyle, Euro'nun Kanada Doları karşısındaki yıllık ortalama değerine yüzde 15'e yakın bir gerileme olarak yansımıştır. 2013 yılı itibariyle küresel düzeydeki durgunluğun Kanada ekonomisi üzerindeki etkisinin yoğunlaşması ve düşen petrol fiyatlarının cari denge üzerindeki etkisi ile durgunlaşan ekonomik faaliyet, Kanada Doları'nın endeks değerlerine negatif yönde yansımıştır.³⁰²

Euro'nun Hindistan Rupisi karşısında da 2010 yılında duraksayan nominal değerlenme trendi, takip eden dönemde kaldığı yerden devam etmiştir. 2014 yılı itibariyle Hint ekonomisinde kaydedilen görece canlanma ve yüksek ihracat rakamlarının etkisi ise Euro'nun Rupi karşısındaki söz konusu yıl ortalamasını kapsayan istisnai değer kaybında etkili olmuştur.

Brezilya'nın 2000'li yılların başı itibariyle yoğunlaşan ödemeler dengesi krizi ve para biriminde gerçekleştirdiği devalüasyon, Euro'nun Real karşısındaki cari değerini büyük oranda yükseltmiştir. Bununla birlikte, 2003 yılı itibariyle toparlanmaya başlayan Brezilya ekonomisi, özellikle devlet başkanı Lula döneminde

³⁰² AB ile Kanada arasında yakın zamanda yürürlüğe girmesi beklenen kapsamlı serbest ticaret anlaşması da dikkate alındığında, iki ekonomi arasındaki dış ticaretin ve dolayısıyla döviz kuru hareketlerinin daha istikrarlı hale gelmesi beklenmektedir (European Commission, **Trade: EU-Canada CETA**, <http://ec.europa.eu/trade/policy/in-focus/ceta/>, (01.07.2017) ve European Commission, **Trade: Countries and Regions-Canada**, <http://ec.europa.eu/trade/policy/countries-and-regions/countries/canada/>, (01.07.2017).

yakalanan yüksek büyüme ve istihdam oranlarıyla birlikte ulusal para biriminin değerini de koruyabilmiştir. 2012 yılı itibariyle Brezilya ekonomisindeki kırılmanın küresel durgunluğun artan etkisiyle birlikte kronikleşmeye başlaması, Real'in, diğer paralar karşısında olduğu gibi Euro karşısında da negatif yönde ayrışmasına yol açmış ve Euro'nun Real karşısındaki cari değeri bu yıldan itibaren tekrar bir yükseliş trendine girmiştir. Brezilya'nın 2015 yılı itibariyle içine girdiği resesyonun Real üzerindeki etkisi ise Tablo 17'de açıkça görülmektedir.

Çalışmanın son kısmında cari ve reel boyutuyla detaylı şekilde incelenecek olan Euro/TL kurunun gelişiminde ise ilk göze çarpan durum, Euro'nun ortak para birimi olarak oluşturulduğu ve ardından tedavüle girdiği yılları kapsayan ilk döneminin, Türkiye ekonomisinin derin krizler ile yüzleştiği dönemle çakışması olmuştur. Nitekim 1999 ve 2001 Krizleri'nin TL üzerindeki etkisi, Euro cinsinden cari değerinin gelişimi incelendiğinde de net bir biçimde görülmektedir. Küresel krizin Türkiye ekonomisine etkileri ise 2011 yılı itibariyle yoğunlaşırken, bunun nominal kurlara yansıyan etkisi de belirgin olmuştur. Takip eden dönemde ise, yıllık ortalama olarak özellikle 2014 yılında belirginleşen Euro'nun TL karşısındaki değerlenişi, 2016 yılının son çeyreği itibariyle TL'nin dış değerinde kaydedilen keskin düşüşün bu yılın ortalama değerine etki etmesiyle birlikte hızlanarak devam etmiştir.

Daha önce de belirtildiği üzere, ulusal paralardaki değer değişimleri nominal ve reel olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Ulusal paranın iç değerinin yani satın alma gücünün düşmesini ifade eden enflasyon ve değerlenmesi anlamına gelen deflasyonun etkileri de dikkate alındığında, döviz kurlarında yukarıdaki örneklere benzer kaydedilen her cari artış veya azalışın, söz konusu ulusal parada reel bir değer kazanımı veya kaybı anlamına gelmediği görülecektir. Buradan hareketle aşağıdaki kısımda, yine incelediğimiz dönemi ve başlıca ekonomileri dikkate alarak önce enflasyon oranlarının gelişimi, ardından döviz kurlarında kaydedilen reel değişimler, yani ülkeler arasındaki enflasyon farklarının kurların gelişimi üzerindeki reel etkisi incelenmektedir.

3.1.2. Reel Değerdeki Değişmeler

Bu kısım altında, Euro'nun reel değerinin diğer paralar karşısında kaydettiği değişimleri değerlendirebilmek için öncelikle Euro bölgesi ile ele alınan başlıca ülkelerdeki enflasyon oranlarının gelişimi incelenmiş, ardından bu veriler yardımıyla nominal kurlar ile fiyat endekslerinin bir yansıması olan reel kurların gelişimi analiz edilmiştir.

3.1.2.1. Enflasyon Oranlarının Gelişimi

Euro bölgesi ve inceleme kapsamında olan diğer ekonomilerdeki gelişmeler üç farklı enflasyon göstergesi, yani Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE), Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) ve GSYİH Deflatör enflasyonu boyutuyla değerlendirilmektedir.

3.1.2.1.1. ÜFE Enflasyon Oranlarının Gelişimi

ÜFE, üretim sürecinde girdi olarak kullanılan, üreticiler tarafından alım satımı yapılan toptan satış aşamasına yönelik ürün fiyatlarında zaman içinde kaydedilen değişimleri ölçen endeksi ifade etmektedir.³⁰³ İncelemeye aldığımız ülkelere ait bu yöndeki veriler Tablo 18'de yer almaktadır.

Türkiye, Brezilya ve Rusya'da, özellikle 2003 yılına kadar olan oldukça yüksek enflasyon oranları, takip eden yıllarda değişken bir görünüm sergilemekle birlikte daha düşük ve belli yıllar için tek haneli düzeylere inebilmiştir. Üretici enflasyon düzeylerinin gelişimi, incelenen dönem ve tüm ülkeler itibarıyla bir arada değerlendirilmek istendiğinde, Türkiye, Rusya ve Brezilya gibi çok yüksek enflasyon oranlarına sahip ülkelerin Şekil 22'de yer alan grafiğin analizini Euro Alanı ve diğer ülkeler açısından güçleştirdiği göze çarpmaktadır. Bu ülkelerin çıkarılması suretiyle oluşturulan Şekil 23'teki grafik ise, yedi büyük ekonomi için ÜFE enflasyonunun gelişimini göstermektedir.

³⁰³ IMF, **Producer Price Index Manual: Theory and Practice**, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ppi/2010/manual/ppi.pdf>, (26.06.2017), s. xiii.

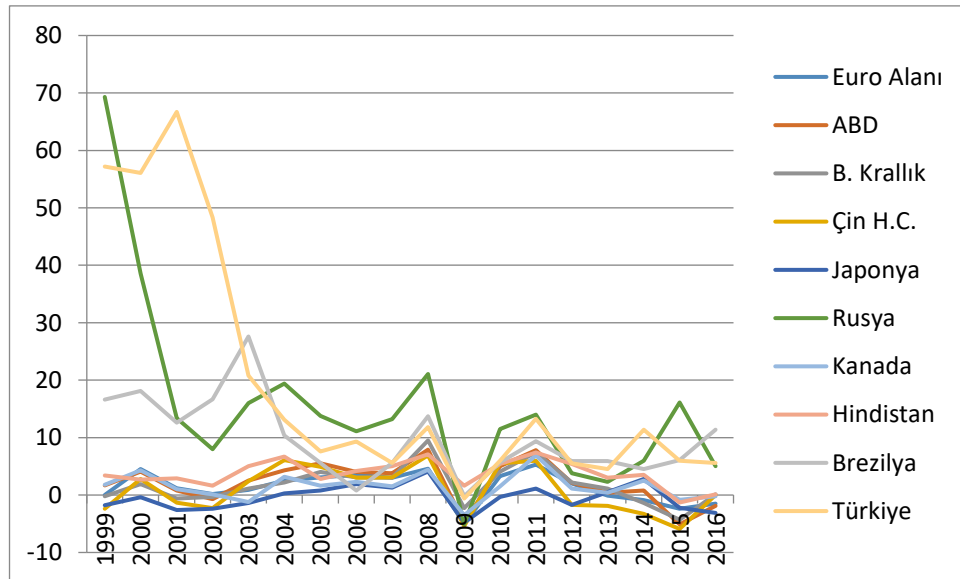
Tablo 18: Başlıca Ekonomilere Ait ÜFE Enflasyon Oranları (1999-2016)

	Euro Alanı	ABD	B. Krallık	Çin H.C.	Japonya	Rusya	Kanada	Hindistan	Brezilya	Türkiye
1999	0,0	1,7	-0,2	-2,4	-1,8	69,3	1,8	3,4	16,6	57,2
2000	4,5	4,1	1,9	2,8	-0,4	38,6	4,3	2,7	18,1	56,1
2001	1,2	0,8	-0,6	-1,3	-2,6	13,4	1,0	2,9	12,6	66,7
2002	0,2	-0,7	-0,3	-2,3	-2,4	8,0	0,1	1,6	16,7	48,3
2003	0,9	2,5	1,1	2,4	-1,4	16,0	-1,2	5,0	27,6	20,8
2004	2,5	4,3	2,2	6,1	0,3	19,4	3,2	6,7	10,4	13,1
2005	3,1	5,5	4,0	4,9	0,8	13,8	1,6	2,8	5,6	7,6
2006	3,5	4,0	3,1	3,0	1,9	11,1	2,3	4,2	0,8	9,3
2007	3,0	3,8	3,0	3,1	1,3	13,2	1,5	5,0	5,6	5,6
2008	4,6	7,9	9,5	6,9	4,1	21,1	4,4	7,1	13,7	11,8
2009	-5,0	-4,9	-2,3	-5,4	-4,8	-5,1	-3,5	1,6	-0,2	-0,6
2010	3,3	5,0	4,1	5,5	-0,3	11,5	1,5	5,4	5,7	6,0
2011	5,3	7,8	7,4	6,0	1,1	14,0	6,9	7,4	9,4	13,3
2012	2,0	2,1	2,2	-1,7	-1,7	3,8	1,1	5,4	5,9	5,5
2013	-0,1	0,4	1,1	-1,9	0,5	2,3	0,4	3,0	5,9	4,5
2014	-0,9	0,8	-1,4	-3,3	2,8	6,0	2,5	3,5	4,5	11,4
2015	-2,4	-5,1	-4,3	-5,9	-2,2	16,1	-0,8	-1,3	6,1	6,0
2016	-1,5	-1,9	0,1	...	-3,1	5,0	-0,2	0,1	11,4	5,6
Ort.	1,3	2,1	1,7	1,0	-0,4	15,4	1,5	3,7	9,8	19,3

Kaynak: OECD Data, **Producer Price Indices (PPI)**,

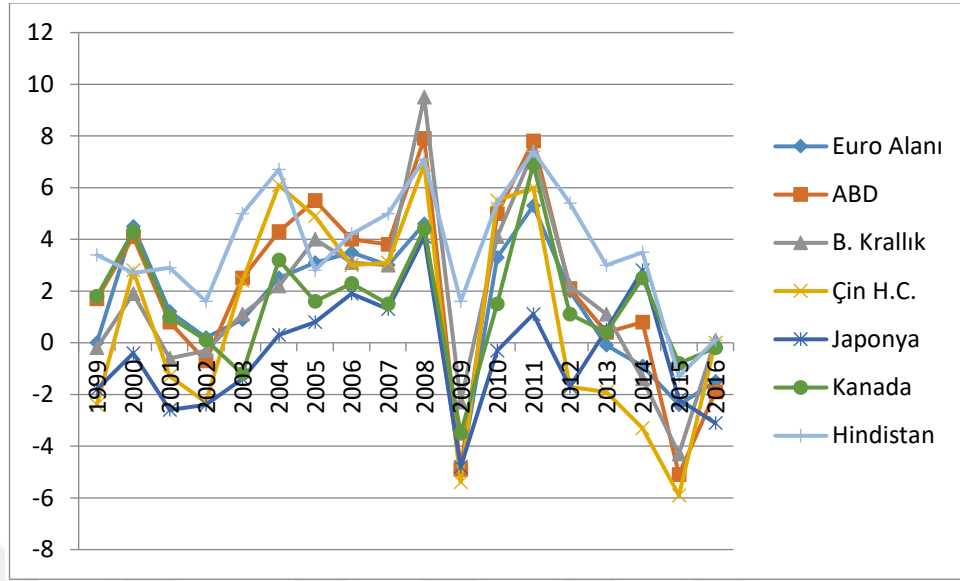
<https://data.oecd.org/price/producer-price-indices-ppi.htm>, (24.06.2017).

Şekil 22: Başlıca Ekonomilerde ÜFE Enflasyonunun Gelişimi



Kaynak: Tablo 18'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Şekil 23: Seçilmiş Ekonomilerde ÜFE Enflasyonunun Gelişimi



Kaynak: Tablo 18'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Dönem ortalamasını içeren verilerde de görüldüğü gibi, AMB'nin katı biçimde ortaya koyduğu fiyat istikrarı hedefi, Euro Alanı'nın ÜFE enflasyon düzeylerine de belirgin biçimde yansımıştır. Bunun yanında, finansal krizin etkilerinin küresel düzeyde en yoğun olduğu 2009 yılındaki durgunlukla birlikte Euro Alanı'nda olduğu gibi tüm ülkeler için üretici fiyatlarında kaydedilen düşük oranlar ve aynı yıl Hindistan haricindeki ülkelerde yaşanan deflasyon dikkati çekmektedir. Takip eden yıllardaki görece toparlanma ise, söz konusu ekonomilerde uygulamaya koyulan, deflasyonist süreçleri engellemeye yönelik genişletici parasal tedbirlerin etkisiyle sağlanabilmiştir. Buna rağmen son iki yıllık süreç, gelişmiş ülkelerin tümünde üretici fiyatları açısından deflasyonu işaret etmektedir. İncelenen döneme ait yıllık oranların dönem ortalaması dikkate alındığında ise deflasyonun bir tek Japonya'da kronik düzeyde olduğu görülmektedir.

3.1.2.1.2. TÜFE Enflasyon Oranlarının Gelişimi

TÜFE, hane halkı tüketimine yönelik mal ve hizmet fiyatlarının zaman içindeki değişimini ölçen endeksi ifade etmektedir. Değişen fiyatlar, tüketicilerin reel

satın alma güçlerini ve refahlarını etkilemektedir.³⁰⁴ Aşağıda, başlıca ekonomilere ait yıllık TÜFE oranları verilmiştir.

Tablo 19: Başlıca Ekonomilere Ait TÜFE Enflasyon Oranları (1999-2016)

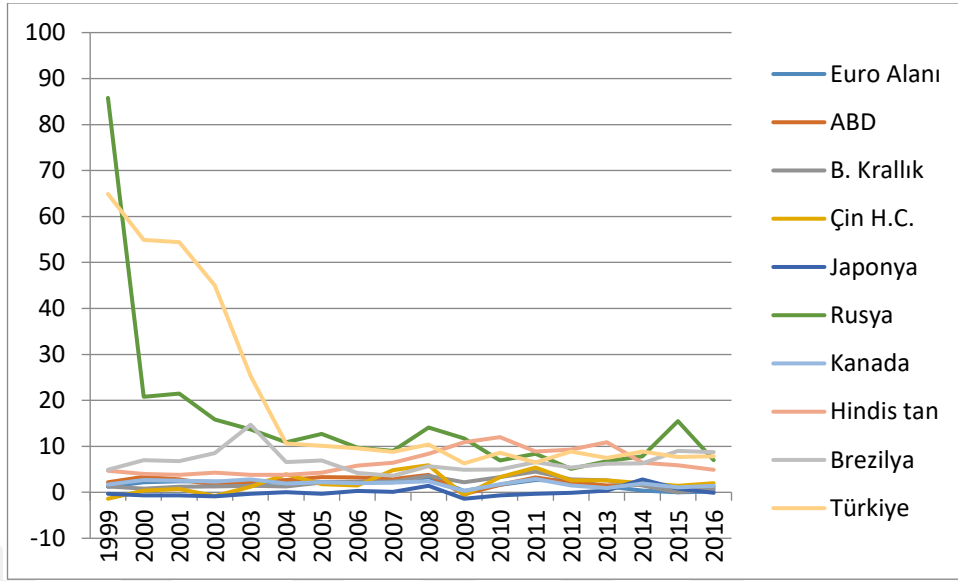
	Euro Alanı	ABD	B. Krallık	Çin H.C.	Japonya	Rusya	Kanada	Hindistan	Brezilya	Türkiye
1999	1,2	2,2	1,3	-1,4	-0,3	85,8	1,7	4,7	4,9	64,9
2000	2,2	3,4	0,8	0,4	-0,7	20,8	2,7	4,0	7,0	54,9
2001	2,4	2,8	1,2	0,7	-0,7	21,5	2,5	3,8	6,8	54,4
2002	2,3	1,6	1,3	-0,8	-0,9	15,8	2,3	4,3	8,5	45,0
2003	2,1	2,3	1,4	1,2	-0,3	13,7	2,8	3,8	14,7	25,3
2004	2,2	2,7	1,3	3,9	-0,0	10,9	1,9	3,8	6,6	10,6
2005	2,2	3,3	2,1	1,8	-0,3	12,7	2,2	4,3	6,9	10,1
2006	2,2	3,2	2,3	1,5	0,3	9,7	2,0	5,8	4,2	9,6
2007	2,2	2,9	2,3	4,8	0,1	9,0	2,1	6,4	3,6	8,8
2008	3,3	3,8	3,6	5,9	1,4	14,1	2,4	8,4	5,7	10,4
2009	0,3	-0,4	2,2	-0,7	-1,4	11,7	0,3	10,9	4,9	6,3
2010	1,6	1,6	3,3	3,3	-0,7	6,9	1,8	12,0	5,0	8,6
2011	2,7	3,2	4,5	5,4	-0,3	8,4	2,9	8,9	6,6	6,5
2012	2,5	2,1	2,8	2,6	-0,1	5,1	1,5	9,3	5,4	8,9
2013	1,3	1,5	2,6	2,6	0,4	6,8	0,9	10,9	6,2	7,5
2014	0,4	1,6	1,5	2,0	2,8	7,8	1,9	6,4	6,3	8,9
2015	0,0	0,1	0,0	1,4	0,8	15,5	1,1	5,9	9,0	7,7
2016	0,2	1,3	0,7	2,0	-0,1	7,0	1,4	4,9	8,7	7,8
Ort.	1,7	2,2	2,0	2,0	0,0	15,7	1,9	6,6	6,7	19,8

Kaynak: OECD Data, **Inflation (CPI)**, <https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm#indicator-chart>, (24.06.2017).

Yine Türkiye ve Rusya’da kaydedilen yüksek enflasyon oranları Euro Alanı ve diğer ülkeler için yukarıdaki grafiğin analizini güçleştirirken, Brezilya’da bir önceki alt başlıkta incelenen toptan satış aşamasındaki yüksek enflasyon oranlarının tüketici fiyat endeksine aynı düzeyde yansımadağı dikkati çekmektedir. Türkiye ve Rusya verilerinin dışarıda bırakılması suretiyle oluşturulan Şekil 25 incelendiğinde ise, Euro Alanı’nda küresel krize kadar oldukça istikrarlı bir eğilimin olduğu dikkati çekmektedir. Öte yandan, Brezilya ile birlikte Hindistan’daki TÜFE oranlarının diğer ülkelerden daha yüksek düzeydeki gelişimi ayırt edilebilmektedir. Japonya’da ise üretici fiyatlarında olduğu gibi tüketici fiyatlarında da incelenen yıllar itibariyle düşük enflasyon ve sıfır çizgisi etrafında artı ve eksi yönlü sürekli dalgalanmalar göze çarpmaktadır.

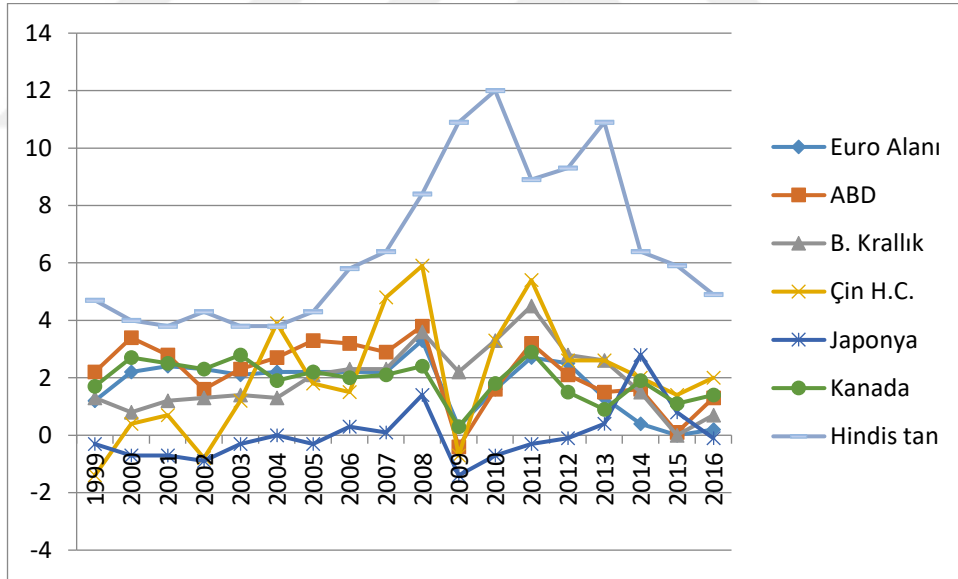
³⁰⁴ ILO, **An Introduction to Consumer Price Index Methodology**, <http://www.ilo.org/public/english/bureau/stat/download/cpi/ch1.pdf>, (26.06.2017), s. 1.

Şekil 24: Başlıca Ekonomilerde TÜFE Enflasyonunun Gelişimi



Kaynak: Tablo 19'dan yararlanılarak hazırlanmıştır.

Şekil 25: Seçilmiş Ekonomilerde TÜFE Enflasyonunun Gelişimi



Kaynak: Tablo 19'dan yararlanılarak hazırlanmıştır.

ABD'nin tüketici enflasyon oranlarının genel ortalama itibariyle Euro Alanı'ndan yüksek olduğu ve küresel kriz sonrası süreçte de hızla artarak biraz daha yüksek düzeylere ulaştığı görülmektedir. Nitekim dönem ortalamasına bakıldığında da bu oran Euro Alanı için % 1,7 iken, ABD için % 2,2 düzeyindedir.

3.1.2.1.3. Deflatör Enflasyonu Oranlarının Gelişimi

Bir ekonomide üretilen tüm mal ve hizmetleri içeren bir fiyat endeksi olan GSYİH deflatörü, nominal hasılanın reel hasılaya oranını ifade etmektedir.³⁰⁵ Bu şekilde hesaplanan deflatör, bir ülkede üretilen tüm mal ve hizmetlerin ortalama fiyatını, bu fiyattaki değişimler ise deflatör enflasyonunu vermektedir. Bir sonraki başlıkta Euro ile başlıca para birimleri arasındaki reel kurların gelişimi incelenirken de ülkelere ait tüm mal ve hizmetleri içeren bu fiyat indirgeyici oranlar dikkate alınacaktır. Dolayısıyla ülkelerin deflatör enflasyon oranları arasındaki fark cari kurların, reel kurları ve SGP'ye göre olması gereken kurları ne ölçüde yansıttığını belirleyen gösterge olarak kullanılacaktır.

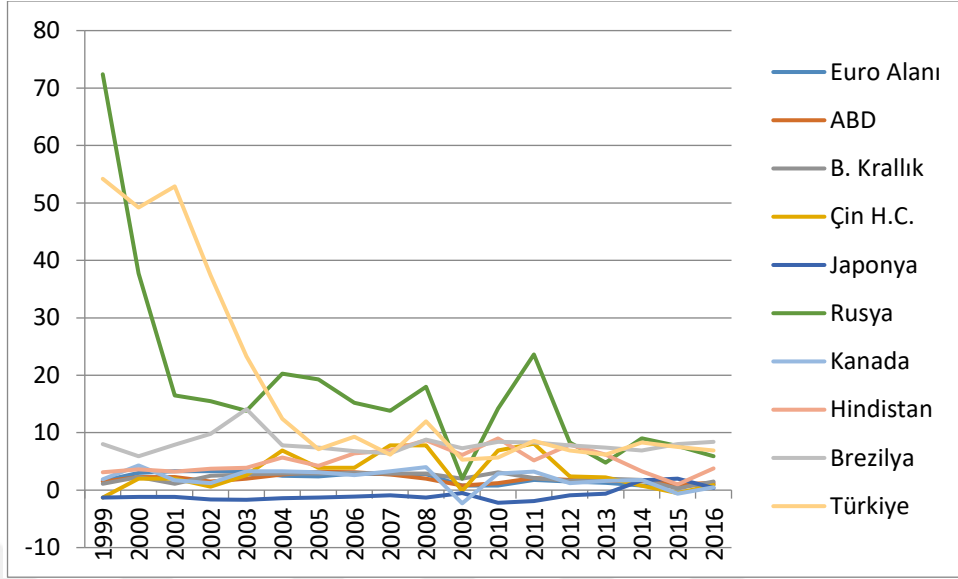
Tablo 20: Başlıca Ekonomilere Ait GSYİH Deflatörü Oranları (1999-2016)

	Euro Alanı	ABD	B. Krallık	Çin H.C.	Japonya	Rusya	Kanada	Hindistan	Brezilya	Türkiye
1999	1,6	1,5	1,1	-1,3	-1,3	72,4	1,9	3,1	8,0	54,2
2000	3,0	2,3	2,3	2,0	-1,2	37,7	4,3	3,6	5,9	49,2
2001	3,3	2,3	1,1	2,0	-1,2	16,5	1,7	3,2	7,9	52,9
2002	3,3	1,5	2,5	0,6	-1,6	15,5	1,2	3,7	9,8	37,4
2003	3,3	2,0	2,7	2,6	-1,7	13,8	3,3	3,9	14,1	23,3
2004	2,5	2,7	2,9	6,9	-1,4	20,3	3,3	5,7	7,8	12,4
2005	2,4	3,2	2,9	3,9	-1,3	19,3	3,1	4,2	7,4	7,1
2006	2,9	3,1	3,0	3,9	-1,1	15,2	2,6	6,4	6,8	9,3
2007	2,8	2,7	2,9	7,8	-0,9	13,8	3,3	6,9	6,4	6,2
2008	2,8	2,0	2,9	7,8	-1,3	18,0	4,0	8,7	8,8	12,0
2009	0,8	0,8	2,0	-0,1	-0,5	2,0	-2,3	6,1	7,3	5,3
2010	0,8	1,2	3,1	6,9	-2,2	14,2	2,9	9,0	8,4	5,7
2011	1,8	2,1	2,1	8,1	-1,9	23,6	3,2	5,2	8,3	8,6
2012	1,5	1,8	1,6	2,4	-0,9	8,3	1,2	7,9	7,8	6,9
2013	1,3	1,6	2,0	2,2	-0,6	4,8	1,6	6,2	7,4	6,2
2014	0,8	1,6	1,8	0,8	1,7	9,0	1,8	3,3	6,9	8,3
2015	0,8	1,0	0,3	-0,5	2,0	7,7	-0,6	1,0	8,0	7,5
2016	1,0	1,3	1,5	0,9	0,4	5,9	0,5	3,8	8,4	6,9
Ort.	2,1	1,9	2,1	2,9	-0,8	17,7	1,9	5,3	7,9	24,1

Kaynak: United Nations Data, **Inflation, GDP Deflator**, http://data.un.org/Data.aspx?d=WDI&f=Indicator_Code%3ANY.GDP.DEFL.KD.ZG, (26.06.2017); OECD, **Economic Outlook 2016**, http://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-outlook-volume-2016-issue-2/gdp-deflators_eco_outlook-v2016-2-table194-en, (26.06.2017).

³⁰⁵ Andrew B. Abel ve Ben Bernanke, **Macroeconomics**, 4. Baskı, Prentice Hall, 2000, s. 46.

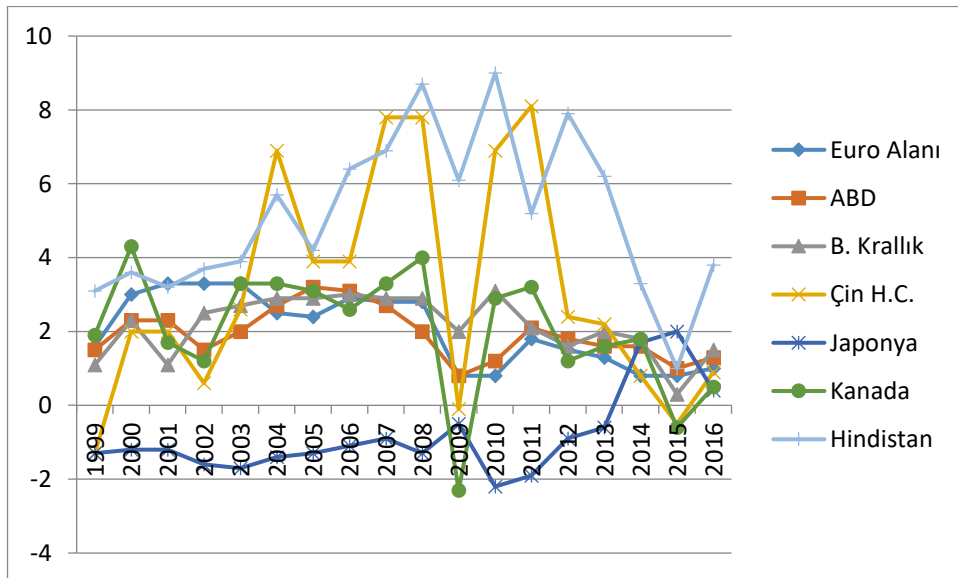
Şekil 26: Başlıca Ekonomilerde Deflatör Enflasyonunun Gelişimi



Kaynak: Tablo 20'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Deflatör enflasyonu oranlarının gelişimi, incelenen dönem ve tüm ülkeler itibariyle bir arada değerlendirilmek istendiğinde, yine Türkiye ve Rusya'da kaydedilen çok yüksek enflasyon oranları Şekil 26'daki grafiğin analizini Euro Alanı ve diğer ülkeler açısından güçleştirmektedir. Şekil 27'deki grafik ise seçilmiş yedi büyük ekonomideki deflatör enflasyonu düzeylerinin gelişimini göstermektedir.

Şekil 27: Seçilmiş Ekonomilerde Deflatör Enflasyonunun Gelişimi



Kaynak: Tablo 20'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Tüm mal ve hizmetleri kapsayan ortalama fiyat düzeyini ifade eden deflatör enflasyonunu dikkate aldığımızda, Euro Alanı deflatör enflasyonunun ÜFE ve TÜFE enflasyonlarından dönem ortalaması itibariyle daha yüksek düzeylerde gerçekleştiği dikkati çekmektedir. Ayrıca diğer endekslerin aksine bu endeks için Euro Alanı ortalama enflasyonunun ABD'den daha yüksek düzeyde olduğu görülmektedir. Yine ortalama oranlara bakıldığında, parasal birlikte yer almayan Birleşik Krallık'a ait enflasyonun ise Euro Alanı ile eşit düzeyde olduğu görülmektedir. Euro Alanı'na ait deflatör enflasyonu oranlarının yıllık gelişimi ile ABD ve Birleşik Krallık'a ait verilerin gelişimi arasında bir karşılaştırma yapıldığında ise, 2003 yılına kadar Euro Alanı'ndaki fiyat artış oranlarının diğer iki gelişmiş ekonomiyi geride bıraktığı, takip eden dört yılda ise bu durumun diğer iki ülke açısından tersine döndüğü, küresel krizin yol açtığı tahribatın derinleştiği takip eden yıllarda ise Birleşik Krallık'ın toplam mal ve hizmetlere yönelik enflasyon oranlarının, krizden daha çok etkilenen Euro Alanı ve ABD'ye kıyasla daha yüksek düzeylerde gerçekleştiği görülmektedir. Dikkati çeken bir diğer görünüm de, 2008 yılı hariç olmak üzere krizin etkisi altındaki dönemde, ABD deflatör enflasyonu oranlarının Euro Alanı'nı küçük farklarla da olsa sürekli geride bırakmış olmasıdır.

Şekil 26'da görüldüğü üzere, TÜFE enflasyonunda olduğu gibi toplam mal ve hizmet fiyatları boyutundan da kronik deflasyonun Japonya ekonomisinin ayırt edici bir özelliği haline geldiği anlaşılmaktadır. Bununla birlikte aynı ekonomiye ait son üç yıllık veriler, yine düşük enflasyon oranlarını içermekle birlikte, toplam mal ve hizmet fiyatlarında yıllık ortalama artışa işaret etmektedir.

Reel döviz kurlarının hesaplanmasında 1999 yılını baz almak suretiyle kullanacağımız deflatör endeksleri, Euro ile diğer ülke paraları arasındaki SGP geçerliyen ve her bir yılın enflasyon oranları arasındaki farklar dikkate alındığında, bir önceki yıla göre olması gereken pariteyi ve incelediğimiz dönemde endeks baz yılı olan 1999'a göre olması gereken pariteyi bulmamızda yardımcı olacaktır. Bu nedenle incelemeye aldığımız ülke enflasyonları arasındaki farklar, döviz kurlarının piyasada görünen değerlerinin arkasındaki reel değeri ve dolayısıyla uluslararası ticaretin ve sermaye hareketlerinin yönünü belirleyen başlıca faktör olmaktadır.

Tablo 21 ve Şekil 27’de, üç farklı enflasyon türü için 1999-2016 dönemine ait ortalama oranlar ve yine bu ortalama oranların incelenen her bir ülkedeki ortalamaları toplu olarak verilmiştir.

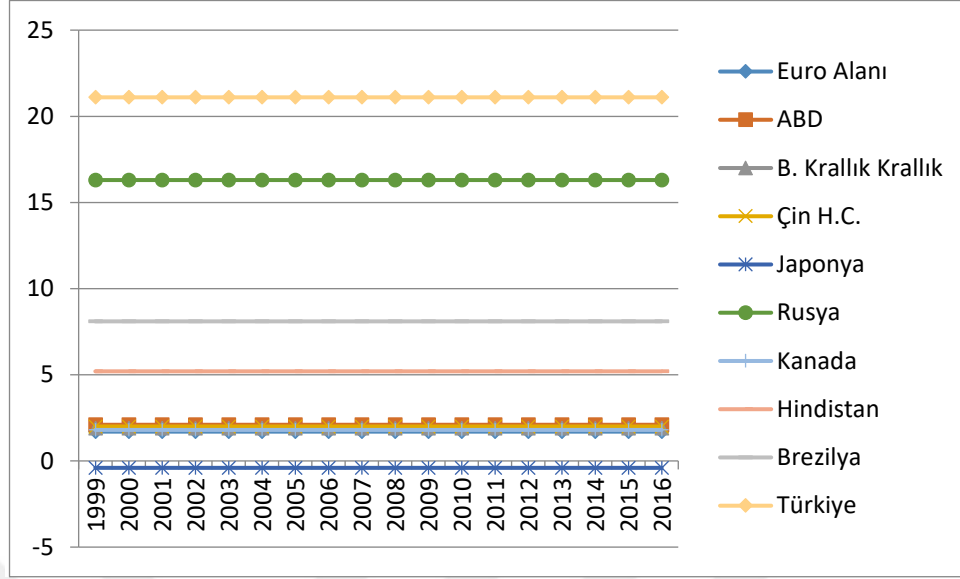
Tablo 21: 1999-2016 Dönemi Ortalamaları Olarak Enflasyon Göstergeleri

Ülke/Enf.	ÜFE	TÜFE	GSYİH DEFLATÖRÜ	ORTALAMA
Euro Alanı	1,3	1,7	2,1	1,7
ABD	2,1	2,2	1,9	2,1
B. Krallık	1,7	2,0	2,1	1,9
Çin H.C.	1,0	2,0	2,9	2,0
Japonya	-0,4	0,0	-0,8	-0,4
Rusya	15,4	15,7	17,7	16,3
Kanada	1,5	1,9	1,9	1,8
Hindistan	3,7	6,6	5,3	5,2
Brezilya	9,8	6,7	7,9	8,1
Türkiye	19,3	19,8	24,1	21,1

Kaynak: Tablo 18, Tablo 19 ve Tablo 20’den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Üç tür enflasyonu içeren ortalama oranlar birlikte incelendiğinde, Euro Alanı’nda % 1,7 olan söz konusu oranın, sırasıyla Kanada’da % 1,8; Birleşik Krallık’ta % 1,9; ÇHC’de % 2,0 ve ABD’de ise % 2,1 ile az farklarla daha yüksek düzeylerde gerçekleştiği görülmektedir. Türkiye için % 21,1 ve Rusya için % 16,3 ile oldukça yüksek seyreden ortalama düzeyi, % 8,1 ile Brezilya ve % 5,2 ile Hindistan takip etmektedir. Japonya’daki kronik deflasyon ise üç enflasyon türüne ait ortalama oranlar söz konusu olduğunda da açıkça görülebilmektedir. ÜFE, TÜFE ve deflatör enflasyonu verilerini içeren ortalamalar, incelenmekte olan 1999-2016 dönemine ait yıllara eşit olarak dağıtıldığında, dönem bütününe Şekil 28’deki gibi yansımaktadır.

Şekil 28: 1999-2016 Dönem Bütününde Enflasyon Ortalamaları



Kaynak: Tablo 21'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Euro Alanı'ndaki düşük enflasyon ortalamaları dikkate alındığında, Euro'nun reel değerinin, Euro Alanı enflasyonundan daha çok, başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere diğer ülkelerin enflasyonu ile ilgili olduğu reel kurların gelişimi incelenirken görülecektir. Özellikle gelişmiş ekonomiler ile gelişmekte olan ekonomiler arasında yüksek düzeylerde gerçekleşen enflasyon farklarının faiz farklarına ve dolayısıyla sermaye hareketlerine yansarak kurların değerine ve gelişimine nasıl etki ettiği ise çalışmanın son kısmında Euro/TL paritesi incelenirken ortaya konulacaktır. Nitekim Şekil 27'de de görüldüğü gibi Türkiye, incelenen ekonomiler içinde en yüksek enflasyon oranına sahip ülke konumundadır. Bu durum teorik olarak TL'nin başta Euro olmak üzere diğer paralar karşısında dış değerinin düşmesini koşullandıran bir durum iken, Türkiye'deki yüksek faiz, yani uluslararası faiz farkları ve sermaye hareketleri bu duruma engel olabilmektedir. Buradan hareketle, AB üyeliğine ve parasal birliğe bu düzeyde enflasyonla dâhil olmanın veya dâhil olup istikrarlı bir ekonomiye sahip olmanın neden olası görünmediği çalışmanın son kısmında detaylandırılmaktadır.

3.1.2.2. Reel Kurların Gelişimi

Piyasada geçerli kur olan nominal döviz kuru, iki ülke parasının nispi fiyatını gösterirken, bir ulusal paranın enflasyondan dolayı aşırı veya düşük değerlendirildiği durumlarda nominal kurların ilgili dönem içindeki enflasyon oranına göre düzeltilmesinden elde edilen reel kurların hesaplanması gerekmektedir.³⁰⁶

Reel kurların hesaplanmasında:

$$R = N \times F/F^*$$

Reel Kur = Nominal Kur x (Ülke İçi Fiyat Endeksi / Ticaret Ortağı Ülke Fiyat Endeksi) formülasyonu³⁰⁷ kullanılmıştır. Bu formülasyondaki fiyat endeksi için Tablo 20’de yer alan GSYİH deflatörleri dikkate alınmış ve deflatör enflasyonları, deflatör endekslerine dönüştürülmüştür (Tablo 22).³⁰⁸

Tablo 22: Başlıca Ekonomilere Ait GSYİH Deflatörü Endeksleri (1999=100)

Enf.	Euro Alanı	ABD	B. Krallık	Çin H.C.	Japonya	Rusya	Kanada	Hindistan	Brezilya	Türkiye
1999	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2000	103,0	102,3	102,3	102,0	98,8	137,7	104,3	103,6	105,9	149,2
2001	106,4	104,7	103,4	104,0	97,6	160,4	106,1	106,9	114,3	228,1
2002	109,9	106,2	106,0	104,7	96,1	185,3	107,3	110,9	125,5	313,4
2003	113,5	108,3	108,9	107,4	94,4	210,9	110,9	115,2	143,2	386,5
2004	116,4	111,3	112,0	114,8	93,1	253,7	114,5	121,8	154,3	434,4
2005	119,2	114,8	115,3	119,3	91,9	302,6	118,1	126,9	165,7	465,2
2006	122,6	118,4	118,7	123,9	90,9	348,6	121,2	135,0	177,0	508,5
2007	126,1	121,6	122,2	133,6	90,1	396,7	125,2	144,3	188,3	540,0
2008	129,6	124,0	125,7	144,0	88,9	468,1	130,2	156,9	204,9	604,8
2009	130,6	125,0	128,2	143,9	88,4	477,5	127,2	166,4	219,9	636,9
2010	131,7	126,5	132,2	153,8	86,5	545,3	130,9	181,4	238,3	673,2
2011	134,0	129,2	135,0	166,2	84,9	674,0	135,1	190,8	258,1	731,1
2012	136,0	131,5	137,2	170,2	84,1	729,9	136,7	205,9	278,3	781,5
2013	137,8	133,6	139,9	174,0	83,6	765,0	138,9	218,7	298,8	830,0
2014	138,9	135,7	142,4	175,4	85,0	833,8	141,4	225,9	319,5	898,9
2015	140,0	137,1	142,8	174,5	86,7	898,0	140,5	228,2	345,0	966,3
2016	141,4	138,9	145,0	176,1	87,1	951,0	141,2	236,8	374,0	1033,0

Kaynak: Tablo 20’den yararlanılarak hesaplanmıştır.

³⁰⁶ Seyidoğlu (2003), s. 305.

³⁰⁷ Peter Isard, **Exchange Rate Economics**, Cambridge University Press, 1995, ss. 58-59.

³⁰⁸ Endeksler hesaplanırken, Tablo 20’deki sadelik açısından yuvarlanmış verilerin küsuratları da dikkate alınmıştır.

Bu endeks yardımıyla hazırlanan ve ülke paraları arasındaki reel kurların gelişimini gösteren aşağıdaki tablolarda (A) sütununda cari kurlar verilirken; (B) sütununda reel kurlar, (C) sütununda önceki yıla göre olması gereken kurlar³⁰⁹, (D) sütununda ise parasal birliğin başlangıç yılı olan 1999'a göre olması gereken kurlar³¹⁰ hesaplanmıştır. Tabloların son satırında yer alan oranlar (*Ort. Fark %*) ise paritelerin değerlendirme durumunu, yani piyasada gerçekleşen kurlar ile reel ve SGP'ye göre olması kurlar arasındaki farkın yine piyasa kurları (cari kurlar) cinsinden yüzdelik oranını vermektedir.

Aşağıda bu veriler ve formülasyon dâhilinde, Euro ile seçilen diğer para birimleri arasındaki reel kurlar ve olması gereken kurlar hesaplanmakta, böylece kurlardaki değer değişimleri reel boyutuyla analiz edilmektedir. Euro/TL reel kurlarının gelişimi ise çalışmanın son kısmında detaylı olarak inceleneceği için bu kısımda yer almamaktadır.

3.1.2.2.1. Euro/ABD Doları Reel Kurlarının Gelişimi

Euro ile Dolar arasındaki nominal kurları deflatör endeksleri yardımıyla reel kura dönüştürdüğümüzde, yıllar bazında kaydedilen gelişim aşağıdaki tabloda verilmiştir. İncelenen dönem itibariyle, yani Euro'nun ortak para olarak kullanımının başladığı 1999 yılından 2016 yılına kadar olan süreçte reel kur, Euro'nun Dolar karşısında ortalama olarak % 3,2 oranında aşırı değerlendirildiğini göstermektedir.

SGP'nin geçerli olduğu varsayımıyla bir önceki yıla göre olması gereken Euro/Dolar kuru ve baz yıl olan 1999'a göre olması gereken kur ile cari kur arasındaki ortalama farka baktığımızda ise yine aşırı değerlendirme göze çarpmaktadır. Ülkeler açısından ithal malların yerli mallar cinsinden fiyatını da ifade eden bu farklar, Euro Alanı'nın dış ticarete ABD ile olan rekabetinde dezavantaj oluşturan bir faktör olarak, 1999'dan itibaren ortalama % 14,8; her bir yılın bir önceki yıla göre olması gereken değişimleri dikkate alındığında ise % 2,4 oranında gerçekleşmiştir.

³⁰⁹ Bir Önceki Yıla Göre Olması Gereken Kur = Bir Önceki Yılın Nominal Kuru x (1 + Cari Yıl Deflatör Değişim Oranları Farkı)

³¹⁰ 1999'a göre olması gereken kur = Bir Önceki Yılın "Bir Önceki Yıla Göre Olması Gereken Kuru" x (1 + Cari Yıl Deflatör Değişim Oranları Farkı)

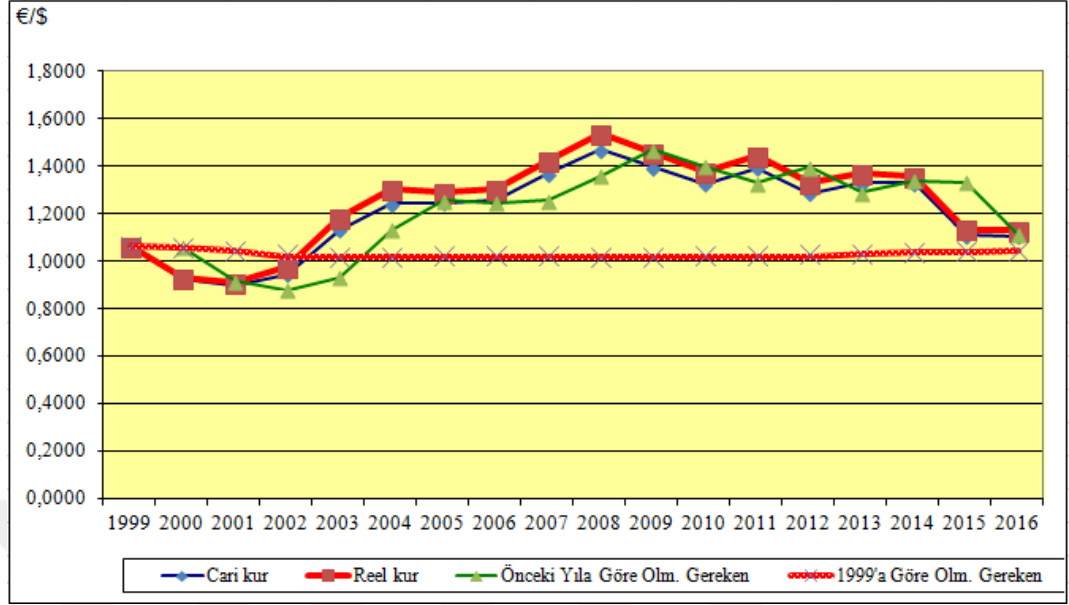
Diğer bir deyişle Euro, Dolar karşısında baz yılı ifade eden ilk gösterge dikkate alındığında % 14,8; ikinci gösterge dikkate alındığında ise %2,4 değer kazanmıştır.

Tablo 23: Euro/Dolar Paritesi

	EURO/DOLAR			OLMASI GEREKEN KUR (SGP)			
	Cari kur (A)	Reel Kur (B)	Fark (B-A)	Önceki yıla göre (C)	Fark (A-C)	1999'a göre (D)	Fark (A-D)
1999	1,0658	1,0658	0,0000			1,0658	0,0000
2000	0,9236	0,9299	0,0063	1,0583	-0,1347	1,0583	-0,1347
2001	0,8956	0,9105	0,0149	0,9144	-0,0188	1,0478	-0,1522
2002	0,9456	0,9784	0,0328	0,8795	0,0661	1,0289	-0,0833
2003	1,1312	1,1854	0,0542	0,9333	0,1979	1,0155	0,1157
2004	1,2439	1,3009	0,0570	1,1335	0,1104	1,0176	0,2263
2005	1,2441	1,2911	0,0470	1,2539	-0,0098	1,0257	0,2184
2006	1,2556	1,3005	0,0449	1,2466	0,0090	1,0277	0,2279
2007	1,3705	1,4209	0,0504	1,2543	0,1162	1,0267	0,3438
2008	1,4708	1,5368	0,0660	1,3595	0,1113	1,0185	0,4523
2009	1,3948	1,4574	0,0626	1,4708	-0,0760	1,0185	0,3763
2010	1,3257	1,3797	0,0540	1,4004	-0,0747	1,0226	0,3031
2011	1,3920	1,4445	0,0525	1,3297	0,0623	1,0256	0,3664
2012	1,2848	1,3293	0,0445	1,3962	-0,1114	1,0287	0,2561
2013	1,3281	1,3700	0,0419	1,2887	0,0394	1,0318	0,2963
2014	1,3285	1,3597	0,0312	1,3387	-0,0102	1,0401	0,2884
2015	1,1095	1,1333	0,0238	1,3312	-0,2217	1,0421	0,0674
2016	1,1069	1,1273	0,0204	1,1128	-0,0059	1,0453	0,0616
ORT.	1,2121	1,2512	0,0391	1,2177	0,0029	1,0326	0,1794
<i>Ort. Fark %</i>			3,2		2,4		14,8

Kaynak: Tablo 17, Tablo 20 ve Tablo 22'den yararlanılarak hesaplanmıştır.

Şekil 29: Euro/Dolar Kurunun Gelişimi



Kaynak: Tablo 23'ten yararlanılarak hazırlanmıştır.

İki ülke arasındaki deflatör enflasyonu oranlarının gelişimini incelerken de belirttiğimiz gibi, ABD'deki enflasyon oranlarının Euro Alanı'ndaki enflasyon oranlarına göre yakınlığı da dikkate alındığında, 1999'a göre olması gereken kur Şekil 29'daki gibi istikrarlı bir seyir izlemektedir. Cari kur ile reel kur arasındaki farkın ise kapanma eğiliminde olduğu görülmektedir. Göze çarpan bir diğer nokta da reel, cari ve olması gereken kurlar arasındaki makasın giderek daralmasıdır.

3.1.2.2.2. Euro/İngiliz Sterlini Reel Kurlarının Gelişimi

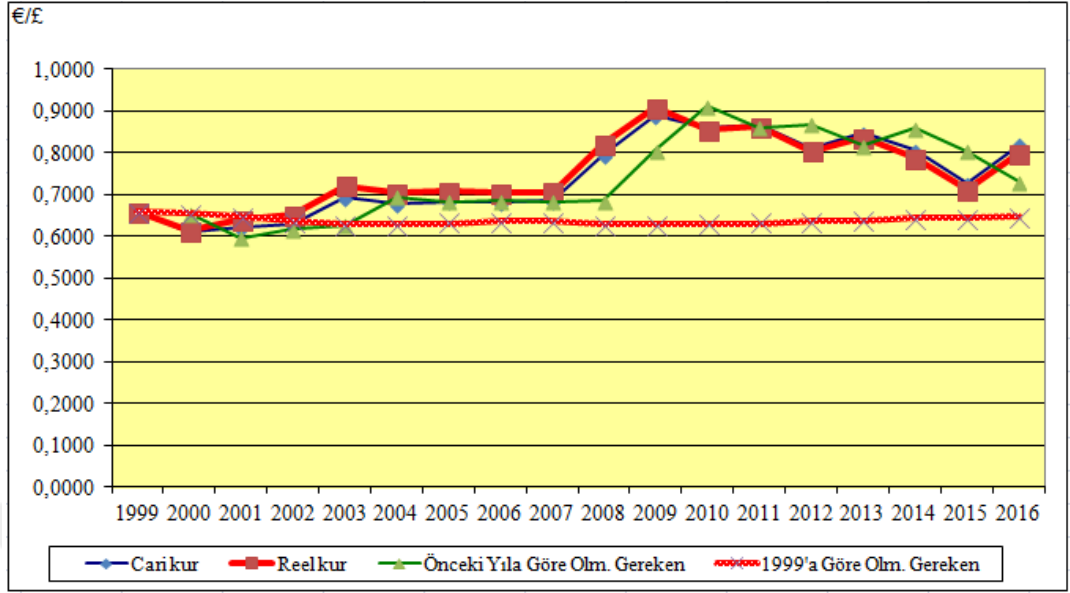
Euro ile Sterlin arasındaki nominal kurları deflatör endeksleri yardımıyla reel kura dönüştürdüğümüzde, Euro'nun Sterlin karşısında % 0,9 gibi düşük bir oranla eksik değerlendirildiği görülmekle birlikte, reel kurlar ile cari kurların karşılıklı gelişimindeki görece istikrar dikkati çekmektedir. Piyasada oluşan kurların reel değeri büyük ölçüde yansıttığı anlamına gelen bu durum, olması gereken kur değerlerine baktığımızda ise belli sapmalar göstermektedir.

Tablo 24: Euro/Sterlin Paritesi

	EURO/STERLİN			OLMASI GEREKEN KUR (SAGP)			
	Cari kur (A)	Reel Kur (B)	Fark (B-A)	Önceki yıla göre (C)	Fark (A-C)	1999'a göre (D)	Fark (A-D)
1999	0,6587	0,6587	0,0000			0,6587	0,0000
2000	0,6095	0,6137	0,0042	0,6541	-0,0446	0,6541	-0,0446
2001	0,6219	0,6398	0,0179	0,5961	0,0258	0,6397	-0,0179
2002	0,6288	0,6520	0,0231	0,6169	0,0119	0,6346	-0,0058
2003	0,6920	0,7216	0,0296	0,6251	0,0669	0,6308	0,0612
2004	0,6787	0,7050	0,0263	0,6948	-0,0161	0,6333	0,0453
2005	0,6838	0,7069	0,0231	0,6821	0,0017	0,6365	0,0473
2006	0,6817	0,7040	0,0223	0,6845	-0,0028	0,6371	0,0446
2007	0,6843	0,7061	0,0217	0,6824	0,0019	0,6378	0,0466
2008	0,7963	0,8207	0,0245	0,6850	0,1113	0,6384	0,1579
2009	0,8909	0,9075	0,0166	0,8058	0,0851	0,6461	0,2449
2010	0,8578	0,8543	-0,0035	0,9114	-0,0536	0,6609	0,1969
2011	0,8679	0,8618	-0,0061	0,8604	0,0075	0,6629	0,2050
2012	0,8109	0,8044	-0,0065	0,8687	-0,0579	0,6636	0,1473
2013	0,8493	0,8367	-0,0126	0,8165	0,0327	0,6682	0,1810
2014	0,8061	0,7864	-0,0198	0,8578	-0,0516	0,6749	0,1312
2015	0,7258	0,7116	-0,0143	0,8021	-0,0762	0,6715	0,0543
2016	0,8195	0,7994	-0,0201	0,7295	0,0900	0,6749	0,1446
ORT.	0,7424	0,7495	0,0070	0,7396	0,0078	0,6513	0,0965
<i>Ort. Fark %</i>			<i>-0,9</i>		<i>1,0</i>		<i>13,0</i>

Kaynak: Tablo 17, Tablo 20 ve Tablo 22'den yararlanılarak hesaplanmıştır.

Şekil 30: Euro/Sterlin Kurunun Gelişimi



Kaynak: Tablo 24'ten yararlanılarak hazırlanmıştır.

Şekil 30'da, cari kurlar ile reel kurların gelişimi arasındaki uyum görülebilmektedir. Bununla birlikte, özellikle 2008 Krizi sonrası dönemde kurların zincir formasyonunda makas değiştirerek Sterlin lehine aşağı yönlü bir eğilimle değerlendirildiği göze çarpmaktadır. Bunun yanında, baz yıl olan 1999'a göre olması gereken Euro/Sterlin kurunun % 13 gibi kayda değer bir oran ile aşırı değerlendirildiği görülmektedir. Bu kur, Euro'nun ortak para olarak kullanılmaya başlanmasından itibaren Sterlin karşısında kaydettiği aşırı değerlenmeyi göstermektedir.

3.1.2.2.3. Euro/Çin Yuanı Reel Kurlarının Gelişimi

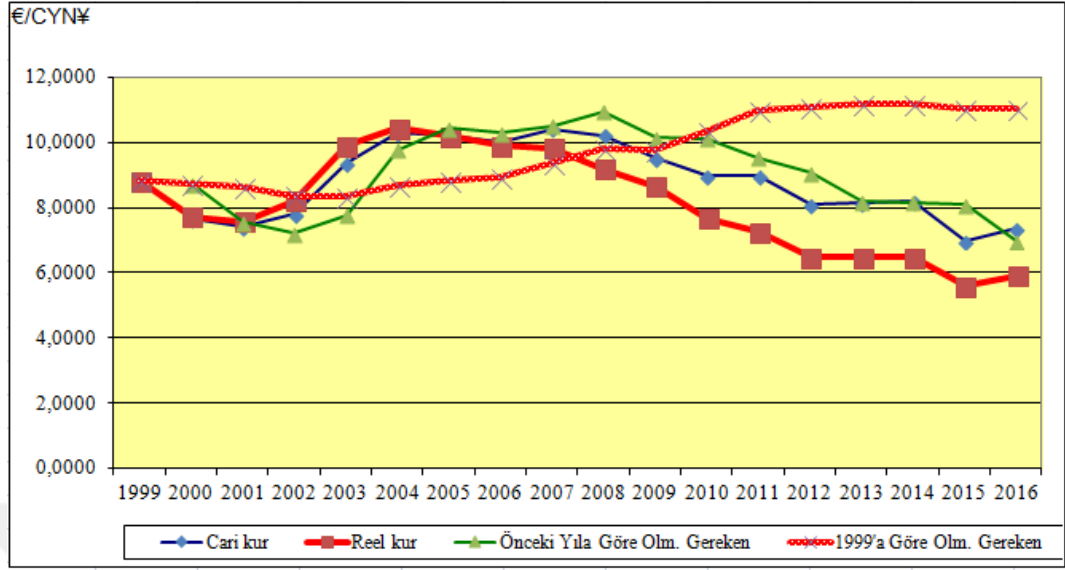
Euro ile Yuan arasındaki nominal kurları deflatör endeksleri yardımıyla reel kura dönüştürdüğümüzde, Euro'nun Yuan karşısında reel olarak ortalama % 7,7 oranında eksik değerlendirildiği görülmektedir.

Tablo 25: Euro/Yuan Paritesi

	EURO/YUAN			OLMASI GEREKEN KUR (SGP)			
	Cari kur (A)	Reel Kur (B)	Fark (B-A)	Önceki yıla göre (C)	Fark (A-C)	1999'a göre (D)	Fark (A-D)
1999	8,8152	8,8152	0,0000			8,8152	0,0000
2000	7,6382	7,7131	0,0749	8,7270	-1,0888	8,7270	-1,0888
2001	7,4063	7,5742	0,1679	7,5389	-0,1326	8,6136	-1,2073
2002	7,8198	8,2117	0,3919	7,2063	0,6135	8,3810	-0,5612
2003	9,3545	9,8904	0,5359	7,7651	1,5894	8,3224	1,0321
2004	10,2874	10,4290	0,1416	9,7661	0,5213	8,6885	1,5989
2005	10,1909	10,1821	-0,0088	10,4417	-0,2508	8,8189	1,3720
2006	10,0096	9,9047	-0,1049	10,2928	-0,2832	8,9071	1,1025
2007	10,4178	9,8304	-0,5874	10,5101	-0,0923	9,3524	1,0654
2008	10,2236	9,1997	-1,0239	10,9387	-0,7151	9,8200	0,4036
2009	9,5277	8,6508	-0,8769	10,1316	-0,6039	9,7317	-0,2040
2010	8,9712	7,6807	-1,2905	10,1089	-1,1377	10,3253	-1,3541
2011	8,9960	7,2531	-1,7429	9,5364	-0,5404	10,9758	-1,9798
2012	8,1052	6,4774	-1,6278	9,0770	-0,9718	11,0746	-2,9694
2013	8,1646	6,4674	-1,6972	8,1781	-0,0135	11,1742	-3,0096
2014	8,1857	6,4841	-1,7016	8,1646	0,0211	11,1742	-2,9885
2015	6,9733	5,5959	-1,3774	8,0793	-1,1060	11,0290	-4,0557
2016	7,3522	5,9058	-1,4464	6,9663	0,3859	11,0179	-3,6657
ORT.	8,8022	8,1259	-0,6763	9,0252	-0,2238	9,7194	-0,9172
<i>Ort. Fark %</i>			<i>-7,7</i>		<i>-2,5</i>		<i>-10,4</i>

Kaynak: Tablo 17, Tablo 20 ve Tablo 22'den yararlanılarak hesaplanmıştır.

Şekil 31: Euro/Yuan Kurunun Gelişimi



Kaynak: Tablo 25'ten yararlanılarak hazırlanmıştır.

Euro açısından reel kur itibariyle eksik değerlendirilmenin, özellikle küresel kriz sonrası hızlanarak devam ettiği ve cari kurla arasındaki makasın açılmaya başladığı Şekil 31'den anlaşılmaktadır. 1999 yılına göre olması gereken kurun ortalama fark itibariyle % 10'dan fazla bir oranda yükselerek Euro cinsinden 11 Yuan değerini aştığı görülmektedir. Bir önceki yılın cari kuruna göre olması gereken kur ise dönem ortalaması itibariyle % 2,5 oranında eksik değerlendirilme işaret etmektedir. Bu verilerde, ÇHC gibi eksik değerli kur üzerinden küresel rekabet gücüne ilave güç katma politikası izleyen bir ekonomiye karşı Euro Alanı'nın ortak parasını nispi olarak eksik değerli tutabildiği dikkati çekmektedir.

3.1.2.2.4. Euro/Japon Yeni Reel Kurlarının Gelişimi

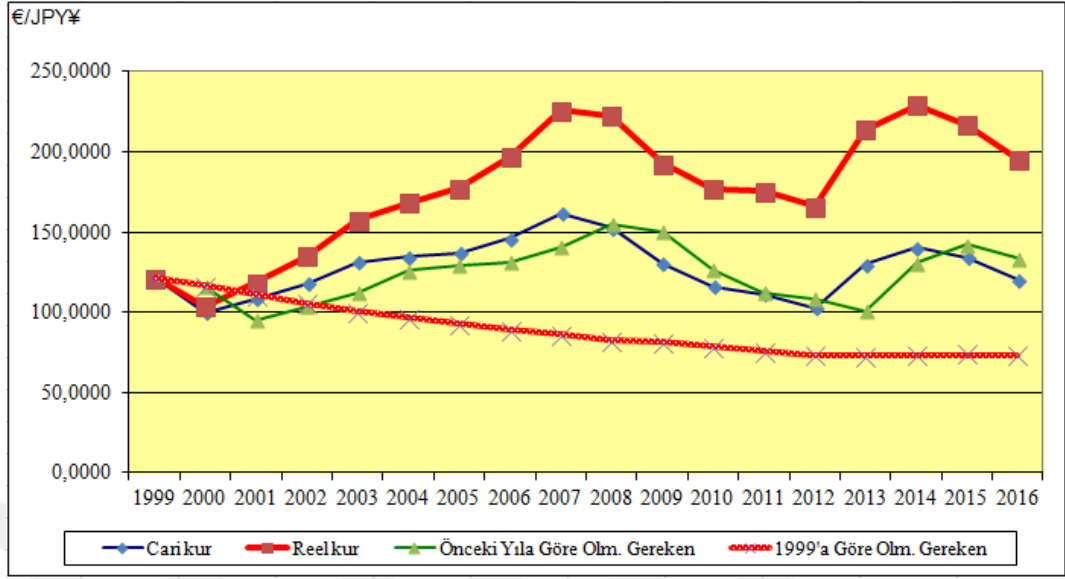
Euro ile Yen arasındaki nominal kurları deflatör endeksleri yardımıyla reel kura dönüştürdüğümüzde, Euro'nun Yen karşısında dönem ortalaması dikkate alındığında % 39,2 gibi yüksek bir oranla aşırı değerlendirildiği görülmektedir. 1999 yılına göre olması gereken kuru hesapladığımızda Euro'nun yine ortalama % 30 gibi yüksek bir oranda aşırı değerlendirilmesi söz konusuysa, bir önceki yılın cari kuruna göre olması gereken kur ise ortalama % 2,8 oranında aşırı değerlendirilmiştir.

Tablo 26: Euro/Yen Paritesi

	EURO/YEN			OLMASI GEREKEN KUR (SGP)			
	Cari kur (A)	Reel Kur (B)	Fark (B-A)	Önceki yıla göre (C)	Fark (A-C)	1999'a göre (D)	Fark (A-D)
1999	121,3200	121,3200	0,0000			121,3200	0,0000
2000	99,4700	103,6985	4,2285	116,2246	-16,7546	116,2246	-16,7546
2001	108,6800	118,4604	9,7804	94,9939	13,6862	110,9945	-2,3145
2002	118,0600	135,0926	17,0326	103,3547	14,7053	105,5557	12,5043
2003	130,9700	157,4880	26,5180	112,1570	18,8130	100,2779	30,6921
2004	134,4400	168,0549	33,6149	125,8622	8,5778	96,3671	38,0729
2005	136,8500	177,4803	40,6303	129,4657	7,3843	92,8015	44,0485
2006	146,0200	197,0320	51,0120	131,3760	14,6440	89,0895	56,9305
2007	161,2500	225,7063	64,4563	140,6173	20,6327	85,7931	75,4569
2008	152,4500	222,2529	69,8029	154,6388	-2,1888	82,2756	70,1744
2009	130,3400	192,5019	62,1619	150,4682	-20,1282	81,2060	49,1340
2010	116,2400	176,9435	60,7035	126,4298	-10,1898	78,7699	37,4701
2011	110,9600	175,2767	64,3167	111,9391	-0,9791	75,8554	35,1046
2012	102,4900	165,8180	63,3280	108,2970	-5,8070	74,0348	28,4552
2013	129,6600	213,7860	84,1260	100,5427	29,1173	72,6282	57,0318
2014	140,3100	229,2986	88,9886	130,8269	9,4831	73,2818	67,0282
2015	134,3100	216,9110	82,6010	141,9937	-7,6837	74,1612	60,1488
2016	120,2000	195,2834	75,0834	133,5041	-13,3041	73,7163	46,4837
ORT.	127,4456	177,3559	49,9103	124,2760	3,5299	89,1307	38,3148
<i>Ort. Fark %</i>			39,2		2,8		30,0

Kaynak: Tablo 17, Tablo 20 ve Tablo 22'den yararlanılarak hesaplanmıştır.

Şekil 32: Euro/Yen Kurunun Gelişimi



Kaynak: Tablo 26'dan yararlanılarak hazırlanmıştır.

Japonya'daki kronik deflasyonun önemli oranda etki ettiği kurların cari, reel ve olması gereken değerlere göre gelişimi Şekil 32'de verilmektedir. Cari ve reel kurlar arasında Euro'nun aşırı değerlenmesini gösteren uyumlu dalgalanma belli bir marjı koruyarak devam etmektedir. Cari kur ve bir önceki yıla göre olması gereken kur arasındaki % 2,8'lik küçük fark ise piyasa kurunun yıllık deflatör değişim oranlarını nispi olarak yansıttığını ortaya koymaktadır. Zira Japonya'daki kronik deflasyon -deflatör endeksi veya baz yıl üzerinden değerlendirme yapıldığında- Euro'nun Yen karşısındaki aşırı değerlenmesinin temel gerekçesi olmaktadır.

3.1.2.2.5. Euro/Rus Rublesi Reel Kurlarının Gelişimi

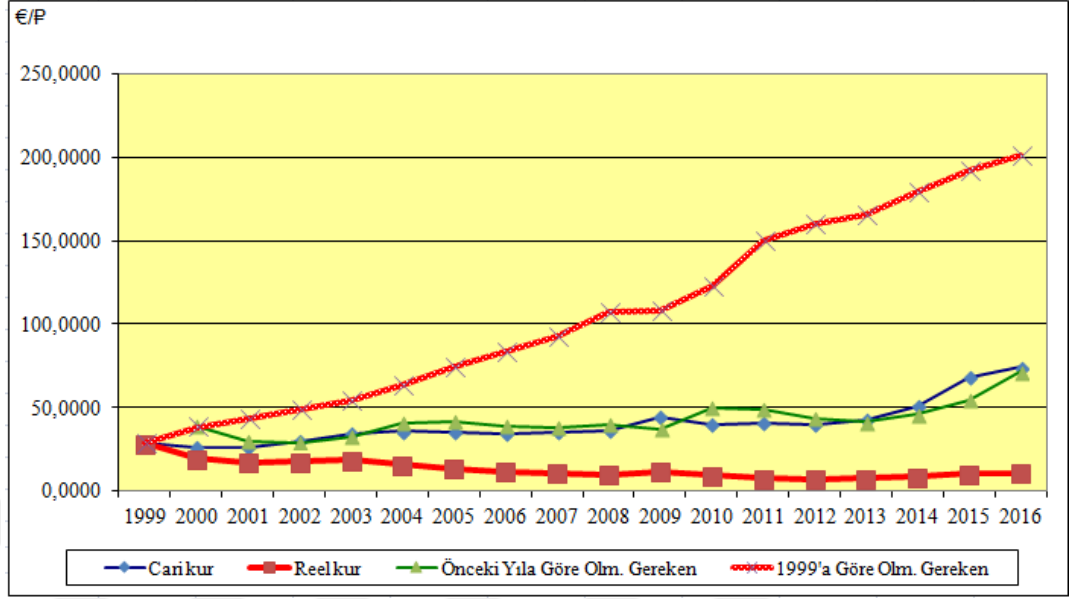
Euro ile Ruble arasındaki nominal kurları deflatör endeksleri yardımıyla reel kura dönüştürdüğümüzde, Euro'nun Ruble karşısında dönem ortalaması dikkate alındığında % 66,7 oranında eksik değerlendirildiği görülmektedir. 1999 yılına göre olması gereken kuru hesapladığımızda Euro'nun yine dönem ortalaması itibariyle % 165 gibi yüksek bir oranda eksik değerlendirilmesi söz konusudur. Bir önceki yılın cari kuruna göre olması gereken kur ise ortalama % 4,3 oranında eksik değerlendirilmeye işaret etmektedir.

Tablo 27: Euro/Ruble Paritesi

	EURO/RUBLE			OLMASI GEREKEN KUR (SGP)			
	Cari kur (A)	Reel Kur (B)	Fark (B-A)	Önceki yıla göre (C)	Fark (A-C)	1999'a göre (D)	Fark (A-D)
1999	28,7252	28,7252	0,0000			28,7252	0,0000
2000	26,3945	19,7432	-6,6513	38,6928	-12,2983	38,6928	-12,2983
2001	26,1847	17,3670	-8,8177	29,8786	-3,6939	43,8003	-17,6156
2002	29,6382	17,5812	-12,0570	29,3792	0,2590	49,1439	-19,5057
2003	34,7520	18,7126	-16,0394	32,7502	2,0018	54,3040	-19,5520
2004	35,7984	16,4239	-19,3745	40,9379	-5,1395	63,9702	-28,1718
2005	35,0864	13,8169	-21,2695	41,8483	-6,7619	74,7811	-39,6947
2006	34,1117	11,9988	-22,1129	39,4020	-5,2903	83,9792	-49,8675
2007	35,0183	11,1271	-23,8912	37,8640	-2,8457	93,2169	-58,1986
2008	36,4207	10,0820	-26,3387	40,3411	-3,9204	107,3859	-70,9652
2009	44,1376	12,0744	-32,0632	36,8577	7,2799	108,6745	-64,5369
2010	40,2629	9,7220	-30,5409	50,0520	-9,7891	123,2369	-82,9740
2011	40,8846	8,1309	-32,7537	49,0402	-8,1556	150,1026	-109,2180
2012	39,9262	7,4418	-32,4844	43,6648	-3,7386	160,3095	-120,3833
2013	42,3370	7,6276	-34,7094	41,3236	1,0134	165,9204	-123,5834
2014	50,9518	8,4891	-42,4627	45,8086	5,1432	179,5258	-128,5740
2015	68,0720	10,6149	-57,4571	54,4675	13,6045	191,9131	-123,8411
2016	74,1446	11,0268	-63,1178	71,4075	2,7371	201,3169	-127,1723
ORT.	40,1582	13,3725	-26,7856	42,5715	-1,7409	106,6111	-66,4529
<i>Ort. Fark %</i>			-66,7		-4,3		-165,0

Kaynak: Tablo 17, Tablo 20 ve Tablo 22'den yararlanılarak hesaplanmıştır.

Şekil 33: Euro/Ruble Kurunun Gelişimi



Kaynak: Tablo 27'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Euro/Ruble paritesinin gelişimini gösteren Şekil 33'te, reel kur ile cari kur arasındaki makasın açılmaya devam ettiği görülmektedir. Baz yıl olan 1999'a göre olması gereken kuru hesapladığımızda ise, iki ekonomiye ait yıllık deflatör değişim farklarının birikimli etkisiyle, Euro açısından yukarı yönlü ve oldukça yüksek oranda bir eksik değerlendirme dikkati çekmektedir.

3.1.2.2.6. Euro/Kanada Doları Reel Kurlarının Gelişimi

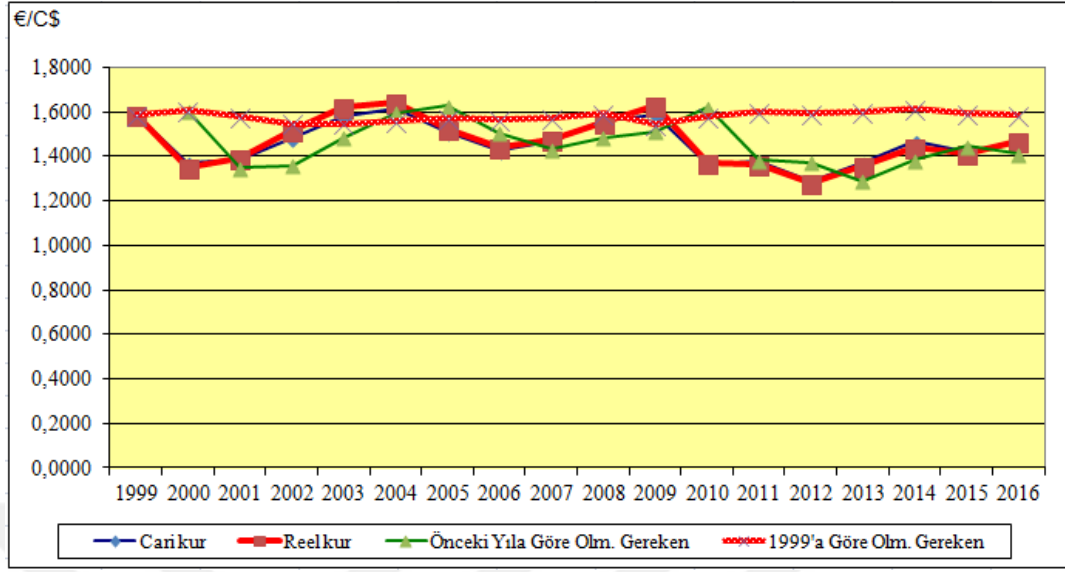
Euro ile Kanada Doları arasındaki nominal kurları deflatör endeksleri yardımıyla reel kura dönüştürdüğümüzde, Euro'nun Kanada Doları karşısında % 0,4 gibi düşük bir oranla aşırı değerlendirildiği görülmekte ve reel kurlar ile cari kurların karşılıklı gelişimindeki görece istikrar dikkati çekmektedir. Buna karşın, 1999 yılına göre olması gereken ve bir önceki yılın cari kuruna göre olması gereken kurlar dikkate alındığında, Euro'nun ortalama oran olarak sırasıyla % 7,9 ve % 0,5 düzeylerinde eksik değerlendirildiği görülmektedir.

Tablo 28: Euro/Kanada Doları Paritesi

	EURO/KANADA DOLARI			OLMASI GEREKEN KUR (SGP)			
	Cari kur (A)	Reel Kur (B)	Fark (B-A)	Önceki yıla göre (C)	Fark (A-C)	1999'a göre (D)	Fark (A-D)
1999	1,5840	1,5840	0,0000			1,5840	0,0000
2000	1,3706	1,3535	-0,0171	1,6046	-0,2340	1,6046	-0,2340
2001	1,3864	1,3907	0,0043	1,3487	0,0377	1,5789	-0,1925
2002	1,4838	1,5192	0,0354	1,3573	0,1265	1,5458	-0,0620
2003	1,5817	1,6195	0,0378	1,4838	0,0979	1,5458	0,0359
2004	1,6167	1,6425	0,0258	1,5944	0,0223	1,5581	0,0586
2005	1,5087	1,5224	0,0137	1,6280	-0,1193	1,5690	-0,0603
2006	1,4237	1,4408	0,0171	1,5042	-0,0805	1,5643	-0,1406
2007	1,4678	1,4782	0,0104	1,4308	0,0370	1,5721	-0,1043
2008	1,5594	1,5524	-0,0070	1,4854	0,0740	1,5910	-0,0316
2009	1,5850	1,6279	0,0429	1,5111	0,0739	1,5417	0,0433
2010	1,3651	1,3735	0,0084	1,6183	-0,2532	1,5741	-0,2090
2011	1,3761	1,3657	-0,0104	1,3842	-0,0081	1,5961	-0,2200
2012	1,2842	1,2783	-0,0059	1,3720	-0,0878	1,5913	-0,3071
2013	1,3684	1,3581	-0,0103	1,2881	0,0803	1,5961	-0,2277
2014	1,4661	1,4408	-0,0253	1,3821	0,0840	1,6121	-0,1460
2015	1,4186	1,4137	-0,0049	1,4456	-0,0270	1,5895	-0,1709
2016	1,4659	1,4681	0,0022	1,4115	0,0544	1,5815	-0,1156
ORT.	1,4618	1,4683	0,0065	1,4618	-0,0072	1,5776	-0,1158
<i>Ort. Fark %</i>			<i>0,4</i>		<i>-0,5</i>		<i>-7,9</i>

Kaynak: Tablo 17, Tablo 20 ve Tablo 22'den yararlanılarak hesaplanmıştır.

Şekil 34: Euro/Kanada Doları Kurunun Gelişimi



Kaynak: Tablo 28'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Euro ile Kanada Doları arasında piyasada oluşan kurların reel değeri büyük ölçüde yansıttığı, cari kurlar ile reel kurların Şekil 34'teki gelişiminden anlaşılabilir. Şekil 34'teki gelişiminden anlaşılabilir.

3.1.2.2.7. Euro/Hindistan Rupisi Reel Kurlarının Gelişimi

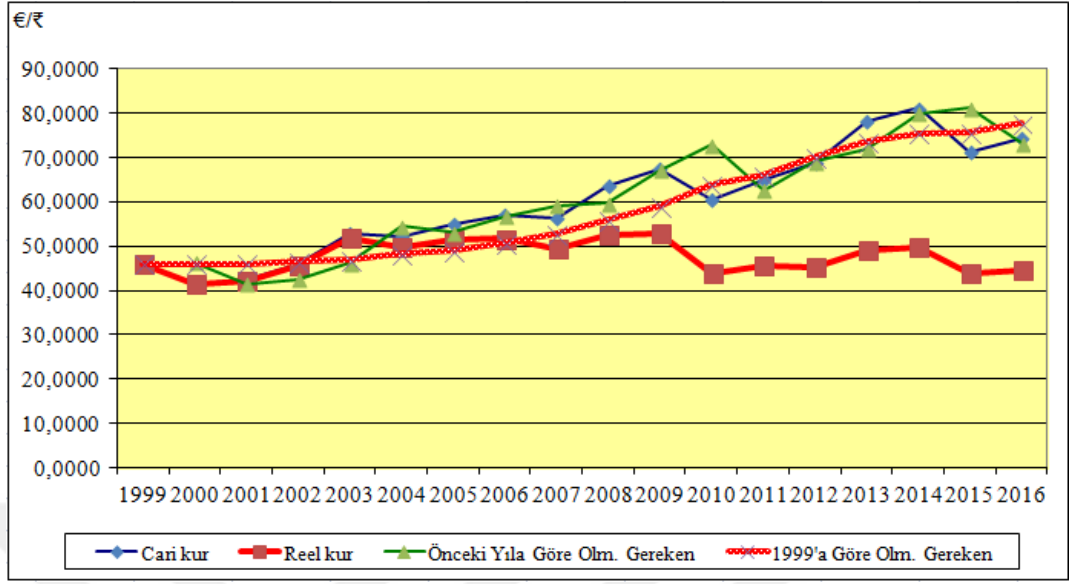
Euro ile Rupi arasındaki nominal kurları deflatör endeksleri yardımıyla reel kura dönüştürdüğümüzde, Euro'nun Rupi karşısında % 20,6 oranında eksik değerlendirildiği görülmektedir. 1999 yılına göre olması gereken kuru hesapladığımızda Euro'nun ortalama % 0,5 gibi küçük bir oranla eksik değerlendirilmesi söz konusuysen, bir önceki yılın cari kuruna göre olması gereken kurun ise ortalama % 2,7 oranında aşırı değerlendirildiği görülmektedir.

Tablo 29: Euro/Rupi Paritesi

	EURO/RUPİ			OLMASI GEREKEN KUR (SGP)			
	Cari kur (A)	Reel Kur (B)	Fark (B-A)	Önceki yıla göre (C)	Fark (A-C)	1999'a göre (D)	Fark (A-D)
1999	45,9615	45,9615	0,0000			45,9615	0,0000
2000	41,5325	41,2920	-0,2405	46,2373	-4,7048	46,2373	-4,7048
2001	42,3498	42,1453	-0,2045	41,4910	0,8588	46,1910	-3,8412
2002	45,9065	45,5086	-0,3979	42,5192	3,3873	46,3758	-0,4693
2003	52,7025	51,9440	-0,7585	46,1819	6,5206	46,6541	6,0484
2004	52,0946	49,7904	-2,3042	54,3890	-2,2944	48,1470	3,9476
2005	54,7800	51,4526	-3,3274	53,0323	1,7477	49,0136	5,7664
2006	56,8575	51,6472	-5,2103	56,6973	0,1602	50,7291	6,1284
2007	56,3972	49,2643	-7,1329	59,1887	-2,7915	52,8090	3,5882
2008	63,6667	52,5957	-11,0710	59,7246	3,9421	55,9247	7,7420
2009	67,3611	52,8680	-14,4931	67,0410	0,3201	58,8887	8,4724
2010	60,5878	43,9747	-16,6131	72,8847	-12,2969	63,7176	-3,1298
2011	64,8859	45,5722	-19,3137	62,6478	2,2381	65,8840	-0,9981
2012	68,5973	45,3212	-23,2761	69,0386	-0,4413	70,1006	-1,5033
2013	77,9300	49,1116	-28,8184	71,9586	5,9714	73,5355	4,3945
2014	81,0406	49,8359	-31,2047	79,8783	1,1624	75,3739	5,6667
2015	71,1956	43,6950	-27,5006	81,2027	-10,0071	75,5247	-4,3291
2016	74,3717	44,4130	-29,9587	73,1891	1,1826	77,6393	-3,2676
ORT.	59,9010	47,5774	-12,3236	61,0178	-0,2967	58,2615	1,6395
<i>Ort. Fark %</i>			-20,6		-0,5		2,7

Kaynak: Tablo 17, Tablo 20 ve Tablo 22'den yararlanılarak hesaplanmıştır.

Şekil 35: Euro/Rupi Kurunun Gelişimi



Kaynak: Tablo 29'dan yararlanılarak hazırlanmıştır.

Euro/Rupi kurunun, cari, reel ve olması gereken değerlere göre gelişimi Şekil 35'te verilmektedir. Cari kurlar ile olması gereken kurlar arasındaki görece uyuma rağmen, reel kur ile bu pariteler arasındaki makasın özellikle son on yıldır süregelen açılma eğilimi dikkati çekmektedir.

3.1.2.2.8. Euro/Brezilya Reali Reel Kurlarının Gelişimi

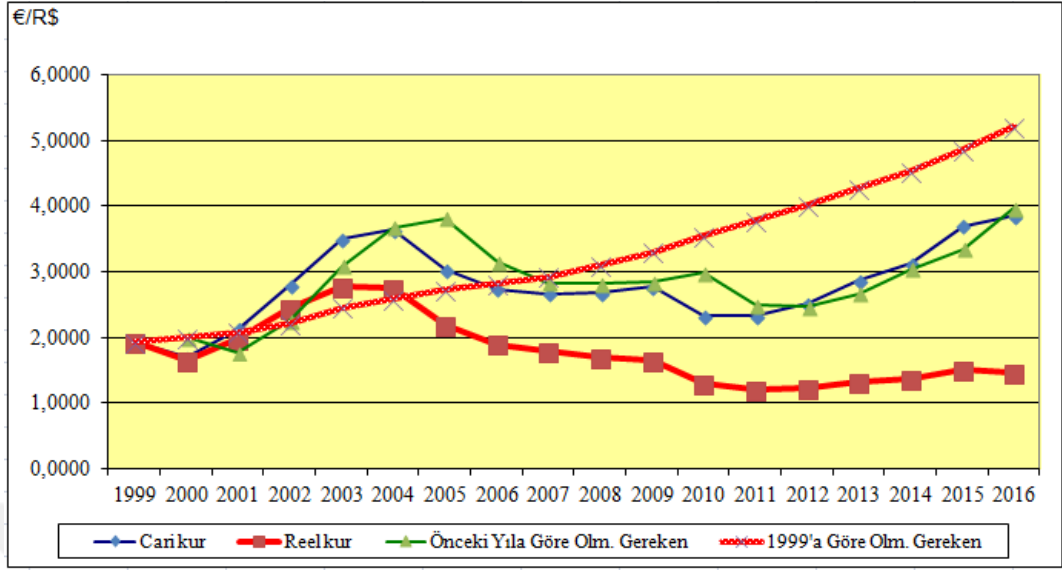
Euro ile Real arasındaki nominal kurları deflatör endeksleri yardımıyla reel kura dönüştürdüğümüzde, Euro'nun Real karşısında % 36,2 oranında eksik değerlendirildiği görülmektedir. 1999 yılına göre olması gereken kuru hesapladığımızda Euro'nun, ortalama % 1,9 oranında eksik değerlendirildiği; bir önceki yılın cari kuruna göre olması gereken kur dikkate alındığında ise ortalama % 16,2 oranında eksik değerlendirildiği görülmektedir.

Tablo 30: Euro/Real Paritesi

	EURO/REAL			OLMASI GEREKEN KUR (SGP)			
	Cari kur (A)	Reel Kur (B)	Fark (B-A)	Önceki yıla göre (C)	Fark (A-C)	1999'a göre (D)	Fark (A-D)
1999	1,9357	1,9357	0,0000			1,9357	0,0000
2000	1,6903	1,6440	-0,0463	1,9918	-0,3015	1,9918	-0,3015
2001	2,1219	1,9758	-0,1461	1,7681	0,3538	2,0835	0,0384
2002	2,7884	2,4427	-0,3457	2,2598	0,5286	2,2189	0,5695
2003	3,4907	2,7685	-0,7222	3,0895	0,4012	2,4585	1,0322
2004	3,6353	2,7414	-0,8939	3,6757	-0,0404	2,5888	1,0465
2005	3,0314	2,1796	-0,8518	3,8171	-0,7857	2,7183	0,3131
2006	2,7308	1,8918	-0,8390	3,1496	-0,4188	2,8243	-0,0935
2007	2,6619	1,7816	-0,8803	2,8291	-0,1672	2,9260	-0,2641
2008	2,6736	1,6908	-0,9828	2,8216	-0,1480	3,1015	-0,4279
2009	2,7674	1,6441	-1,1233	2,8474	-0,0800	3,3031	-0,5357
2010	2,3313	1,2879	-1,0434	2,9777	-0,6464	3,5541	-1,2228
2011	2,3265	1,2081	-1,1184	2,4828	-0,1563	3,7852	-1,4587
2012	2,5084	1,2264	-1,2820	2,4731	0,0353	4,0236	-1,5152
2013	2,8686	1,3229	-1,5457	2,6614	0,2072	4,2691	-1,4005
2014	3,1211	1,3572	-1,7639	3,0436	0,0775	4,5295	-1,4084
2015	3,7004	1,5018	-2,1986	3,3458	0,3546	4,8556	-1,1552
2016	3,8561	1,4582	-2,3979	3,9742	-0,1181	5,2149	-1,3588
ORT.	2,7911	1,7810	-1,0101	2,8946	-0,0532	3,2435	-0,4524
<i>Ort. Fark %</i>			-36,2		-1,9		-16,2

Kaynak: Tablo 17, Tablo 20 ve Tablo 22'den yararlanılarak hesaplanmıştır.

Şekil 36: Euro/Real Kurunun Gelişimi



Kaynak: Tablo 30'dan yararlanılarak hazırlanmıştır.

Şekil 36'ya baktığımızda, cari kur ile reel kur arasındaki makasın Euro/Real kuru açısından da giderek açıldığı göze çarpmaktadır.

Euro Alanı'ndaki düşük enflasyon dikkate alındığında, Euro'nun reel değerinin, Euro Alanı enflasyonundan daha çok, başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere diğer ülkelerin enflasyonu ile ilgili olduğu anlaşılmaktadır. Çalışmamızın teorik kısmında da belirtildiği gibi, görelî SGP'ye göre, nominal kurun her dönem için ulusal ekonomilerin enflasyon oranları farkını yansıtacak şekilde yükselmesi/düşmesi, bir başka deyişle reel kurun her yeni dönemde denge düzeyine göre sabit bir ortalama etrafında dalgalanması gerekmektedir. Bununla birlikte SGP, özellikle sanayileşmiş ülke paraları arasında geçerli bir uzun dönem uluslararası parite durumunu ifade etmekle birlikte, her ülkenin kendine özgü ekonomik koşulları ve sermaye akımlarının kurlar üzerinde yarattığı etkiler de dikkate alındığında farklı sonuçlar ortaya çıkabilmektedir (Bkz. Bölüm 1, Kısım 3.1.2). Nitekim incelediğimiz döneme ait veriler, Euro'nun, başta Dolar olmak üzere Sterlin, Yen ve Kanada Doları gibi gelişmiş ülke paraları karşısındaki ya aşırı değerlenmesini ya da cari olarak reel değere oldukça yakın düzeylerde değerlenmesini yansıtmaktadır (Tablo 31). Buna karşın Euro'nun, Ruble, Real, Yuan, Rupi ve son kısımda incelenecek olan TL karşısındaki eksik değerlenmesi, diğer bir deyişle bu ulusal paraların Euro karşısında aşırı değerli oluşu dikkati çekmektedir.

Tablo 31: 1999-2016 Dönem Ortalaması İtibariyle Euro'nun Reel Değerindeki Değişmeler

Reel Kur Farkı (%)	Reel Kurda	Önceki Yıla Göre Olması Gereken Kurda	1999 Yılına Göre Olması Gereken Kurda
Euro/Dolar	3,2	2,4	14,8
Euro/Sterlin	-0,9	1,0	13,0
Euro/Yuan	-7,7	-2,5	-10,4
Euro/Yen	39,2	2,8	30,0
Euro/Ruble	-66,7	-4,3	-165,0
Euro/K.Doları	0,4	-0,5	-7,9
Euro/Rupi	-20,6	-0,5	2,7
Euro/Real	-36,2	-1,9	-16,2
Euro/TL*	-77,1	-0,1	-16,6

Kaynak: Tablo 23, 24, 25, 26, 27, 28, 29, 30 ve 48'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

* Euro/TL reel kurlarının gelişimi ve ilgili veriler için bkz: Bölüm 3.2.1.

Reel kurlarda ekonomik temelleri yansıtmayan değişmeler, uluslararası ticaretin yanı sıra spekülasyon finansal sermayenin akım yönünü ve kazançlarını etkileyen başlıca faktör olmakta, dolayısıyla enflasyonu ve faizi yüksek ülkelere yönelik küresel ölçekli spekülasyon finansal sermaye, elde ettiği yüksek kazançlar karşılığında başta Türkiye olmak üzere gelişmekte olan ekonomiler açısından dikkat çekici biçimde ulusal paraların değerlenmesine yol açmaktadır.³¹¹ Bu süreç, parası aşırı değerlenmiş ülkeleri, ekonomik temelleri giderek daha çok yansıtmayan bir kısır döngünün içine hapsedme riski taşımakta ve reel kurlarda kaydedilen bu nitelikteki değişmelerin ekonomik dengeler üzerinde önemli yansımaları olmaktadır. Çalışmanın bundan sonraki kısımlarında, reel kurlarda kaydedilen değişmelerin sırasıyla Euro Alanı'ndaki ve Türkiye ekonomisindeki yansımaları değerlendirilmektedir.

³¹¹ Yaşar Uysal, **Son 10 Yılda Döviz Kurları ve Sanayi Sektörü: Değerli TL, Re-Exportçu Sanayi**, <http://kisi.deu.edu.tr/yasar.uysal/site/raporlar/son10YildaDovizSanayi.html>, (23.03.2017).

3.1.2.3. Reel Kurlar ve Euro Alanı Ekonomisi

Bu kısımda, öncelikle başlıca ülkelere ait para birimleri karşısında Euro'nun reel değerinde kaydedilen değişmelerin Euro Alanı ekonomisinin genel durumu ile birlikte gelişimi; ardından Euro Alanı'nda yer alan 19 ülke içinden ekonomik büyüklük olarak başlıca 11 ülkeye ait ekonomik göstergelerin reel efektif kurlar ile birlikte gelişimi incelenmektedir. Euro Alanı üyesi olan Baltık Ülkeleri Litvanya, Letonya ve Estonya'nın yanı sıra Slovakya, Slovenya, Lüksemburg, Kıbrıs ve Malta gibi bazı küçük ekonomiler, son bölümde Türkiye ekonomisi için yapılacak olan etki analizi ve karşılaştırılabilirlik niteliği dikkate alınarak detaylı incelemenin dışında bırakılmıştır.

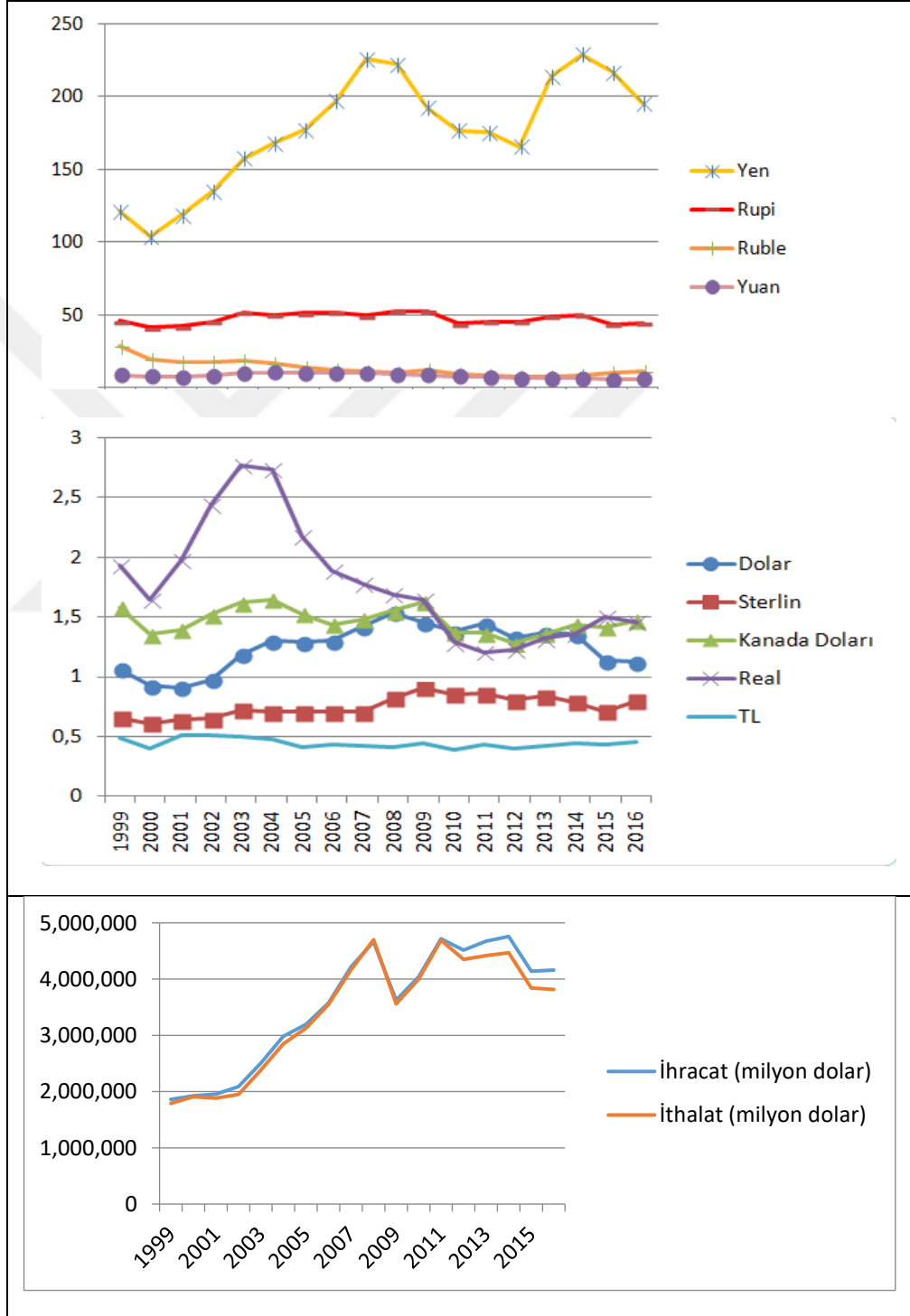
3.1.2.3.1. Reel Kurların Gelişimi ve Euro Alanı Ekonomisi

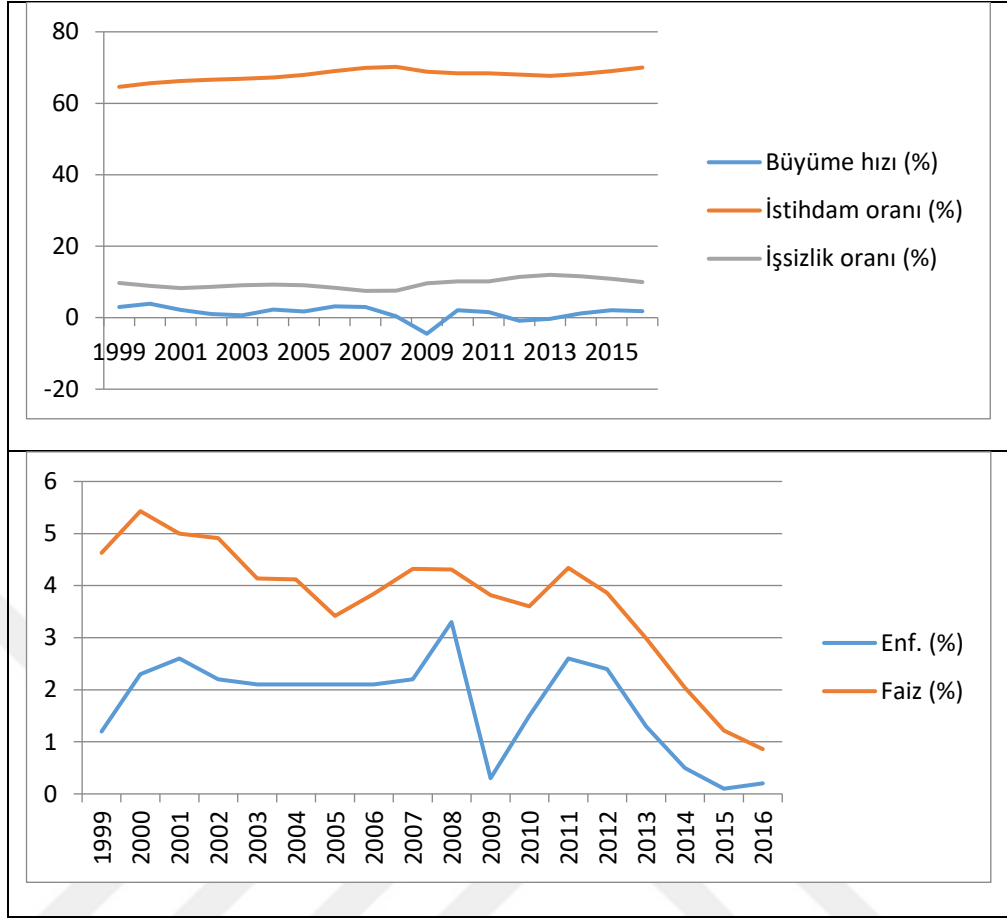
Çalışmanın bir önceki kısmında deflatör enflasyonunu ve EPB'nin oluşturulduğu 1999 yılını baz alarak hesapladığımız reel kurların, Euro Alanı'na ait temel ekonomik göstergeler ile birlikte gelişimi toplu olarak Tablo 32'ye yansıtılmıştır. Buradan görüleceği üzere, ortak para olarak kullanılmaya başlandığı 1999 yılından günümüze kadar olan süreçte Euro'nun, Dolar, Sterlin ve Yen karşısındaki reel değeri artarken, incelenen diğer başlıca para birimleri karşısındaki reel değeri ise azalmıştır. Bu durum, reel kurların gelişimi incelenirken de belirtildiği gibi, uluslararası fiyat ve maliyet eğilimleri boyutuyla ticarete rakip ülkelerin rekabet gücünü etkileyen önemli sonuçlar doğurmaktadır.

Aynı dönemde Euro Alanı'na ait temel ekonomik göstergelerin gelişimi incelendiğinde ise ilk dikkati çeken boyut, ihracat ve ithalat hacmindeki artış ile birlikte büyüme hızı, istihdam ve işsizlik oranlarında kaydedilen olumlu yöndeki seyrin, küresel krizin Avrupa'daki etkisinin derinleştiği yıllardan itibaren keskin bir gerileme eğilimine girmesidir. Buna koşut olarak, Euro'nun Dolar karşısında 2008 yılına; Sterlin, Kanada Doları, Ruble ve Rupi karşısında ise 2009 yılına kadar olan reel değerlenme trendi sonlanmış ve bu noktadan itibaren önemli değer kayıpları görülmüştür. Benzer dönemde Euro'nun, Yen karşısındaki reel değerlenme trendi sona ererken, Yen karşısında dalgalı ve Yuan karşısında istikrarlı bir düşüş trendine

girdiği dikkati çekmektedir. Dönem başına göre değerlendirildiğinde ise Euro'nun, TL karşısında eksik değerlendirildiği görülmekle birlikte, son yıllara ait trend, Euro'nun reel değerlenmesi yönünde gerçekleşmiştir.

Şekil 37: Euro'nun Reel Değeri ve Euro Alanı'nda Ekonomik Göstergelerin Gelişimi





Kaynak: Tablo 32'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Borç krizi süresince Euro'nun diğer para birimleri karşısındaki değeri, istikrarsız ve volatilitesi yüksek bir görüntü sergilemiştir. Euro kurundaki bu yönlü değişimler yalnızca ekonomik temeller üzerinden değil, kriz dönemlerine özgü biçimde politika, önlem ve beklentilere yönelik ihtilaflı süreçten de etkilenmiştir.³¹² Bununla birlikte kurların gelişimi ve etkileri, ekonomik değişkenler üzerindeki etkisinden ve bu değişkenlerin gelişiminden bağımsız değerlendirilememektedir.

Küresel ticaretteki daralmaya Euro'nun reel değerinde kaydedilen kriz sonrası düşüşün etkisi de dâhil edildiğinde, parasal birliğin ithalat hacmindeki gerilemenin nedeni kolaylıkla anlaşılabilir. Öte yandan, ortak paranın reel değerindeki görece kayıpların Euro Alanı ihracatına kayda değer bir katkı sunamamakla birlikte ihracatın ithalatı karşılama oranlarındaki son beş yıla ait artış dikkati çekmektedir (Tablo 32 ve Şekil 37). Kuşkusuz bu gelişmeler küresel konjonktürden de

³¹² Michael Ehrmann, Chiara Osbat, Jan Strasky ve Lenno Uusküla, "The Euro Exchange Rate During the European Sovereign Debt Crisis", **ECB Working Paper Series No: 1532**, Nisan 2013, s. 2.

etkilenirken, söz konusu süreçte büyüme hızının da toparlanma trendine girdiği görülmekte ve bu toparlanmaya işsizlik oranlarındaki görece düşüş eşlik etmektedir.

AB'nin 2020 Stratejisi'ne göre % 75'e çıkarılması hedeflenen 20-64 yaş arası nüfusun istihdam oranları dikkate alındığında, bir bütün olarak Euro Alanı'nın hedeflenen düzeyin oldukça gerisinde olduğu görülmektedir. Bununla birlikte özellikle son yıllar itibariyle Euro Alanı'na ait enflasyon oranlarına ve oradan da 2010 Bütçe Krizi sonrası alınan gecikmeli önlemlerin etkisiyle faiz oranlarına, dolayısıyla reel faizin gelişimine yansıyan değerler ise yine Tablo 32'nin son iki sütununda açıkça görülebilmektedir. Buna göre, bütçe krizi sonrasında ve özellikle 2011 yılından itibaren gerek enflasyon gerekse uzun dönem faiz oranlarında kaydedilen tederici düşüş dikkati çekmektedir.

Tablo 32: Euro'nun Reel Değeri ve Euro Alanı'nda Ekonomik Göstergelerin Gelişimi

EURO'NUN REEL DEĞERİ										EURO ALANI EKONOMİK GÖSTERGELER									
	Dolar	Sterlin	Yuan	Yen	Ruble	Kanada Doları	Rupi	Real	TL	İhracat (milyon dolar)	İthalat (milyon dolar)	Dış Ticaret Dengesi (x-m)	Dış Ticaret Hacmi (x+m)	Cari Denge	Büyüme hızı (%)	İstihd. oranı (%)	İşsizl. oranı (%)	Enf. (%)	Faiz (%)
1999	1,0658	0,6587	8,8152	121,3200	28,7252	1,5840	45,9615	1,9357	0,4903	1.860.815	1.789.590	71.225	3.650.405	25.958	3,0	64,6	9,7	1,2	4,6
2000	0,9299	0,6137	7,7131	103,6985	19,7432	1,3535	41,2920	1,6440	0,3965	1.921.842	1.909.253	12.589	3.831.098	-47.900	3,9	65,6	8,9	2,3	5,4
2001	0,9105	0,6398	7,5742	118,4604	17,3670	1,3907	42,1453	1,9758	0,5144	1.954.676	1.881.023	73.653	3.835.701	-10.669	2,2	66,2	8,3	2,6	5,0
2002	0,9784	0,6520	8,2117	135,0926	17,5812	1,5192	45,5086	2,4427	0,5048	2.086.207	1.950.392	135.815	4.036.606	38.201	1,0	66,6	8,6	2,2	4,9
2003	1,1854	0,7216	9,8904	157,4880	18,7126	1,6195	51,9440	2,7685	0,4979	2.505.672	2.380.436	125.236	4.886.128	24.549	0,7	66,9	9,1	2,1	4,1
2004	1,3009	0,7050	10,429	168,0549	16,4239	1,6425	49,7904	2,7414	0,4761	2.981.523	2.851.105	130.419	5.832.647	95.978	2,3	67,2	9,3	2,1	4,1
2005	1,2911	0,7069	10,182	177,4803	13,8169	1,5224	51,4526	2,1796	0,4064	3.195.141	3.128.932	66.209	6.324.081	24.849	1,7	67,9	9,1	2,1	3,4
2006	1,3005	0,7040	9,9047	197,0320	11,9988	1,4408	51,6472	1,8918	0,4362	3.573.816	3.549.615	24.202	7.123.443	20.523	3,2	69,0	8,4	2,1	3,8
2007	1,4209	0,7061	9,8304	225,7063	11,1271	1,4782	49,2643	1,7816	0,4170	4.218.923	4.168.733	50.190	8.387.674	10.092	3,0	69,9	7,5	2,2	4,3
2008	1,5368	0,8207	9,1997	222,2529	10,0820	1,5524	52,5957	1,6908	0,4084	4.665.720	4.701.179	-35.459	9.366.909	-98.828	0,4	70,2	7,6	3,3	4,3
2009	1,4574	0,9075	8,6508	192,5019	12,0744	1,6279	52,8680	1,6441	0,4436	3.628.453	3.557.882	70.571	7.186.312	66.879	-4,5	68,8	9,6	0,3	3,8
2010	1,3797	0,8543	7,6807	176,9435	9,7220	1,3735	43,9747	1,2879	0,3905	4.042.754	4.001.508	41.247	8.044.274	69.580	2,1	68,4	10,2	1,5	3,6
2011	1,4445	0,8618	7,2531	175,2767	8,1309	1,3657	45,5722	1,2081	0,4286	4.718.257	4.688.984	29.272	9.407.258	113.630	1,6	68,4	10,2	2,6	4,3
2012	1,3293	0,8044	6,4774	165,8180	7,4418	1,2783	45,3212	1,2264	0,4027	4.515.090	4.352.917	162.173	8.868.002	295.381	-0,9	68,0	11,4	2,4	3,9
2013	1,3700	0,8367	6,4674	213,7860	7,6276	1,3581	49,1116	1,3229	0,4207	4.675.038	4.420.635	254.403	9.095.677	376.252	-0,3	67,7	12,0	1,3	3,0
2014	1,3597	0,7864	6,4841	229,2986	8,4891	1,4408	49,8359	1,3572	0,4492	4.758.318	4.469.393	288.925	9.227.712	406.186	1,2	68,2	11,6	0,5	2,0
2015	1,1333	0,7116	5,5959	216,9110	10,6149	1,4137	43,6950	1,5018	0,4384	4.139.014	3.839.792	299.222	7.978.793	431.401	2,1	69,0	10,9	0,1	1,2
2016	1,1273	0,7994	5,9058	195,2834	11,0268	1,4681	44,4130	1,4582	0,4578	4.158.799	3.818.167	340.632	7.976.966	399.823	1,8	70,0	10,0	0,2	0,9

Kaynak: Euro'nun diğer paralar karşısındaki reel değerine yönelik veriler Tablo 23, 24, 25, 26, 27, 28, 29, 30 ve 48'den alınmıştır. Euro Alanı'na ait temel ekonomik göstergeler: Eurostat, Economy and Finance; UNCTAD, Statistics ve IMF, WEO Database 2017 veri kaynaklarından derlenmiştir.

3.1.2.3.2. Reel Kurların Gelişimi ve Euro Alanı Ülkeleri

Bir ülke ya da parasal birliğin, ticarete başlıca rakipleri karşısındaki fiyat ve maliyet boyutlu rekabet gücünü değerlendirebilmek için “reel efektif döviz kurları” önemli bir ölçüt olmaktadır.³¹³ Çalışmamızın teorik kısmında da değinildiği gibi reel efektif kur, bir ülkenin dış ticaret hacminde önem taşıyan başlıca ülkelerin paraları cinsinden, ulusal paranın ortalama değerini (nominal veya reel olarak) belirlemek üzere kullanılan ticaret ağırlıklı endeks üzerinden hesaplanmaktadır. Dolayısıyla bu kısımda, Euro Alanı ülkeleri için hesaplanan reel efektif kurlar ile bu ekonomilerin rekabet gücünde kaydedilen değişmelerin makroekonomik göstergelerle birlikte gelişimi incelenmektedir. Aşağıdaki birlik içi reel efektif kurların gelişimini içeren verilerde tüketici enflasyonu (AB’de HICP) ve 1999 yılı baz alınmıştır; Euro Alanı’nın başlıca 11 ülkesine ait dönemsel gelişim analiz edilmiştir. Ortak paranın geçerli olduğu parasal birlik dâhilinde nominal kurlar kalıcı olarak sabitlendiğinden, 1999 yılından itibaren incelenen reel efektif kurların yıllık yüzdelik değişimleri her bir yıla ait nominal parite=1 üzerinden yansıtılmıştır. Buna göre reel efektif kurun birin altına düşmesi eksik değerlendirme (Euro’nun değer kaybetmesi), dolayısıyla dış ticarete rekabet avantajı; birin üzerine yükselmesi ise aşırı değerlendirme (Euro’nun değer kazanması), dolayısıyla dış ticarete rekabet dezavantajı anlamına gelecektir. Seçilmiş ülkelere ait tablolarda faiz oranlarının yer aldığı son sütun ise, Maastricht Kriterleri’ne konu uzun dönem ortalama faiz oranlarını içermektedir.

3.1.2.3.2.1. Almanya

Euro Alanı ülkeleri için reel efektif kurların gelişimi incelendiğinde, Birliğin iki lokomotif ekonomisi Almanya ve Fransa açısından reel kurların diğer üye ekonomiler karşısında rekabet avantajı yaratacak düzeyde eksik değerlendirildiği dikkati çekmektedir.

Tablo 33 ve Şekil 38 incelendiğinde, Almanya için reel efektif Euro kurunun gerilediği görülmektedir. Bu gelişme, teorik olarak da beklendiği gibi, Almanya’nın

³¹³ Eurostat, **Real Effective Exchange Rate for Euro Area (based on HICP/CPI)**, <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tipser20&language=en>, (28.07.2017).

rekabet gücünü olumlu yönde etkilemiş ve dış ticaret fazlasının önemli oranda artmasını sağlamıştır.

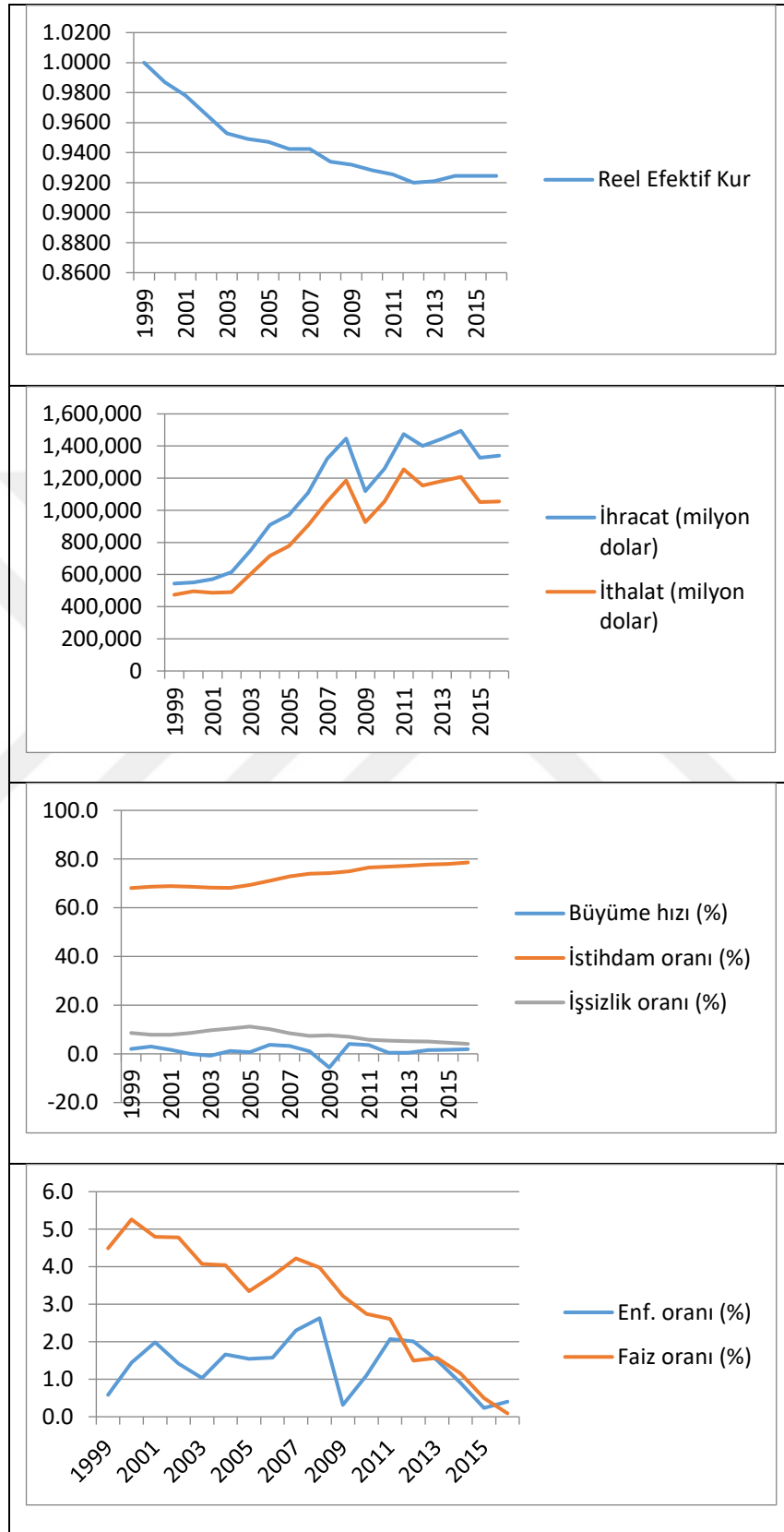
1999 yılı baz alındığında Almanya'nın dış ticaret hacmindeki büyüme hızı ve ihracatın bu hacimdeki payının görece artışı göze çarpmaktadır. Diğer ülkeler incelenirken de görüleceği üzere, gerek ortak paraya geçiş sonrası ilk dönemde gerekse AB'de bütçe krizi olarak derinleşen küresel finans krizi sonrası dönemde Almanya'nın büyüme, istihdam, işsizlik ve enflasyon rakamlarında diğer Birlik ülkelerine kıyasla daha olumlu bir tablo söz konusudur. Ancak, fiyat istikrarı hedefinin öncüsü Almanya'nın, Maastricht Kriterleri'ne konu uzun dönem ortalama faiz oranlarında ise son iki yılda sıfır düzeyine giderek yaklaşmak durumunda kaldığı ve enflasyon oranlarının gelişimiyle birlikte ele alındığında bu sürecin reel faiz oranlarına da yansıtıldığı dikkati çekmektedir.

Tablo 33: Reel Efektif Kurlar ve Almanya'da Ekonomik Göstergelerin Gelişimi

	Reel Efektif Kur	Değ. (%)	İhracat (milyon dolar)	İthalat (milyon dolar)	Dış Ticaret Dengesi (x-m)	Dış Ticaret Hacmi (x+m)	Cari Denge	Büyüme hızı (%)	İstihd. oranı (%)	İşsiz. oranı (%)	Enf. (%)	Faiz (%)
1999	1,0000	0,0	544.049	474.492	69.557	1.018.541	-31.311	2,0	68,1	8,6	0,6	4,5
2000	0,9870	-1,3	550.447	495.970	54.478	1.046.417	-33.786	3,0	68,7	7,9	1,4	5,3
2001	0,9781	-0,9	571.645	486.119	85.526	1.057.765	-7.025	1,7	68,9	7,8	2,0	4,8
2002	0,9654	-1,3	615.831	490.283	125.548	1.106.113	39.763	0,0	68,7	8,6	1,4	4,8
2003	0,9529	-1,3	751.560	604.612	146.948	1.356.172	36.056	-0,7	68,3	9,7	1,0	4,1
2004	0,9490	-0,4	909.887	715.742	194.145	1.625.628	126.072	1,2	68,2	10,4	1,7	4,0
2005	0,9471	-0,2	970.914	777.073	193.842	1.747.987	131.661	0,7	69,4	11,2	1,5	3,4
2006	0,9424	-0,5	1.108.107	906.684	201.423	2.014.791	171.287	3,7	71,1	10,1	1,6	3,8
2007	0,9424	0,0	1.321.214	1.054.983	266.231	2.376.197	233.273	3,3	72,9	8,5	2,3	4,2
2008	0,9339	-0,9	1.446.171	1.185.067	261.104	2.631.238	210.893	1,1	74	7,4	2,6	4,0
2009	0,9321	-0,2	1.120.041	926.347	193.693	2.046.388	198.872	-5,6	74,2	7,6	0,3	3,2
2010	0,9283	-0,4	1.258.924	1.054.814	204.110	2.313.738	193.034	4,1	75	7,0	1,1	2,7
2011	0,9255	-0,3	1.473.985	1.254.869	219.116	2.728.854	227.974	3,7	76,5	5,8	2,1	2,6
2012	0,9200	-0,6	1.401.113	1.154.852	246.261	2.555.965	248.922	0,5	76,9	5,4	2,0	1,5
2013	0,9209	0,1	1.445.067	1.181.233	263.834	2.626.300	253.483	0,5	77,3	5,2	1,5	1,6
2014	0,9246	0,4	1.494.608	1.207.041	287.567	2.701.649	281.301	1,6	77,7	5,0	0,9	1,2
2015	0,9246	0,0	1.326.765	1.051.392	275.373	2.378.157	285.370	1,7	78	4,6	0,2	0,5
2016	0,9246	0,0	1.339.647	1.054.891	284.755	2.394.538	294.340	1,9	78,6	4,1	0,4	0,1

Kaynak: Reel efektif kurların endekse (1999=1) dönüştürülmesinde; Eurostat, **Reel Effective Exchange Rate for Euro Area (based on HICP/CPI)**, <http://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/-/tipser20>, (28.07.2017), (REER) kaynağındaki yıllık yüzdelik değişim oranlarından yararlanılarak hesaplanmıştır. Temel ekonomik göstergeler; Eurostat, Economy and Finance; UNCTAD, Statistics ve IMF, WEO Database 2017 veri kaynaklarından derlenmiştir.

Şekil 38: Almanya’da Reel Efektif Kurun ve Ekonomik Göstergelerin Gelişimi



Kaynak: Tablo 33'ten yararlanılarak hazırlanmıştır.

Reel döviz kuru eksik değerlendirilen Almanya’da 1999’dan itibaren dış ticaret ve cari dengelerdeki belirgin iyileşmeye koşut olarak büyüme, istihdam ve işsizlik oranlarındaki düzelme eğilimi ise Tablo 33 ve Şekil 38’den anlaşılabilir.

3.1.2.3.2.2. Fransa

Euro Alanı’nın ikinci büyük ekonomisi olan Fransa’da, reel efektif kurlar rekabet avantajı yaratacak biçimde eksik değerlendirilmesine rağmen, dış ticaret hacminde ithalat lehine görece hızlı olmak suretiyle kaydedilen artış Tablo 34 ve Şekil 39’dan anlaşılabilir. Bu durum yapısal ekonomik sorunların varlığına işaret olarak değerlendirilebilir.

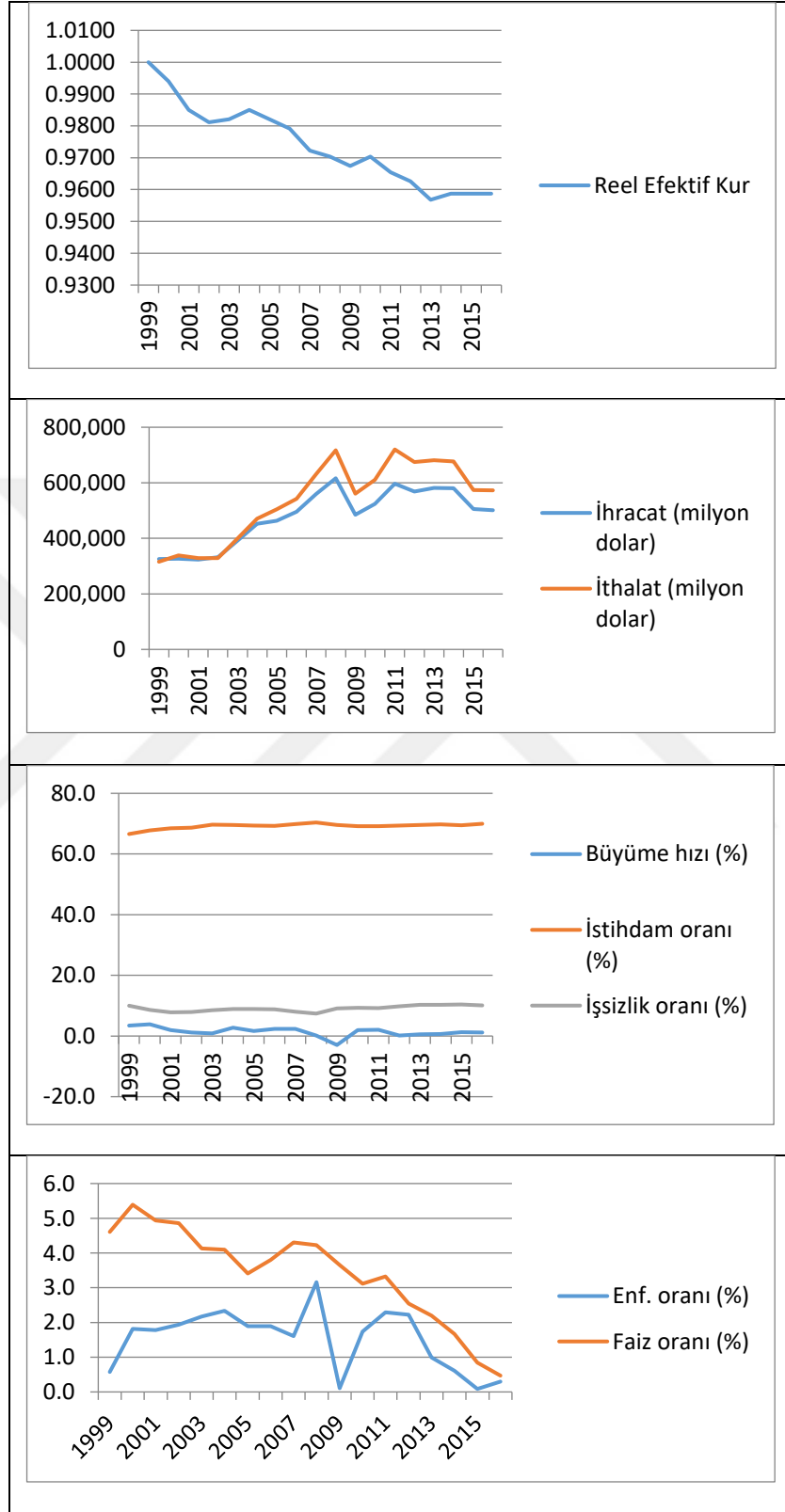
Fransa’da son yıllarda işsizlik iki haneli düzeyin altına inmezken, Almanya’da olduğu gibi enflasyon % 1’in altında, faizler ise sıfıra yakın düzeyde gerçekleşmiş ve bu süreç reel faiz oranlarına da yansımıştır.

Tablo 34: Reel Efektif Kurlar ve Fransa’da Ekonomik Göstergelerin Gelişimi

	Reel Efektif Kur	Değ. (%)	İhracat (milyon dolar)	İthalat (milyon dolar)	Dış Ticaret Dengesi (x-m)	Dış Ticaret Hacmi (x+m)	Cari Denge	Büyüme hızı (%)	İstihd. oranı (%)	İşsizl. oranı (%)	Enf. (%)	Faiz (%)
1999	1,0000	0,0	325.526	315.748	9.778	641.275	50.694	3,4	66,6	10,0	0,6	4,6
2000	0,9940	-0,6	326.802	338.103	-11.301	664.905	16.124	3,9	67,8	8,6	1,8	5,4
2001	0,9851	-0,9	323.379	328.608	-5.229	651.987	20.957	2,0	68,5	7,8	1,8	4,9
2002	0,9811	-0,4	331.719	329.262	2.457	660.981	17.636	1,1	68,7	7,9	1,9	4,9
2003	0,9821	0,1	392.039	398.840	-6.801	790.880	15.983	0,8	69,7	8,5	2,2	4,1
2004	0,9850	0,3	452.106	470.945	-18.839	923.050	9.174	2,8	69,6	8,9	2,3	4,1
2005	0,9821	-0,3	463.428	504.124	-40.696	967.552	-137	1,6	69,4	8,9	1,9	3,4
2006	0,9791	-0,3	495.868	541.919	-46.051	1.037.787	516	2,4	69,3	8,8	1,9	3,8
2007	0,9723	-0,7	559.612	630.861	-71.249	1.190.473	-8.724	2,4	69,9	8,0	1,6	4,3
2008	0,9703	-0,2	616.240	716.795	-100.555	1.333.035	-28.183	0,2	70,4	7,4	3,2	4,2
2009	0,9674	-0,3	484.781	560.873	-76.092	1.045.654	-22.059	-3,0	69,6	9,1	0,1	3,7
2010	0,9703	0,3	523.767	611.070	-87.303	1.134.837	-22.034	2,0	69,2	9,3	1,7	3,1
2011	0,9655	-0,5	596.473	720.028	-123.556	1.316.501	-29.490	2,1	69,2	9,2	2,3	3,3
2012	0,9626	-0,3	568.708	674.415	-105.707	1.243.124	-32.169	0,2	69,4	9,8	2,2	2,5
2013	0,9568	-0,6	580.963	681.467	-100.504	1.262.430	-22.502	0,6	69,6	10,3	1,0	2,2
2014	0,9587	0,2	580.471	676.603	-96.133	1.257.074	-27.486	0,7	69,8	10,3	0,6	1,7
2015	0,9587	0,0	505.784	573.403	-67.619	1.079.187	-4.800	1,3	69,5	10,4	0,1	0,8
2016	0,9587	0,0	501.263	573.022	-71.759	1.074.285	-26.846	1,2	70,0	10,1	0,3	0,5

Kaynak: Eurostat, REER; Eurostat, Economy and Finance; UNCTAD, Statistics; IMF, WEO Database 2017; Insee, **Enquêtes Emploi 2003 à 2011**, <https://www.insee.fr/fr/statistiques/2415227?sommaire=2415511>, (28.07.2017).

Şekil 39: Fransa’da Reel Efektif Kurun ve Ekonomik Göstergelerin Gelişimi



Kaynak: Tablo 34'ten yararlanılarak hazırlanmıştır.

Fransa'nın 20-64 yaş istihdam oranları dikkate alındığında ise Almanya'dan farklı olarak 2020 Stratejisi'nde hedef olarak belirlenen % 75 düzeyinin³¹⁴ oldukça altında olduğu görülmektedir.

3.1.2.3.2.3. İtalya

EPB'nin üçüncü büyük ekonomisi olan İtalya'da ise, reel efektif kurların sabit nominal pariteye göre aşırı değerlendirildiği dikkati çekmektedir. Bununla birlikte İtalya ve bundan sonra incelenecek olan EPB ülkelerindeki eksi veya artı yönlü reel değerlendirme marjlarının, Almanya ve Fransa'ya kıyasla düşük oranlarda gerçekleştiği görülecektir.

Tablo 35: Reel Efektif Kurlar ve İtalya'da Ekonomik Göstergelerin Gelişimi

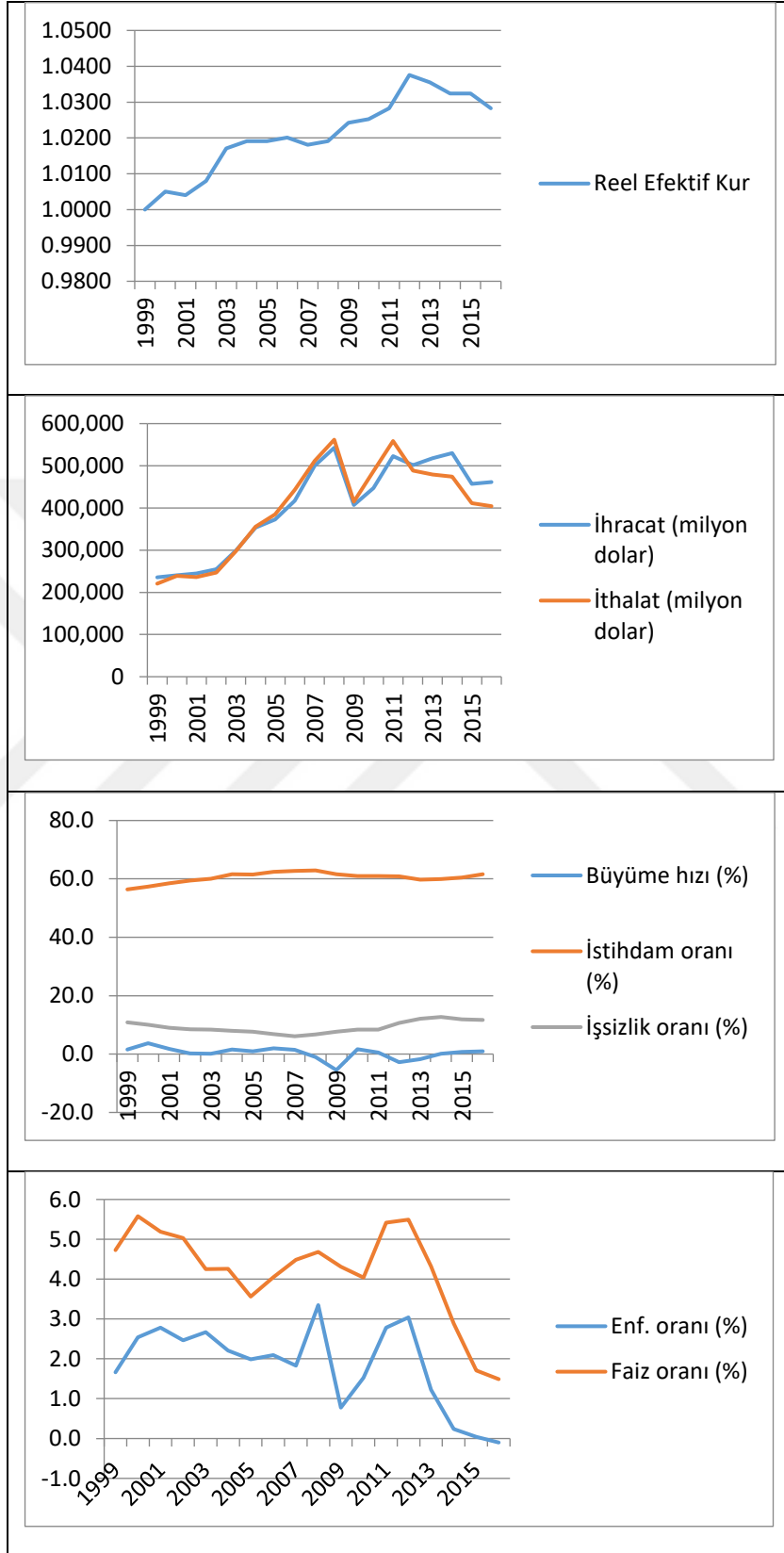
	Reel Efektif Kur	Değ. (%)	İhracat (milyon dolar)	İthalat (milyon dolar)	Dış Ticaret Dengesi (x-m)	Dış Ticaret Hacmi (x+m)	Cari Denge	Büyüme hızı (%)	İstihd. oranı (%)	İşsizl. oranı (%)	Enf. (%)	Faiz (%)
1999	1,0000	0,0	235.564	220.637	14.927	456.200	8.111	1,6	56,4	10,9	1,7	4,7
2000	1,0050	0,5	240.518	238.757	1.761	479.274	-5.781	3,7	57,4	10,0	2,5	5,6
2001	1,0040	-0,1	244.490	236.220	8.269	480.710	-652	1,8	58,5	9,0	2,8	5,2
2002	1,0080	0,4	254.427	247.015	7.411	501.442	-9.369	0,2	59,4	8,5	2,5	5,0
2003	1,0171	0,9	299.333	297.519	1.814	596.852	-19.407	0,2	60,0	8,4	2,7	4,3
2004	1,0191	0,2	353.782	355.301	-1.519	709.082	-16.455	1,6	61,6	8,0	2,2	4,3
2005	1,0191	0,0	373.135	384.790	-11.656	757.925	-29.744	0,9	61,5	7,7	2,0	3,6
2006	1,0201	0,1	416.875	442.555	-25.679	859.430	-47.828	2,0	62,4	6,8	2,1	4,1
2007	1,0181	-0,2	499.882	511.662	-11.781	1.011.544	-51.574	1,5	62,7	6,1	1,8	4,5
2008	1,0191	0,1	542.748	561.919	-19.171	1.104.667	-67.989	-1,1	62,9	6,7	3,3	4,7
2009	1,0242	0,5	406.909	415.105	-8.195	822.014	-41.404	-5,5	61,6	7,7	0,8	4,3
2010	1,0252	0,1	447.301	487.049	-39.748	934.350	-74.382	1,7	61,0	8,4	1,5	4,0
2011	1,0283	0,3	523.258	558.787	-35.529	1.082.046	-70.104	0,6	61,0	8,4	2,8	5,4
2012	1,0376	0,9	501.306	488.600	12.706	989.906	-9.230	-2,8	60,9	10,7	3,0	5,5
2013	1,0355	-0,2	518.268	479.447	38.821	997.715	18.967	-1,7	59,7	12,1	1,2	4,3
2014	1,0324	-0,3	529.899	474.193	55.706	1.004.093	38.509	0,1	59,9	12,7	0,2	2,9
2015	1,0324	0,0	457.437	411.052	46.385	868.490	39.478	0,7	60,5	11,9	0,0	1,7
2016	1,0283	-0,4	461.524	404.445	57.079	865.969	50.762	0,9	61,6	11,7	-0,1	1,5

Kaynak: Eurostat, REER; Eurostat, Economy and Finance; UNCTAD, Statistics; IMF, WEO Database 2017.

³¹⁴ Les Territoires Français au Regard des Objectifs de la Stratégie Europe 2020,

<http://www.europe-en-france.gouv.fr/Centre-de-ressources/Etudes-rapports-et-documentation/Preparer-la-generation-2014-2020-des-programmes-europeens-Les-territoires-francais-au-regard-de-la-strategie-Europe-2020>, (28.06.2017), s. 15.

Şekil 40: İtalya’da Reel Efektif Kurun ve Ekonomik Göstergelerin Gelişimi



Kaynak: Tablo 35'ten yararlanılarak hazırlanmıştır.

Ayrıca İtalya’da enflasyon ve uzun dönem faiz oranlarından hareketle reel faiz oranlarının gelişiminde Almanya ve Fransa’ya kıyasla daha yüksek değerlerin kaydedildiği görülmektedir.

3.1.2.3.2.4. İspanya

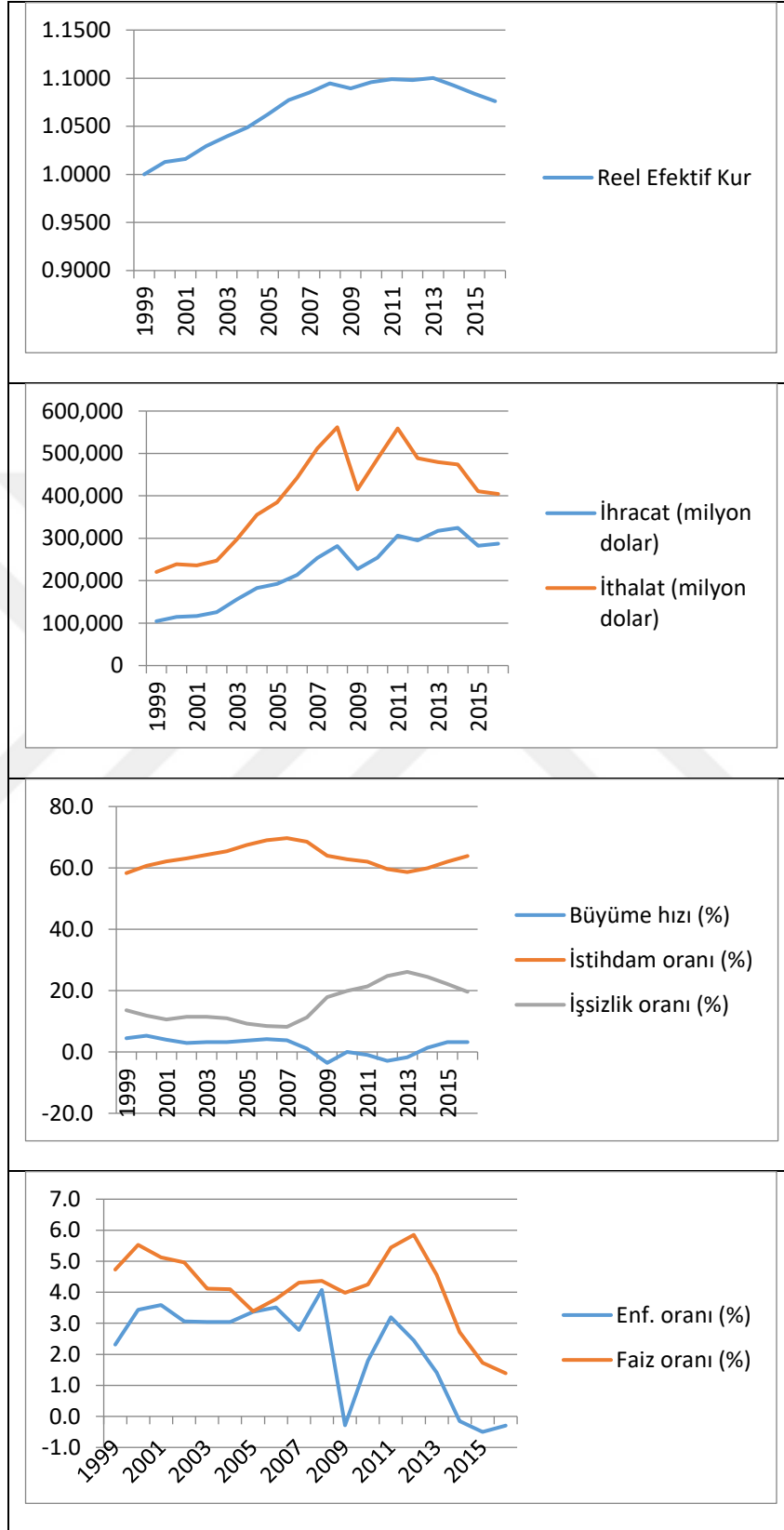
EPB’nin dördüncü büyük ekonomisi ve krizden en çok etkilenen PIIGS ülkelerinden biri olan İspanya’da, reel efektif kurların sabit nominal pariteye göre aşırı değerlendiği görülmektedir. İncelenen ülkeler arasında Yunanistan’dan sonra en yüksek işsizlik oranlarına sahip olan İspanya, İtalya’nın aksine, Tablo 36 ve Şekil 41’de de görüldüğü gibi önemli düzeylerde dış ticaret açığı vermektedir.

Tablo 36: Reel Efektif Kurlar ve İspanya’da Ekonomik Göstergelerin Gelişimi

	Reel Efektif Kur	Değ. (%)	İhracat (milyon dolar)	İthalat (milyon dolar)	Dış Ticaret Dengesi (x-m)	Dış Ticaret Hacmi (x+m)	Cari Denge	Büyüme hızı (%)	İstihd. oranı (%)	İşsizl. oranı (%)	Enf. (%)	Faiz (%)
1999	1,0000	0,0	104.531	220.637	-116.106	325.168	-20.866	4,5	58,3	13,6	2,3	4,7
2000	1,0130	1,3	114.966	238.757	-123.790	353.723	-26.364	5,3	60,7	11,9	3,4	5,5
2001	1,0160	0,3	116.660	236.220	-119.561	352.880	-27.551	4,0	62,1	10,6	3,6	5,1
2002	1,0292	1,3	125.687	247.015	-121.328	372.702	-26.264	2,9	63,1	11,5	3,1	5,0
2003	1,0395	1,0	156.147	297.519	-141.373	453.666	-35.087	3,2	64,3	11,5	3,0	4,1
2004	1,0489	0,9	182.623	355.301	-172.678	537.924	-59.777	3,2	65,4	11,0	3,0	4,1
2005	1,0625	1,3	192.644	384.790	-192.146	577.435	-87.006	3,7	67,5	9,2	3,4	3,4
2006	1,0774	1,4	213.717	442.555	-228.838	656.272	-113.749	4,2	69,0	8,5	3,5	3,8
2007	1,0849	0,7	253.297	511.662	-258.365	764.960	-143.137	3,8	69,7	8,2	2,8	4,3
2008	1,0947	0,9	281.493	561.919	-280.426	843.413	-152.545	1,1	68,5	11,3	4,1	4,4
2009	1,0892	-0,5	227.338	415.105	-187.766	642.443	-63.720	-3,6	64,0	17,9	-0,3	4,0
2010	1,0958	0,6	254.418	487.049	-232.631	741.466	-56.363	0,0	62,8	19,9	1,8	4,3
2011	1,0991	0,3	306.551	558.787	-252.237	865.338	-47.060	-1,0	62,0	21,4	3,2	5,4
2012	1,0980	-0,1	295.250	488.600	-193.349	783.850	-3.420	-2,9	59,6	24,8	2,4	5,9
2013	1,1002	0,2	317.833	479.447	-161.614	797.280	20.710	-1,7	58,6	26,1	1,4	4,6
2014	1,0925	-0,7	324.536	474.193	-149.658	798.729	12.812	1,4	59,9	24,5	-0,2	2,7
2015	1,0837	-0,8	282.478	411.052	-128.574	693.530	16.658	3,2	62,0	22,1	-0,5	1,7
2016	1,0761	-0,7	287.415	404.445	-117.030	691.861	24.662	3,2	63,9	19,6	-0,3	1,4

Kaynak: Eurostat, REER; Eurostat, Economy and Finance; UNCTAD, Statistics; IMF, WEO Database 2017.

Şekil 41: İspanya’da Reel Efektif Kurun ve Ekonomik Göstergelerin Gelişimi



Kaynak: Tablo 36’den yararlanılarak hazırlanmıştır.

İspanya’da emlak ve inşaat sektöründe yaşanan çöküşle birlikte derinleşen kriz, büyüme rakamlarına da olumsuz yönde yansımıştır. Yapısal reformlarla birlikte düşen faiz oranları, büyüme hızına olumlu yönde etki etse de, 1992-93 ERM Krizi’nde olduğu gibi ekonomik büyümesini teşvik eden devalüasyon olasılığından ve dönemin yapısal uyum fonlarından yoksun olan İspanya ekonomisinin içine girdiği deflasyonist süreci tam anlamıyla dizginleyememiştir.³¹⁵ Söz konusu süreç özellikle 2011 yılı sonrasında düşen enflasyon ve reel faiz oranlarından da anlaşılabilir.

3.1.2.3.2.5. Hollanda

Hollanda’da da reel efektif kurların sabit nominal pariteye göre düşük bir oranla aşırı değerlendirildiği görülmektedir.

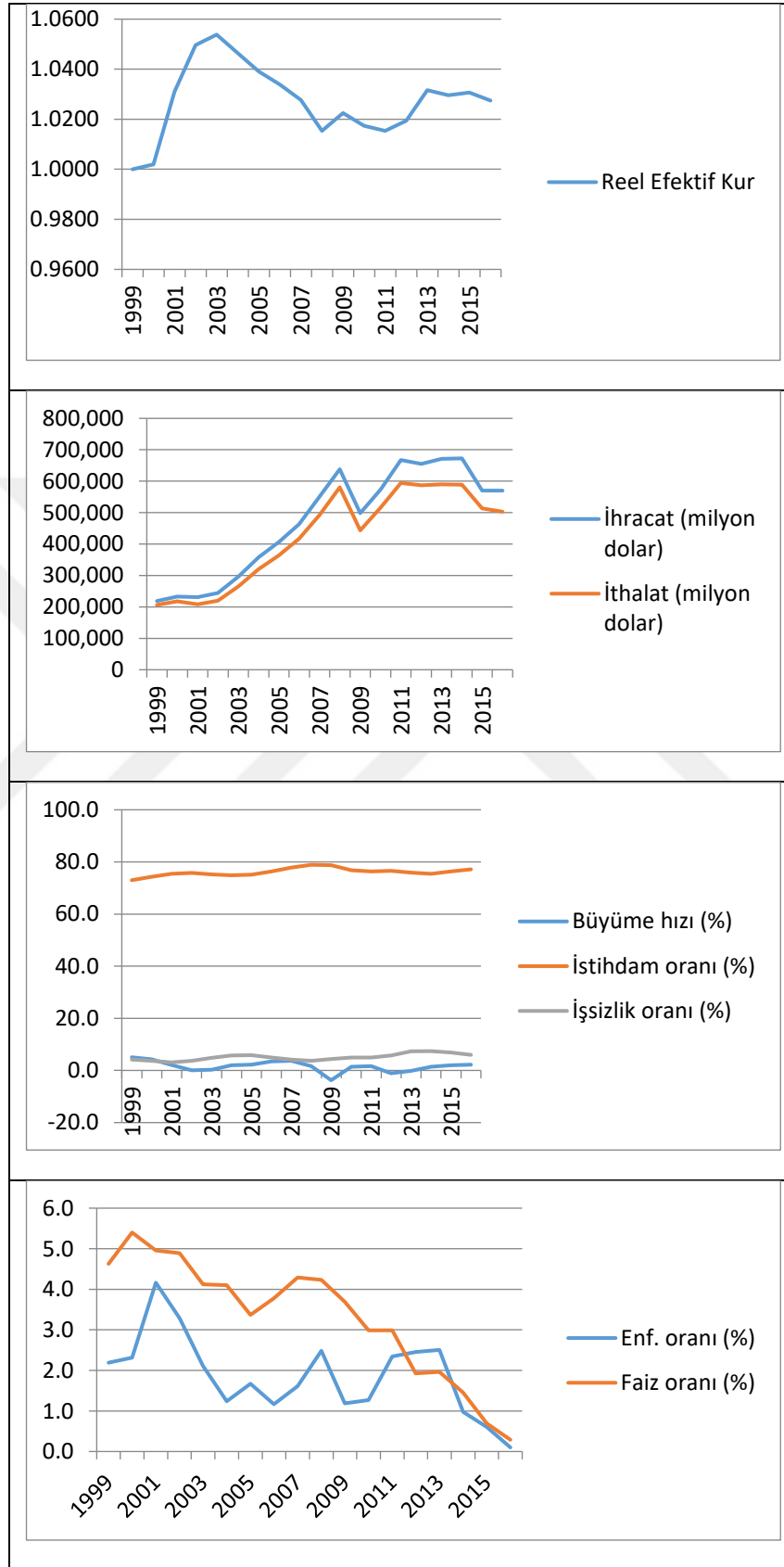
Tablo 37: Reel Efektif Kurlar ve Hollanda’da Ekonomik Göstergelerin Gelişimi

	Reel Efektif Kur	Değ. (%)	İhracat (milyon dolar)	İthalat (milyon dolar)	Dış Ticaret Dengesi (x-m)	Dış Ticaret Hacmi (x+m)	Cari Denge	Büyüme hızı (%)	İstihd. oranı (%)	İşsiz. oranı (%)	Enf. (%)	Faiz (%)
1999	1,0000	0,0	218.785	206.355	12.430	425.140	15.684	5,1	73,0	4,2	2,2	4,6
2000	1,0020	0,2	232.554	217.728	14.826	450.282	7.264	4,2	74,3	3,7	2,3	5,4
2001	1,0311	2,9	230.855	208.638	22.217	439.492	9.810	2,1	75,4	3,1	4,2	5,0
2002	1,0496	1,8	244.058	219.265	24.794	463.323	11.018	0,1	75,8	3,7	3,3	4,9
2003	1,0538	0,4	296.012	264.704	31.308	560.717	29.867	0,3	75,2	4,8	2,1	4,1
2004	1,0464	-0,7	357.417	319.669	37.748	677.086	44.273	2,0	74,9	5,7	1,2	4,1
2005	1,0391	-0,7	406.372	363.822	42.550	770.195	41.600	2,2	75,1	5,9	1,7	3,4
2006	1,0339	-0,5	463.629	416.832	46.797	880.462	57.170	3,5	76,3	5,0	1,2	3,8
2007	1,0277	-0,6	550.755	492.616	58.139	1.043.371	50.059	3,7	77,8	4,2	1,6	4,3
2008	1,0154	-1,2	637.918	580.937	56.981	1.218.855	38.956	1,7	78,9	3,7	2,5	4,2
2009	1,0225	0,7	497.891	443.153	54.738	941.044	50.019	-3,8	78,8	4,4	1,2	3,7
2010	1,0174	-0,5	574.251	516.409	57.842	1.090.660	61.820	1,4	76,8	5,0	1,3	3,0
2011	1,0153	-0,2	667.101	594.366	72.735	1.261.467	81.320	1,7	76,4	5,0	2,3	3,0
2012	1,0194	0,4	655.374	586.927	68.447	1.242.301	89.546	-1,1	76,6	5,8	2,5	1,9
2013	1,0316	1,2	671.556	589.697	81.859	1.261.253	87.347	-0,2	75,9	7,3	2,5	2,0
2014	1,0296	-0,2	672.671	589.440	83.231	1.262.112	83.533	1,4	75,4	7,4	1,0	1,5
2015	1,0306	0,1	569.727	513.200	56.527	1.082.926	68.777	2,0	76,4	6,9	0,6	0,7
2016	1,0275	-0,3	569.705	503.414	66.291	1.073.120	74.304	2,2	77,1	6,0	0,1	0,3

Kaynak: Eurostat, REER; Eurostat, Economy and Finance; UNCTAD, Statistics; IMF, WEO Database 2017.

³¹⁵ Ramon Pacheco Pardo, “From Miracle to Crash? The Impact of the Global Financial Crisis on Spain”, **Europe and the Financial Crisis**, (Ed. Pompeo Della Posta ve Leila Simona Talani), Palgrave Macmillan, 2011, ss. 165-180.

Şekil 42: Hollanda'da Reel Efektif Kurun ve Ekonomik Göstergelerin Gelişimi



Kaynak: Tablo 37'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Tablo 37 ve Şekil 42'deki Hollanda'ya ait verilerin gelişimi açısından ilk göze çarpan boyut, bu ülkenin kriz dönemi de dâhil olmak üzere dış ticaret fazlasını ve istihdam oranlarını yüksek düzeylerde tutabilmiş olmasıdır. Bununla birlikte büyüme oranlarındaki tedrici hızlanmaya rağmen düşük enflasyon ve düşen faiz oranları dikkati çekmektedir.

3.1.2.3.2.6. Belçika

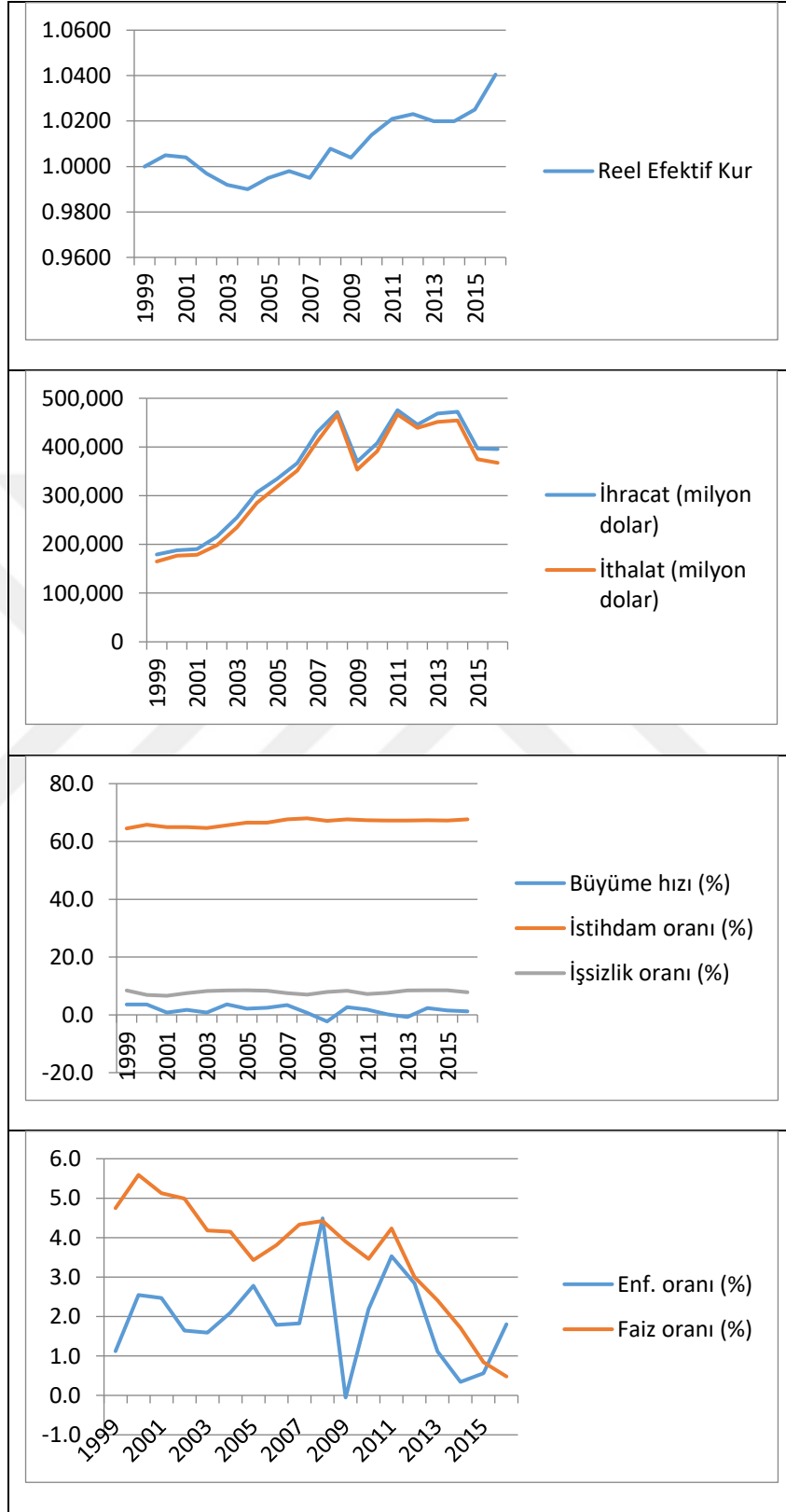
Belçika'da reel efektif kurların sabit nominal pariteye ve dönem başına göre düşük bir oranla aşırı değerlendirildiği görülmektedir. 2000-2007 yılları arası reel efektif kurdaki değer kaybına karşılık kriz sonrası süreçteki değerlendirme trendi Tablo 38 ve Şekil 43'te dikkati çekmektedir.

Tablo 38: Reel Efektif Kurlar ve Belçika'da Ekonomik Göstergelerin Gelişimi

	Reel Efektif Kur	Değ. (%)	İhracat (milyon dolar)	İthalat (milyon dolar)	Dış Ticaret Dengesi (x-m)	Dış Ticaret Hacmi (x+m)	Cari Denge	Büyüme hızı (%)	İstihd. oranı (%)	İşsiz. oranı (%)	Enf. (%)	Faiz (%)
1999	1,0000	0,0	179.320	164.965	14.355	344.284	20.070	3,6	64,5	8,4	1,1	4,8
2000	1,0050	0,5	187.906	177.073	10.833	364.979	9.393	3,6	65,8	6,9	2,5	5,6
2001	1,0040	-0,1	190.349	178.664	11.685	369.013	7.896	0,8	65,0	6,6	2,5	5,1
2002	0,9970	-0,7	216.127	198.311	17.816	414.439	11.611	1,8	65,0	7,5	1,6	5,0
2003	0,9920	-0,5	255.617	234.945	20.672	490.562	10.790	0,8	64,7	8,2	1,6	4,2
2004	0,9900	-0,2	306.866	285.621	21.246	592.487	11.426	3,6	65,6	8,4	2,1	4,2
2005	0,9949	0,5	334.400	318.700	15.700	653.100	7.703	2,1	66,5	8,5	2,8	3,4
2006	0,9979	0,3	366.745	351.635	15.110	718.380	7.545	2,5	66,5	8,3	1,8	3,8
2007	0,9949	-0,3	430.952	411.558	19.394	842.510	7.041	3,4	67,7	7,5	1,8	4,3
2008	1,0079	1,3	471.840	466.307	5.533	938.148	-4.286	0,7	68,0	7,0	4,5	4,4
2009	1,0038	-0,4	370.125	353.364	16.761	723.489	-5.241	-2,3	67,1	7,9	-0,1	3,9
2010	1,0139	1,0	407.692	391.177	16.515	798.869	7.977	2,7	67,6	8,3	2,2	3,5
2011	1,0210	0,7	475.672	466.943	8.729	942.615	-5.487	1,8	67,3	7,2	3,5	4,2
2012	1,0230	0,2	445.939	439.128	6.811	885.068	-235	0,1	67,2	7,6	2,8	3,0
2013	1,0200	-0,3	468.760	451.677	17.083	920.438	-1.097	-0,7	67,2	8,4	1,1	2,4
2014	1,0200	0,0	472.319	454.632	17.687	926.951	-1.188	2,3	67,3	8,5	0,3	1,7
2015	1,0251	0,5	396.909	375.149	21.760	772.059	-249	1,5	67,2	8,5	0,6	0,8
2016	1,0404	1,5	395.881	367.378	28.502	763.259	4.586	1,2	67,7	7,8	1,8	0,5

Kaynak: Eurostat, REER; Eurostat, Economy and Finance; UNCTAD, Statistics; IMF, WEO Database 2017.

Şekil 43: Belçika’da Reel Efektif Kurun ve Ekonomik Göstergelerin Gelişimi



Kaynak: Tablo 38’den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Dış ticaret fazlası vermekle birlikte büyüme hızı, istihdam ve işsizlik oranları Belçika’da, diğer Benelüks ülkesi Hollanda’ya kıyasla daha olumsuz düzeylerde seyretmektedir. Bununla birlikte, özellikle son yıllara ait enflasyon oranları görece bir toparlanmayı işaret ederken, böylece aynı yıllara ait faiz oranlarındaki düşüşün reel faiz oranlarına da aynı doğrultuda yansıdığı görülmektedir.

3.1.2.3.2.7. Avusturya

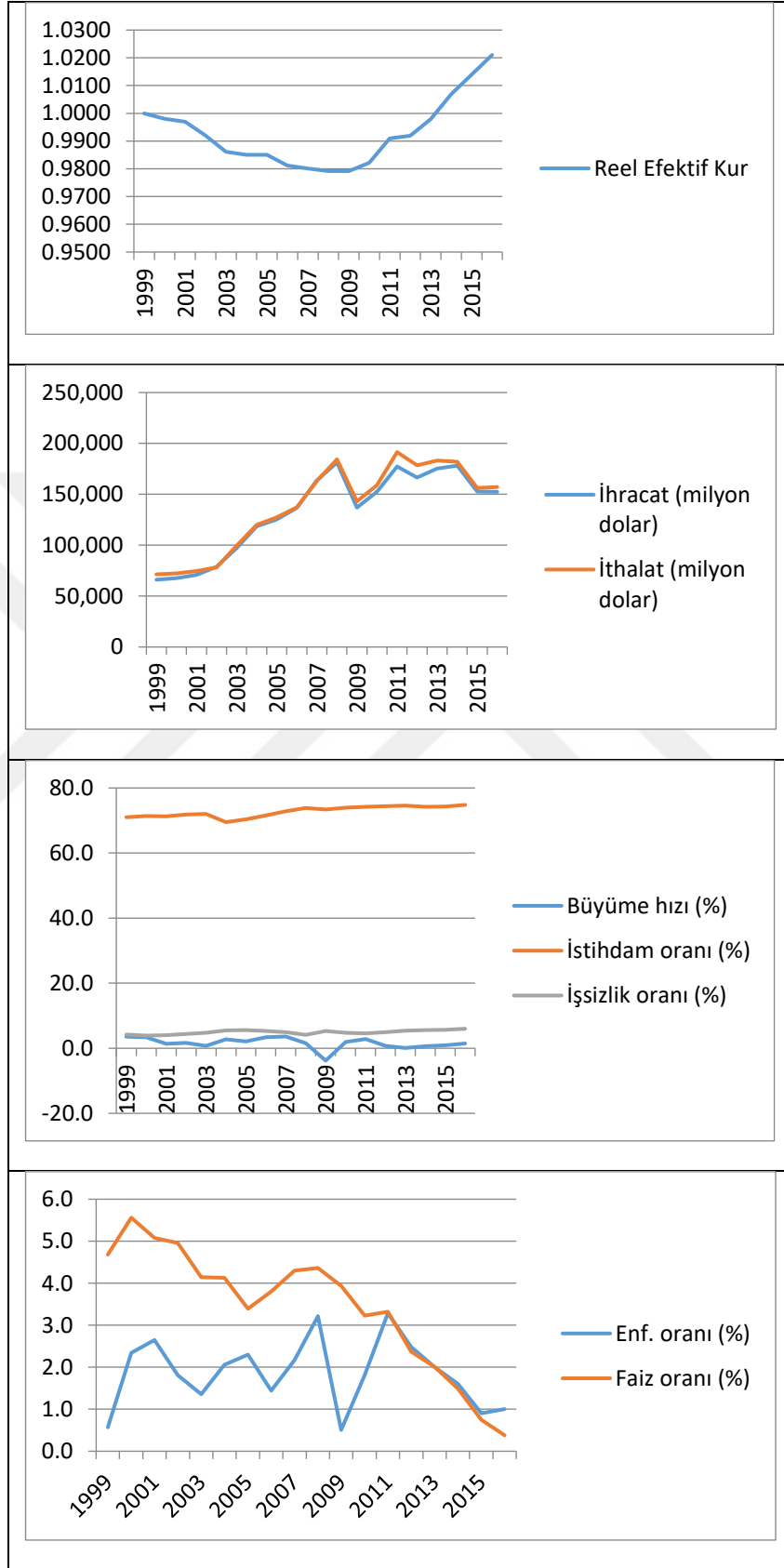
Avusturya’da da reel efektif kurların sabit nominal pariteye ve dönem başına göre düşük bir oranla aşırı değerlendirildiği görülmektedir. Tablo 39’da görüldüğü gibi söz konusu aşırı değerlendirme trendi küresel kriz sonrası süreçte başlamıştır. Reel değerlendirilmeye koşut olarak ihracat hacmindeki sürekli artış trendinin de sona erdiği dikkati çekmektedir.

Tablo 39: Reel Efektif Kurlar ve Avusturya’da Ekonomik Göstergelerin Gelişimi

	Reel Efektif Kur	Değ. (%)	İhracat (milyon dolar)	İthalat (milyon dolar)	Dış Ticaret Dengesi (x-m)	Dış Ticaret Hacmi (x+m)	Cari Denge	Büyüme hızı (%)	İstihd. oranı (%)	İşsizl. oranı (%)	Enf. (%)	Faiz (%)
1999	1,0000	0,0	66.123	71.388	-5.265	137.511	-3.491	3,6	71,0	4,2	0,6	4,7
2000	0,9980	-0,2	67.543	72.215	-4.672	139.759	-1.339	3,4	71,4	3,9	2,3	5,6
2001	0,9970	-0,1	70.751	74.633	-3.882	145.384	-1.512	1,4	71,3	4,0	2,7	5,1
2002	0,9920	-0,5	78.673	78.299	374	156.972	5.464	1,7	71,8	4,4	1,8	5,0
2003	0,9861	-0,6	97.146	99.532	-2.385	196.678	4.186	0,8	72,0	4,8	1,4	4,1
2004	0,9851	-0,1	118.376	119.905	-1.530	238.281	6.074	2,7	69,5	5,5	2,1	4,1
2005	0,9851	0,0	125.182	127.327	-2.145	252.509	6.245	2,1	70,4	5,6	2,3	3,4
2006	0,9811	-0,4	136.751	137.212	-461	273.963	11.055	3,4	71,6	5,3	1,4	3,8
2007	0,9802	-0,1	163.620	163.037	583	326.658	14.751	3,6	72,8	4,9	2,2	4,3
2008	0,9792	-0,1	181.289	184.293	-3.004	365.582	19.333	1,5	73,8	4,1	3,2	4,4
2009	0,9792	0,0	136.989	143.063	-6.075	280.052	10.317	-3,8	73,4	5,3	0,5	4,0
2010	0,9821	0,3	152.560	159.009	-6.449	311.569	11.479	1,9	73,9	4,8	1,8	3,2
2011	0,9910	0,9	177.428	191.417	-13.990	368.845	6.794	2,8	74,2	4,6	3,3	3,3
2012	0,9919	0,1	166.611	178.513	-11.902	345.124	6.144	0,7	74,4	4,9	2,5	2,4
2013	0,9979	0,6	175.156	183.277	-8.121	358.433	4.091	0,1	74,6	5,4	2,0	2,0
2014	1,0069	0,9	178.248	182.006	-3.758	360.255	3.228	0,6	74,2	5,6	1,6	1,5
2015	1,0139	0,7	152.841	156.106	-3.265	308.947	9.621	1,0	74,3	5,7	0,9	0,8
2016	1,0210	0,7	152.381	157.094	-4.713	309.475	9.283	1,5	74,8	6,0	1,0	0,4

Kaynak: Eurostat, REER; Eurostat, Economy and Finance; UNCTAD, Statistics; IMF, WEO Database 2017.

Şekil 44: Avusturya’da Reel Efektif Kurun ve Ekonomik Göstergelerin Gelişimi



Kaynak: Tablo 39’den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Avusturya ekonomisinin büyüme hızında son yıllarda kaydedilen tedrici toparlanmanın yanında, kronik dış ticaret açıklarına rağmen istihdam ve işsizlik oranlarında da PIIGS ülkelerine kıyasla olumlu bir tablo söz konusudur. Reel faizi belirleyen enflasyon ve uzun dönem faiz oranları ise özellikle son yıllar itibariyle birbirlerine yakın düzeyde seyrederken, bununla birlikte, reel faizlerdeki düşüş eğilimi dikkati çekmektedir (Şekil 44).

3.1.2.3.2.8. Finlandiya

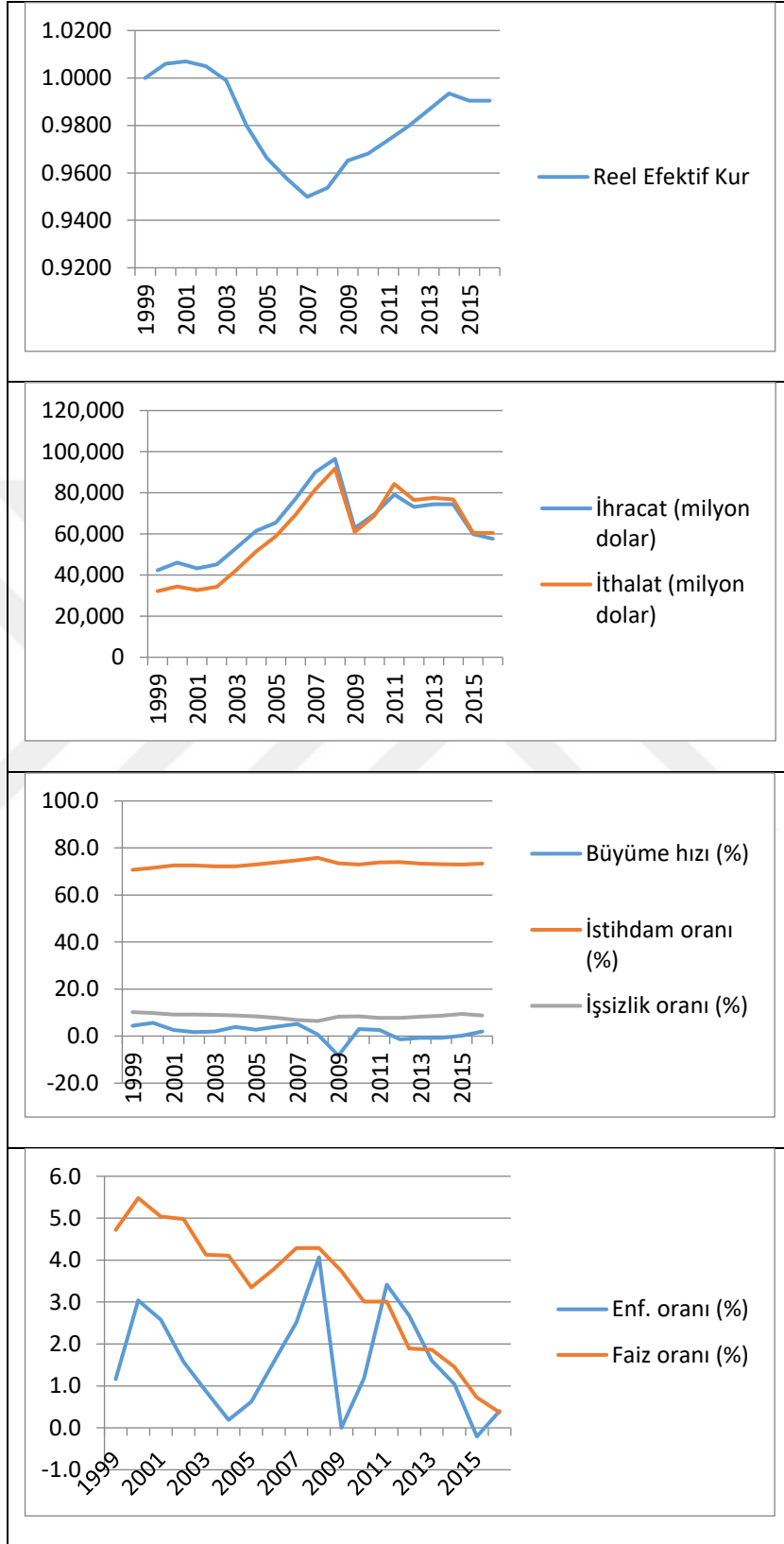
İskandinav ülkeleri içinde parasal birlik üyesi tek ülke olan Finlandiya’da ise reel efektif kurların sabit nominal pariteye ve dönem başına göre oldukça düşük bir oranla da olsa eksik değerlendirildiği görülmektedir. Bununla birlikte, eksik değerlendirilme marjının görece daha yüksek olduğu ilk dokuz yıllık dönemde dış ticaret hacmine oranla önemli düzeylerde dış ticaret fazlası veren Finlandiya ekonomisinin, son dokuz yıllık dönemde ise, reel kurlardaki değerlendirilmeye ve krizin etkilerine koşut olarak bu üstünlüğünü yitirdiği göze çarpmaktadır.

Tablo 40: Reel Efektif Kurlar ve Finlandiya’da Ekonomik Göstergelerin Gelişimi

	Reel Efektif Kur	Değ. (%)	İhracat (milyon dolar)	İthalat (milyon dolar)	Dış Ticaret Dengesi (x-m)	Dış Ticaret Hacmi (x+m)	Cari Denge	Büyüme hızı (%)	İstihd. oranı (%)	İşsizl. oranı (%)	Enf. (%)	Faiz (%)
1999	1,0000	0,0	42.283	32.144	10.139	74.427	8.045	4,4	70,7	10,2	1,2	4,7
2000	1,0060	0,6	45.989	34.358	11.631	80.347	10.526	5,6	71,6	9,8	3,0	5,5
2001	1,0070	0,1	43.237	32.639	10.598	75.876	12.077	2,6	72,6	9,1	2,6	5,0
2002	1,0050	-0,2	45.145	34.218	10.927	79.363	12.078	1,7	72,6	9,1	1,6	5,0
2003	0,9990	-0,6	53.171	42.513	10.658	95.684	8.534	2,0	72,2	9,0	0,9	4,1
2004	0,9800	-1,9	61.520	51.443	10.077	112.963	12.542	3,9	72,2	8,8	0,2	4,1
2005	0,9663	-1,4	65.498	58.766	6.732	124.263	7.788	2,8	73,0	8,4	0,6	3,4
2006	0,9576	-0,9	77.206	69.375	7.831	146.581	8.208	4,1	73,9	7,7	1,6	3,8
2007	0,9499	-0,8	90.025	81.704	8.321	171.729	9.940	5,2	74,8	6,9	2,5	4,3
2008	0,9537	0,4	96.455	91.781	4.674	188.237	6.151	0,7	75,8	6,4	4,1	4,3
2009	0,9651	1,2	62.854	60.889	1.965	123.744	5.121	-8,3	73,5	8,2	0,0	3,7
2010	0,9680	0,3	69.518	68.803	715	138.321	3.168	3,0	73,0	8,4	1,2	3,0
2011	0,9739	0,6	79.142	84.264	-5.122	163.407	-4.900	2,6	73,8	7,8	3,4	3,0
2012	0,9797	0,6	73.077	76.468	-3.391	149.545	-5.019	-1,4	74,0	7,7	2,7	1,9
2013	0,9866	0,7	74.437	77.570	-3.133	152.006	-4.312	-0,8	73,3	8,2	1,6	1,9
2014	0,9935	0,7	74.361	76.747	-2.386	151.107	-2.686	-0,7	73,1	8,7	1,0	1,5
2015	0,9905	-0,3	59.859	60.454	-595	120.313	315	0,2	72,9	9,4	-0,2	0,7
2016	0,9905	0,0	57.697	60.398	-2.702	118.095	-2.511	1,9	73,4	8,8	0,4	0,4

Kaynak: Eurostat, REER; Eurostat, Economy and Finance; UNCTAD, Statistics; IMF, WEO Database 2017.

Şekil 45: Finlandiya’da Reel Efektif Kurun ve Ekonomik Göstergelerin Gelişimi



Kaynak: Tablo 40'tan yararlanılarak hazırlanmıştır.

Öte yandan, Finlandiya ekonomisinin de diğer reel göstergeler açısından PIIGS ekonomilerinden daha iyi bir konumda olduğu Tablo 40 ve Şekil 45'ten anlaşılabilir. Parasal birliğin ilk yarı döneminde kaydedilen yüksek reel faiz oranlarının ise, ikinci yarı dönemde Finlandiya ekonomisindeki yavaşlamaya küresel krizin etkilerinin de eşlik etmesiyle birlikte düşüşe geçtiği dikkati çekmektedir.

3.1.2.3.2.9. İrlanda

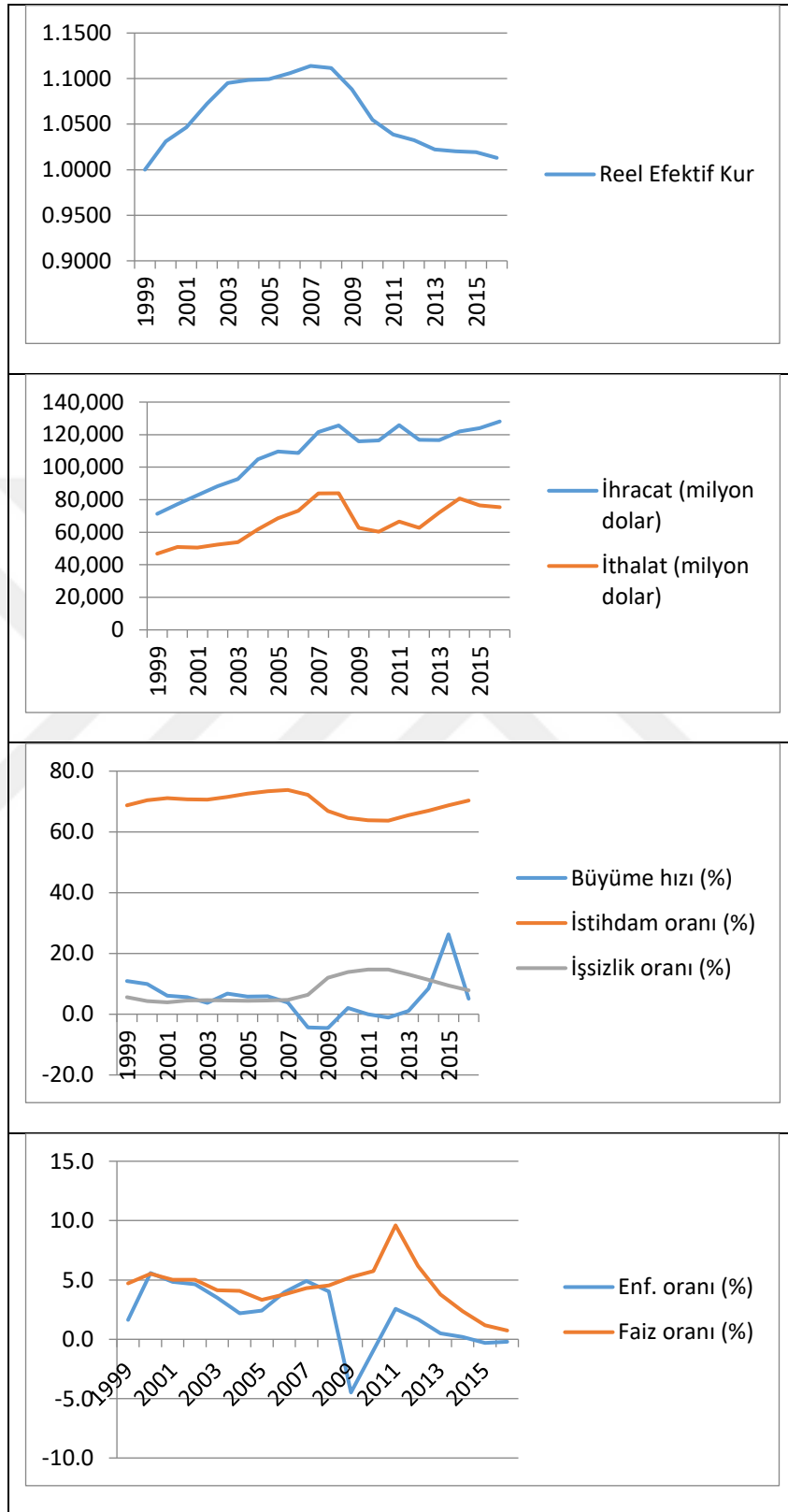
Britanya adaları içindeki tek Euro ülkesi İrlanda'da, reel efektif kurların sabit nominal pariteye ve dönem başına göre düşük bir oranla aşırı değerlendirildiği görülmektedir. Bununla birlikte 2008 Küresel Krizi'ne kadar olan reel değerlendirilmenin, bu yıldan itibaren yerini eksik değerlendirilme trendine bıraktığı göze çarpmaktadır.

Tablo 41: Reel Efektif Kurlar ve İrlanda'da Ekonomik Göstergelerin Gelişimi

	Reel Efektif Kur	Değ. (%)	İhracat (milyon dolar)	İthalat (milyon dolar)	Dış Ticaret Dengesi (x-m)	Dış Ticaret Hacmi (x+m)	Cari Denge	Büyüme hızı (%)	İstihd. oranı (%)	İşsizl. oranı (%)	Enf. (%)	Faiz (%)
1999	1,0000	0,0	71.306	46.813	24.493	118.119	245	10,9	68,7	5,6	1,6	4,7
2000	1,0310	3,1	77.222	50.915	26.307	128.137	-356	9,9	70,4	4,3	5,6	5,5
2001	1,0465	1,5	82.835	50.556	32.279	133.392	-690	6,1	71,1	3,9	4,8	5,0
2002	1,0726	2,5	88.265	52.399	35.867	140.664	-1.101	5,6	70,7	4,5	4,6	5,0
2003	1,0952	2,1	92.755	53.886	38.869	146.641	89	3,7	70,6	4,6	3,5	4,1
2004	1,0984	0,3	104.788	61.814	42.974	166.602	-1.081	6,7	71,5	4,5	2,2	4,1
2005	1,0995	0,1	109.657	68.565	41.092	178.223	-7.150	5,8	72,6	4,4	2,4	3,3
2006	1,1061	0,6	108.726	73.118	35.608	181.843	-7.859	5,9	73,4	4,5	4,0	3,8
2007	1,1139	0,7	121.543	83.822	37.722	205.365	-13.850	3,8	73,8	4,7	4,9	4,3
2008	1,1116	-0,2	125.719	83.965	41.754	209.684	-15.297	-4,4	72,2	6,4	4,0	4,5
2009	1,0883	-2,1	115.928	62.704	53.224	178.632	-5.001	-4,6	66,9	12,0	-4,5	5,2
2010	1,0546	-3,1	116.497	60.276	56.220	176.773	2.319	2,0	64,6	13,9	-0,9	5,7
2011	1,0387	-1,5	125.740	66.606	59.134	192.346	2.828	0,0	63,8	14,7	2,6	9,6
2012	1,0325	-0,6	116.773	62.769	54.004	179.543	9.245	-1,1	63,7	14,7	1,7	6,2
2013	1,0222	-1,0	116.637	72.134	44.503	188.771	14.438	1,1	65,5	13,1	0,5	3,8
2014	1,0201	-0,2	121.946	80.668	41.278	202.614	15.241	8,5	67,0	11,3	0,2	2,4
2015	1,0191	-0,1	123.935	76.582	47.353	200.517	10.562	26,3	68,7	9,4	-0,3	1,2
2016	1,0130	-0,6	128.085	75.385	52.700	203.470	13.881	5,1	70,3	7,9	-0,2	0,7

Kaynak: Eurostat, REER; Eurostat, Economy and Finance; UNCTAD, Statistics; IMF, WEO Database 2017.

Şekil 46: İrlanda’da Reel Efektif Kurun ve Ekonomik Göstergelerin Gelişimi



Kaynak: Tablo 41’den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Parasal birliğin ilk dokuz yılı itibariyle dikkat çekici düzeyde aşırı değerlendirilen reel efektif kura, yüksek büyüme hızı ve istihdam oranlarının eşlik ettiği görülmektedir. Ancak bu dönem sonrası yayılan küresel krizden ilk olarak gayrimenkul sektörü üzerinden etkilenen İrlanda ekonomisinde reel göstergelerde kaydedilen önce dramatik düşüş ve ardından hızlı toparlanma süreci Tablo 41 ve Şekil 46’da görülebilmektedir.

Enflasyon ve faiz oranları arasında kriz döneminde açılan makas kapanırken, her iki göstergedeki düşüşün yanında reel faiz oranlarında son yıllarda belirginleşen düşüş trendinin de sürdüğü dikkati çekmektedir.

Aynı tabloda göze çarpan 2015 yılına ait % 26,3’lük fahiş büyüme oranı ise başta fikri mülkiyete yönelik maddi olmayan varlıklar (intangible assets) üzerinden olmak üzere İrlanda’daki düşük kurumlar vergisi oranlarından istifade etmeyi hedefleyen çok sayıdaki Amerikan sermayeli veya çokuluslu şirketin resmi merkezlerini İrlanda’ya taşıması ve bu sürecin İrlanda’nın servet stoğunda yol açtığı artışın, İrlanda Merkezi İstatistik Ofisi tarafından yurtiçi hâsıla değerlerine büyüme olarak yansıtılması sonucundaki revize oranı ifade etmektedir.³¹⁶

3.1.2.3.2.10. Portekiz

PIIGS ülkelerinden Portekiz’de ise reel efektif kurların dalgalı bir seyir izleyerek sabit nominal pariteye ve dönem başına göre oldukça düşük bir oranla da olsa aşırı değerlendirildiği görülmektedir. Euro Alanı’nın ortalama itibariyle en düşük büyüme oranlarına sahip üyesi olan Portekiz’de, kriz sonrası süreçte de makroekonomik değerlerin tümünde gerçekleşen gerileme dikkati çekmektedir.

Bununla birlikte, Tablo 42 ve Şekil 47’de de görüleceği gibi son dört yıllık dönem, kronik dış ticaret açıklarına rağmen cari denge ve büyüme, istihdam ve işsizlik rakamlarında görece bir toparlanmayı işaret etmektedir.

³¹⁶ OECD, **Irish GDP up by 26.3% in 2015?**, <https://www.oecd.org/std/na/Irish-GDP-up-in-2015-OECD.pdf>, (28.06.2017).

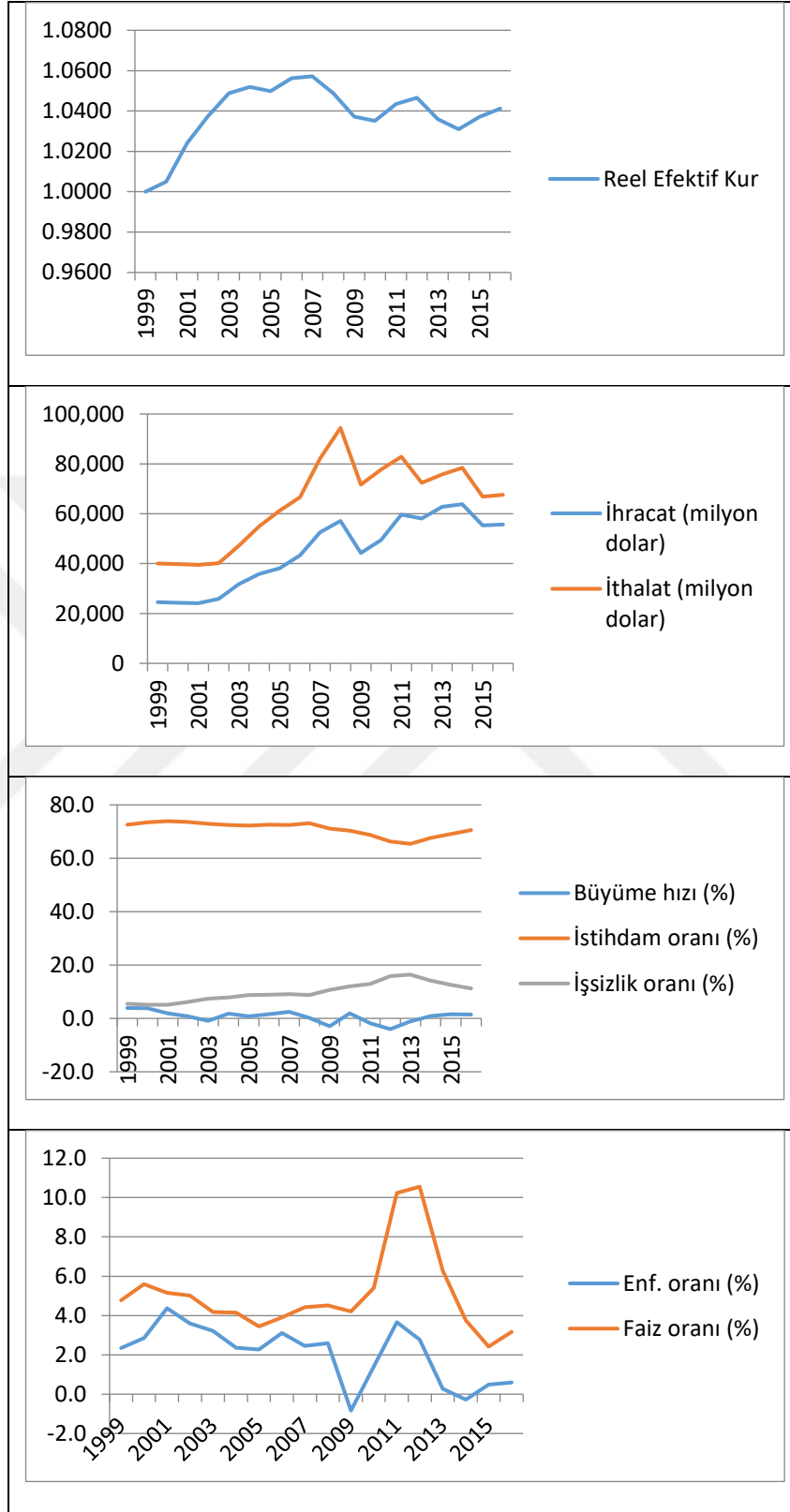
Tablo 42: Reel Efektif Kurlar ve Portekiz’de Ekonomik Göstergelerin Gelişimi

	Reel Efektif Kur	Değ. (%)	İhracat (milyon dolar)	İthalat (milyon dolar)	Dış Ticaret Dengesi (x-m)	Dış Ticaret Hacmi (x+m)	Cari Denge	Büyüme hızı (%)	İstihd. oranı (%)	İşsizl. oranı (%)	Enf. (%)	Faiz (%)
1999	1,0000	0,0	24.564	40.011	-15.447	64.575	-11.277	3,9	72,6	5,5	2,3	4,8
2000	1,0050	0,5	24.303	39.854	-15.550	64.157	-12.848	3,8	73,5	5,1	2,9	5,6
2001	1,0241	1,9	24.108	39.490	-15.382	63.599	-12.673	1,9	73,9	5,1	4,4	5,2
2002	1,0374	1,3	25.908	40.156	-14.248	66.064	-11.352	0,8	73,6	6,2	3,6	5,0
2003	1,0488	1,1	31.757	47.200	-15.443	78.957	-11.878	-0,9	72,9	7,4	3,2	4,2
2004	1,0520	0,3	35.787	54.948	-19.161	90.735	-15.814	1,8	72,5	7,8	2,4	4,1
2005	1,0499	-0,2	38.150	61.184	-23.034	99.334	-19.538	0,8	72,2	8,8	2,3	3,4
2006	1,0562	0,6	43.332	66.673	-23.341	110.005	-22.218	1,6	72,6	8,9	3,1	3,9
2007	1,0572	0,1	52.503	82.129	-29.626	134.632	-23.523	2,5	72,5	9,1	2,5	4,4
2008	1,0488	-0,8	57.137	94.416	-37.280	151.553	-31.949	0,2	73,1	8,8	2,6	4,5
2009	1,0372	-1,1	44.211	71.663	-27.452	115.873	-25.454	-3,0	71,1	10,7	-0,8	4,2
2010	1,0351	-0,2	49.406	77.749	-28.343	127.155	-24.202	1,9	70,3	12,0	1,4	5,4
2011	1,0434	0,8	59.617	82.896	-23.279	142.512	-14.783	-1,8	68,8	12,9	3,7	10,2
2012	1,0466	0,3	58.090	72.429	-14.340	130.519	-4.191	-4,0	66,3	15,8	2,8	10,6
2013	1,0361	-1,0	62.823	75.719	-12.896	138.542	3.314	-1,1	65,4	16,4	0,3	6,3
2014	1,0309	-0,5	63.839	78.424	-14.585	142.263	211	0,9	67,6	14,1	-0,3	3,8
2015	1,0371	0,6	55.282	66.914	-11.633	122.196	903	1,6	69,1	12,6	0,5	2,4
2016	1,0412	0,4	55.662	67.567	-11.906	123.229	1.722	1,4	70,6	11,2	0,6	3,2

Kaynak: Eurostat, REER; Eurostat, Economy and Finance; UNCTAD, Statistics; IMF, WEO Database 2017.

Ortak paraya geçişten itibaren istikrarlı bir görünüm sergileyen reel faiz oranları ise, kriz boyunca enflasyon ve faiz oranlarının istikrarsız gelişimi dikkate alındığında, giderek daha istikrarsız hale gelmiştir. Portekiz’de de oldukça yüksek düzeylerde gerçekleşen reel faiz oranları, krizden en çok etkilenen Yunanistan, İspanya, İtalya ve kısmen İrlanda’da olduğu gibi, diğer parasal birlik ülkelerinin üzerinde seyretmiştir.

Şekil 47: Portekiz’de Reel Efektif Kurun ve Ekonomik Göstergelerin Gelişimi



Kaynak: Tablo 42’den yararlanılarak hazırlanmıştır.

3.1.2.3.2.11. Yunanistan

Bütçe krizin en derin yaşandığı ülke olan Yunanistan'da ise reel efektif kurların dalgalı bir seyir izleyerek sabit nominal pariteye ve dönem başına göre düşük bir oranla aşırı değerlendirildiği görülmektedir. Özellikle 2000-2002 yıllarındaki eksik değerlendirilmenin ardından bütçe krizine kadar artış gösteren reel efektif parite, krizle ve diğer makroekonomik göstergelerle birlikte tekrar düşüş trendine girmiştir.

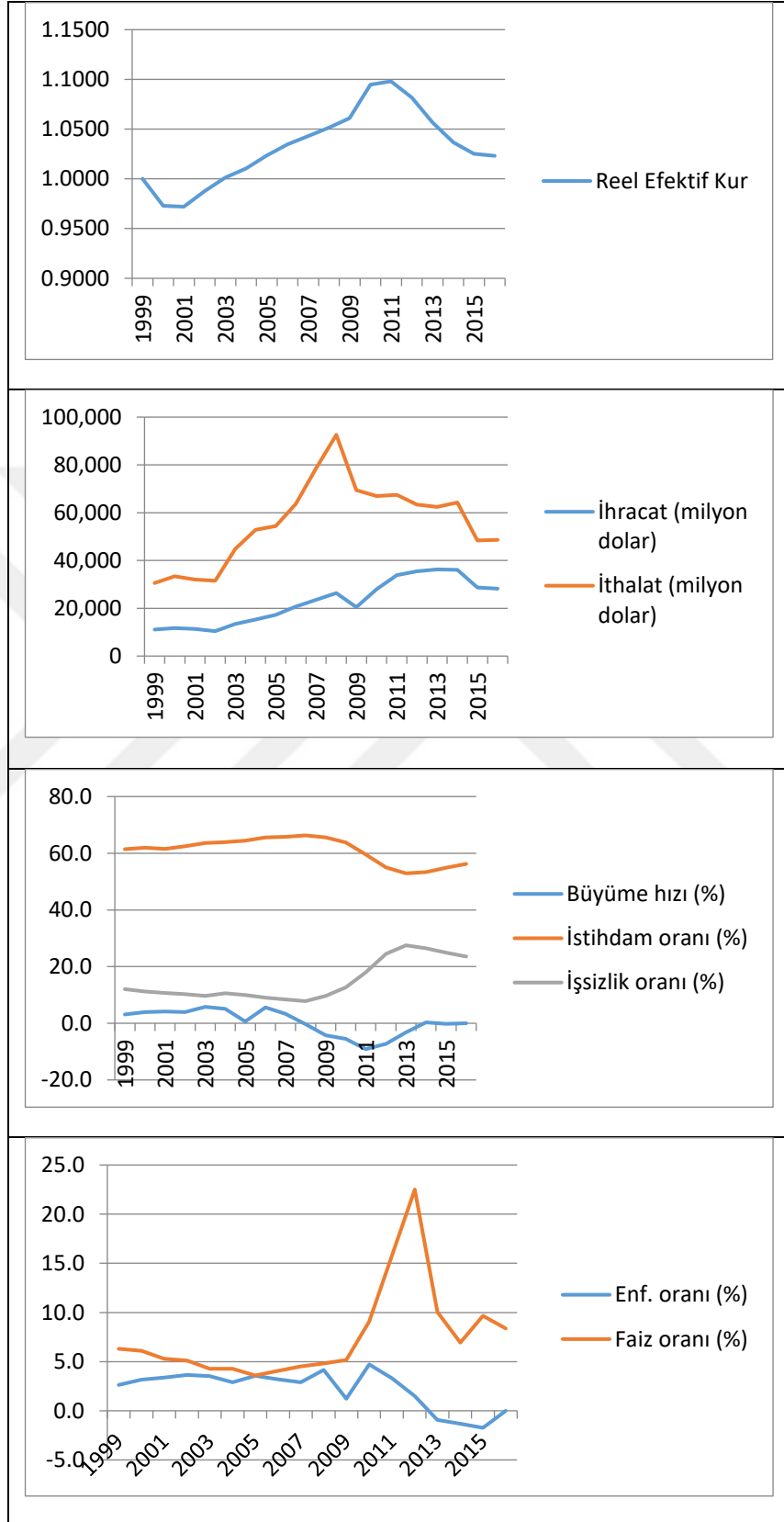
Tablo 43: Reel Efektif Kurlar ve Yunanistan'da Ekonomik Göstergelerin Gelişimi

	Reel Efektif Kur	Değ. (%)	İhracat (milyon dolar)	İthalat (milyon dolar)	Dış Ticaret Dengesi (x-m)	Dış Ticaret Hacmi (x+m)	Cari Denge	Büyüme hızı (%)	İstihd. oranı (%)	İşsizl. oranı (%)	Enf. (%)	Faiz (%)
1999	1,0000	0,0	11.080	30.558	-19.478	41.638	-7.295	3,1	61,4	12,0	2,6	6,3
2000	0,9730	-2,7	11.722	33.397	-21.676	45.119	-9.820	3,9	61,9	11,2	3,2	6,1
2001	0,9720	-0,1	11.352	32.011	-20.659	43.362	-9.400	4,1	61,5	10,7	3,4	5,3
2002	0,9876	1,6	10.414	31.570	-21.156	41.984	-9.582	3,9	62,5	10,3	3,6	5,1
2003	1,0014	1,4	13.382	44.852	-31.470	58.234	-12.804	5,8	63,6	9,7	3,5	4,3
2004	1,0104	0,9	15.308	52.760	-37.452	68.067	-13.476	5,1	63,9	10,6	2,9	4,3
2005	1,0236	1,3	17.278	54.436	-37.158	71.714	-18.233	0,6	64,4	10,0	3,5	3,6
2006	1,0348	1,1	20.749	63.619	-42.870	84.368	-29.565	5,7	65,6	9,0	3,2	4,1
2007	1,0431	0,8	23.578	78.532	-54.954	102.110	-44.587	3,3	65,8	8,4	2,9	4,5
2008	1,0514	0,8	26.382	92.580	-66.198	118.961	-51.313	-0,3	66,3	7,8	4,2	4,8
2009	1,0609	0,9	20.469	69.448	-48.979	89.917	-35.913	-4,3	65,6	9,6	1,2	5,2
2010	1,0948	3,2	27.950	66.913	-38.963	94.863	-30.275	-5,5	63,8	12,7	4,7	9,1
2011	1,0981	0,3	33.819	67.475	-33.656	101.294	-28.583	-9,1	59,6	17,9	3,3	15,8
2012	1,0817	-1,5	35.441	63.329	-27.888	98.771	-6.172	-7,3	55,0	24,5	1,5	22,5
2013	1,0568	-2,3	36.251	62.417	-26.166	98.668	-4.947	-3,2	52,9	27,5	-0,9	10,1
2014	1,0367	-1,9	36.030	64.202	-28.172	100.232	-4.872	0,4	53,3	26,5	-1,3	6,9
2015	1,0253	-1,1	28.725	48.346	-19.620	77.071	-119	-0,2	54,9	24,9	-1,7	9,7
2016	1,0232	-0,2	28.137	48.592	-20.455	76.728	-1.221	0,0	56,2	23,6	0,0	8,4

Kaynak: Eurostat, REER; Eurostat, Economy and Finance; UNCTAD, Statistics; IMF, WEO Database 2017.

Bu süreçte büyüme hızı, enflasyon ve istihdam oranlarının düşüklüğü; işsizlik ve reel faiz oranlarının yüksekliği ve daralan dış ticaret hacmi, EPB'nin en zayıf halkası olan Yunanistan ekonomisinin bütçe kriziyle birlikte içine düştüğü açmazı özetler niteliktedir (Tablo 43 ve Şekil 48).

Şekil 48: Yunanistan’da Reel Efektif Kurun ve Ekonomik Göstergelerin Gelişimi



Kaynak: Tablo 43'ten yararlanılarak hazırlanmıştır.

EPB'nin oluşturulduğu 1999 yılından günümüze kadar olan dönemi kapsayan ve tümü bu tarihten itibaren Euro'yu kullanmakta olan incelediğimiz ülkelere³¹⁷ ait reel efektif kurlar Tablo 44'te toplu olarak verilmiştir. Yukarıda da belirtildiği üzere Euro Alanı için HICP bazlı reel efektif endeks dikkate alındığında, parasal birliğin en büyük iki ekonomisi Almanya ve Fransa açısından kurların diğer üye ekonomiler karşısında rekabet avantajı yaratacak düzeyde eksik değerlendirildiği dikkati çekmektedir. Benzer yönlü bir değerlendirme eğilimi Finlandiya (ve dönem ortalaması dikkate alındığında çok küçük bir oranla Avusturya) için de geçerli olmakla birlikte bu durum oldukça düşük düzeylerde gerçekleşmiştir. İncelenen diğer ülkelere ait kurların ise aşırı değerlendirme yönünde olduğu görülmektedir. Bununla birlikte kurların reel değerindeki değişimler dışında, parasal birliğin ekonomik temellerini belirleyen bir dizi faktör bulunmaktadır. Nitekim bütçe krizi olarak Euro Alanı'na yansıyan küresel krizin etkisi ve üye ülkelerin mali boyutlu yapısal farklılıklarının yanı sıra küresel ticaretin ve finansal koşulların belirleyiciliği gibi faktörler de parasal birlik içindeki ekonomik göstergelere etki etmektedir.

Tablo 45'teki verilerde ise, Euro Alanı'nın dış ticaretinde başlıca paya sahip 42 ticari ortağın para birimlerinden oluşan sepete göre ağırlıklı ortalama ve tüketici fiyatları baz alınmak suretiyle hesaplanmış reel efektif kur değerleri yer almaktadır. Bu verilerde de, Almanya ve Fransa'ya ait reel efektif paritenin yine incelenen diğer ülkelere kıyasla yüksek bir oranla ve eksik değerlendirme yönündeki ayrışması dikkati çekmektedir. Bununla birlikte, parasal birlik içi reel efektif endeksten farklı olarak ticari ortaklara ait ulusal paraların ağırlıklı oranlarını da içeren bu verilerin, bir bütün olarak (bir önceki alt başlıkta incelenen) Euro değerinin diğer paralar karşısındaki genel eğilimiyle koşut nitelikte bir gelişim gösterdiği görülmektedir. Ülke bazındaki efektif pariteler karşılaştırıldığında ise Yunanistan, Avusturya, İtalya (ortalama oran dikkate alındığında aşırı değerlendirme) ve Finlandiya'da olmak üzere kurların daha düşük düzeylerde de olsa eksik değerlendirildiği; İspanya, Hollanda, Belçika, İrlanda ve Portekiz'de ise yine aşırı değerlendirilmenin söz konusu olduğu görülmektedir.

³¹⁷ İncelenen ülkeler içerisinde bir tek Yunanistan Euro'ya kâğıt para olarak tedavüle girdiği 2002 yılında geçmiştir.

Tablo 44: İncelenen Euro Alanı Ülkelerinde Reel Efektif Kurların Gelişimi (Euro Alanı, HICP Bazlı)

	Almanya	Fransa	İtalya	İspanya	Hollanda	Belçika	Avusturya	Finlandiya	İrlanda	Portekiz	Yunanistan
1999	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
2000	0,9870	0,9940	1,0050	1,0130	1,0020	1,0050	0,9980	1,0060	1,0310	1,0050	0,9730
2001	0,9781	0,9851	1,0040	1,0160	1,0311	1,0040	0,9970	1,0070	1,0465	1,0241	0,9720
2002	0,9654	0,9811	1,0080	1,0292	1,0496	0,9970	0,9920	1,0050	1,0726	1,0374	0,9876
2003	0,9529	0,9821	1,0171	1,0395	1,0538	0,9920	0,9861	0,9990	1,0952	1,0488	1,0014
2004	0,9490	0,9850	1,0191	1,0489	1,0464	0,9900	0,9851	0,9800	1,0984	1,0520	1,0104
2005	0,9471	0,9821	1,0191	1,0625	1,0391	0,9949	0,9851	0,9663	1,0995	1,0499	1,0236
2006	0,9424	0,9791	1,0201	1,0774	1,0339	0,9979	0,9811	0,9576	1,1061	1,0562	1,0348
2007	0,9424	0,9723	1,0181	1,0849	1,0277	0,9949	0,9802	0,9499	1,1139	1,0572	1,0431
2008	0,9339	0,9703	1,0191	1,0947	1,0154	1,0079	0,9792	0,9537	1,1116	1,0488	1,0514
2009	0,9321	0,9674	1,0242	1,0892	1,0225	1,0038	0,9792	0,9651	1,0883	1,0372	1,0609
2010	0,9283	0,9703	1,0252	1,0958	1,0174	1,0139	0,9821	0,9680	1,0546	1,0351	1,0948
2011	0,9255	0,9655	1,0283	1,0991	1,0153	1,0210	0,9910	0,9739	1,0387	1,0434	1,0981
2012	0,9200	0,9626	1,0376	1,0980	1,0194	1,0230	0,9919	0,9797	1,0325	1,0466	1,0817
2013	0,9209	0,9568	1,0355	1,1002	1,0316	1,0200	0,9979	0,9866	1,0222	1,0361	1,0568
2014	0,9246	0,9587	1,0324	1,0925	1,0296	1,0200	1,0069	0,9935	1,0201	1,0309	1,0367
2015	0,9246	0,9587	1,0324	1,0837	1,0306	1,0251	1,0139	0,9905	1,0191	1,0371	1,0253
2016	0,9246	0,9587	1,0283	1,0761	1,0275	1,0404	1,0210	0,9905	1,0130	1,0412	1,0232
Ort.	0,9444	0,9739	1,0208	1,0667	1,0274	1,0084	0,9927	0,9818	1,0591	1,0382	1,0319

Kaynak: Tablo 33, 34, 35, 36, 37, 38, 39, 40, 41, 42 ve 43'ten yararlanılarak hazırlanmıştır.

Tablo 45: İncelenen Euro Alanı Ülkelerinde Reel Efektif Kurların Gelişimi (42 Ticari Ortak, HICP/CPI Bazlı)

	Almanya	Fransa	İtalya	İspanya	Hollanda	Belçika	Avusturya	Finlandiya	İrlanda	Portekiz	Yunanistan
1999	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
2000	0,9330	0,9440	0,9510	0,9710	0,9650	0,9650	0,9610	0,9480	0,9690	0,9740	0,9220
2001	0,9302	0,9449	0,9558	0,9817	0,9988	0,9718	0,9581	0,9556	0,9942	0,9993	0,9220
2002	0,9386	0,9601	0,9777	1,0101	1,0287	0,9795	0,9619	0,9718	1,0439	1,0253	0,9460
2003	0,9864	1,0157	1,0432	1,0667	1,0750	1,0226	0,9937	1,0243	1,1462	1,0755	1,0037
2004	0,9993	1,0330	1,0599	1,0870	1,0772	1,0329	1,0006	1,0192	1,1772	1,0885	1,0177
2005	0,9813	1,0175	1,0430	1,0881	1,0610	1,0287	0,9866	0,9876	1,1713	1,0787	1,0065
2006	0,9724	1,0104	1,0378	1,0990	1,0525	1,0277	0,9768	0,9669	1,1771	1,0830	1,0065
2007	0,9851	1,0165	1,0471	1,1165	1,0546	1,0349	0,9826	0,9688	1,2136	1,0938	1,0136
2008	0,9900	1,0327	1,0618	1,1445	1,0599	1,0628	0,9856	0,9833	1,2561	1,1004	1,0298
2009	0,9999	1,0369	1,0756	1,1490	1,0801	1,0681	0,9964	1,0138	1,2373	1,0938	1,0545
2010	0,9479	0,9943	1,0272	1,1134	1,0379	1,0404	0,9625	0,9560	1,1482	1,0599	1,0419
2011	0,9413	0,9874	1,0282	1,1156	1,0338	1,0466	0,9674	0,9551	1,1355	1,0673	1,0481
2012	0,9102	0,9558	1,0097	1,0889	1,0152	1,0225	0,9499	0,9302	1,0867	1,0502	1,0020
2013	0,9293	0,9711	1,0279	1,1095	1,0426	1,0379	0,9699	0,9572	1,1041	1,0533	0,9960
2014	0,9368	0,9740	1,0299	1,1040	1,0415	1,0400	0,9864	0,9802	1,0964	1,0481	0,9890
2015	0,8965	0,9292	0,9867	1,0576	1,0092	1,0088	0,9676	0,9518	1,0218	1,0198	0,9465
2016	0,9117	0,9413	0,9955	1,0650	1,0214	1,0370	0,9841	0,9641	1,0361	1,0351	0,9588
Ort.	0,9550	0,9869	1,0199	1,0760	1,0364	1,0237	0,9773	0,9741	1,1119	1,0526	0,9947

Kaynak: Eurostat, **Reel Effective Exchange Rate for Euro Area (42 trading partners, based on HICP/CPI)**,

<http://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/-/tipser10>, (28.07.2017) kaynağındaki yıllık yüzdelik değişim oranlarından yararlanılarak hesaplanmıştır.

3.2. EURO DEĞERİNDEKİ DEĞİŞMELER VE TÜRKİYE EKONOMİSİ

Türkiye ekonomisi, Osmanlı İmparatorluğu'ndan devraldığı uluslararası ihtisaslaşmanın klasik bir biçimini ifade eden ve 19. Yüzyılın ilk on yılından başlayarak süregelen evrimi itibariyle, dünya ekonomisi içinde hammadde ihracatçısı ve sanayi ürün ithalatçısı bir altyapının üzerinde biçimlenmiştir.³¹⁸ Günümüzde Türkiye'de, ihracat ağırlıklı olarak Euro, ithalat ise Dolar cinsinden gerçekleşirken, ara mallar yoğunluklu ithalatın üretim süreçlerinden geçerek tüketim malları ihracatını yarattığı bir dış ticaret döngüsü oluşmuştur. Bu bağlamda, TL'nin küresel düzeyde belirleyici olan bu iki para birimi karşısındaki ve bu iki para birimi arasındaki (Dolar-Euro paritesi) kur değişimlerinden ne ölçüde etkilendiğinin değerlendirilebilmesi, gerek ekonominin mevcut durumu gerekse parasal birliğe olası üyelik durumunda ortaya çıkacak sonuçlar açısından önem arz etmektedir. Bu nedenle çalışmanın bu kısmında, öncelikle Türkiye'de Euro kurlarının gelişimi farklı perspektiflerden ortaya konulmakta, ardından Euro değerindeki değişimlerin Türkiye ekonomisine yansımaları değerlendirilmektedir.

3.2.1. Euro/TL Kurlarının Gelişimi

Aşağıda, Euro değerindeki değişimler cari, reel ve efektif reel kur boyutundan ayrı ayrı değerlendirilmektedir.

3.2.1.1. Nominal ve Reel Kurlarda Değişimler

Tablo 46'da cari ve reel Euro/TL kurlarının gelişimi verilmiştir. Aynı tabloda ayrıca, Euro değerindeki değişimleri etkilemesi nedeniyle ABD Doları'na ait değerler de yer almaktadır. Buradan görülebileceği gibi, 1999 yılında TL'den altı sıfır atılmış haliyle 0,4903 olan cari Euro/TL kuru, dönem içinde dalgalanmış olmakla birlikte, genelde bir artış eğilimi göstermiş ve 2016 yılı itibariyle ortalama 3,3433 düzeyine yükselmiştir. Bu veri, 1999-2016 döneminde Euro'nun cari olarak TL karşısında 7,5 kat değer kazandığını ortaya koymaktadır.

³¹⁸ Korkut Boratav, **Türkiye İktisat Tarihi: 1908-2009**, 21. Baskı, İmge Kitabevi Yayınları, Ankara, 2015, s. 20.

Tablo 46: Türkiye’de Euro ve Dolar Kurlarının Cari ve Reel Gelişimi

Yıl	DOLAR/TL				EURO/TL				Çapraz Kur (€/ \$)
	Cari	Değ. (%)	Reel	Değ. (%)	Cari	Değ. (%)	Reel	Değ. (%)	
1999	0,4222	--	63,31	--	0,4903	--	67,16	--	1,0658
2000	0,6267	48,4	62,98	-0,5	0,5744	17,2	57,96	-13,7	0,9236
2001	1,2313	96,5	80,96	28,5	1,1030	92,0	72,26	24,7	0,8956
2002	1,5095	22,6	72,22	-10,8	1,4396	30,5	68,57	-5,1	0,9456
2003	1,4967	-0,8	58,09	-19,6	1,6948	17,7	65,73	-4,1	1,1312
2004	1,4258	-4,7	49,23	-15,3	1,7770	4,9	61,19	-6,9	1,2439
2005	1,3440	-5,7	43,34	-12,0	1,5868	-10,7	53,97	-11,8	1,2441
2006	1,4346	6,7	42,31	-2,4	1,8090	14,0	53,22	-1,4	1,2556
2007	1,3047	-9,1	36,23	-14,4	1,7865	-1,2	49,49	-7,0	1,3705
2008	1,2960	-0,7	32,13	-11,3	1,9064	6,7	47,11	-4,8	1,4708
2009	1,5510	19,7	36,52	13,7	2,1631	13,5	50,77	7,8	1,3948
2010	1,5040	-3,0	33,51	-8,2	1,9965	-7,7	44,43	-12,5	1,3257
2011	1,6740	11,3	34,35	2,5	2,3378	17,1	47,77	7,5	1,3920
2012	1,7968	7,3	34,49	0,4	2,3135	-1,0	44,34	-7,2	1,2848
2013	1,9034	5,9	34,41	-0,2	2,5335	9,5	45,71	3,1	1,3281
2014	2,1898	15,0	36,57	6,3	2,9065	14,7	48,57	6,3	1,3285
2015	2,7225	24,3	42,30	15,7	3,0255	4,1	46,94	-3,4	1,1095
2016	3,0240	11,1	43,63	3,1	3,3433	10,5	48,23	2,7	1,1069
Ort.	--	14,4	46,48	-1,4	--	13,6	54,08	-1,5	1,2121

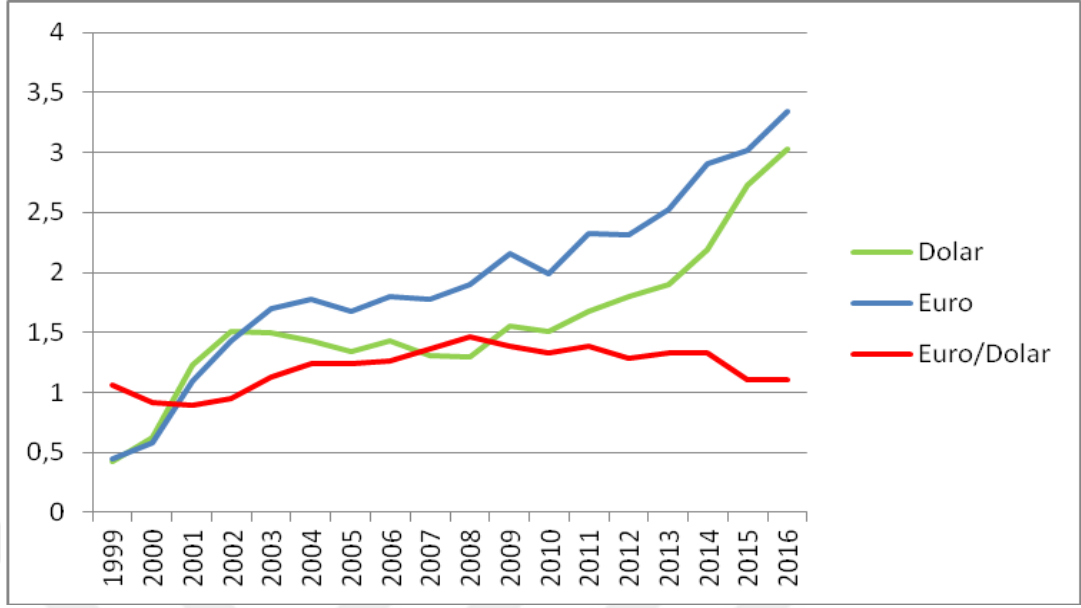
Kaynak: ECB ve TÜİK.

* 1998 bazlı GSYİH deflatörü 1980 baza dönüştürülerek hesaplanmıştır.

Aynı dönemde Dolar’da da benzer bir trend gözlenmiştir. Nitekim Dolar’ın nominal değerinde de 1999-2002 döneminde Euro’da olduğu gibi artış, 2002-2008 döneminde ise gerileme kaydedilmiştir. 2008-2009 yıllarında derinleşen küresel ekonomik krizin ardından benzer şekilde nominal Dolar kurunda da artışlar yaşanmıştır.

Öte yandan, Şekil 49’daki grafikte de görüldüğü gibi, 1999-2016 döneminde Euro/Dolar paritesinde de önemli dalgalanmalar gerçekleşmiştir. 1999’da 1,06 olan Euro/Dolar paritesi, 2001 yılında 0,89’a kadar gerilemiş, 2008 yılında ise 1,47 ile rekor düzeylere ulaşmıştır. İzleyen yıllarda ise gerileme trendine girmiş ve 1,10 düzeylerine inmiştir. Dönem ortalaması olarak Euro/Dolar paritesi 1,21 düzeylerinde gerçekleşmiştir. Dikkat çekilmesi gereken nokta ise, gelirleri daha çok Euro, harcamaları ve borçları ise Dolar cinsinden olan Türkiye açısından bu gelişmenin olumlu etkiler yarattığının söylenebileceğidir.

Şekil 49: Türkiye’de Euro ve Dolar Kurlarının Gelişimi

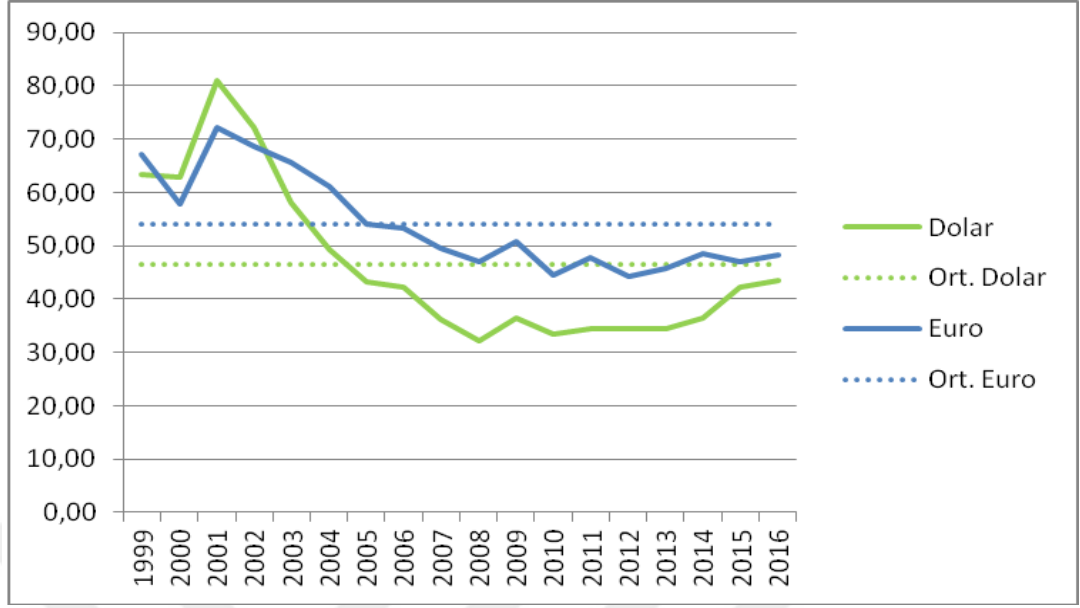


Kaynak: Tablo 46’den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Tabloda yer alan reel kurlar, cari kurların 1980 bazlı hale dönüştürülmüş 1998 bazlı GSYİH deflatörü ile enflasyondan arındırılması yoluyla hesaplanmıştır. Dolayısıyla bu veriler Türkiye’deki ekonomik birimlerin (hanehalkı, firma, devlet) Dolar ve Euro’yu satın alma gücündeki değişimleri yansıtmaktadır. Bu değerdeki değişimlerin ithal ve ihraç ürünleri fiyatlarını/gelirlerini ve dolayısıyla dış ticareti etkilemesi kaçınılmazdır. Buradan hareketle, Tablo 46 ve Şekil 50’de dönemsel gelişimi verilen reel kurlar incelendiğinde, genel olarak, 2002 sonrası dönemde Türkiye’de yerleşiklerin hem Dolar hem de Euro’yu satın alma gücünün arttığı görülmektedir.

Reel Euro kurlarının gelişimi değerlendirildiğinde, cari kurdaki yükselmenin aksine, incelenen dönem itibarıyla yıllık ortalama yüzde 1,5 oranında gerileme ile reel kurların 67,16’dan 48,23’e düştüğü dikkati çekmektedir. İthal edilen ürünlerin Euro bazındaki fiyatının değişmediği varsayımıyla bu durum, Euro ve Euro bazlı ithal ürünlerin Türkiye’deki yerleşikler açısından dönem bütününde yine bu düzeyde (% 28) ucuzladığını göstermektedir.

Şekil 50: Reel Dolar/TL ve Reel Euro/TL Kurlarının Gelişimi



Kaynak: Tablo 46'dan yararlanılarak hazırlanmıştır.

Dolar kurundaki reel gelişmeler değerlendirildiğinde ise, aynı dönemde reel kurun yıllık ortalama olarak % 1,4 oranında gerileyerek 63,31'den 43,63'e düştüğü görülmektedir. Bu değişim ise, Türkiye açısından Dolar'ın veya Dolar'la ithal edilen ürünlerin fiyatının 2016 yılında 1999'a göre % 31 oranında (ithal edilen ürünlerin Dolar bazındaki fiyatının değişmediği varsayımıyla) ucuzlamasını ifade etmektedir. Türkiye'nin ithalat rakamlarındaki kayda değer artışların ve enflasyondaki gerilemenin gerekçelerinden birini ortaya koyan bu veriler, yerli üretici ve ihracatçıların ya ithal girdi ya da ithal ürün kullanmaya yönelmesine neden olan başlıca faktörü ortaya koyması bakımından büyük önem taşımaktadır.

Önceki kısımda, Euro Alanı'nın ve dünya ekonomisinin başlıca ülkeleri için deflatör endeksleri yardımıyla reel kur hesaplaması yapılmış ve Euro değerindeki gelişmeler değerlendirilmişti. Euro ile TL arasındaki nominal kurları da deflatör endeksleri yardımıyla reel kura dönüştürdüğümüzde, Euro'nun TL karşısında % 77,1 oranında eksik değerlendirildiği, diğer bir deyişle TL'nin Euro karşısında aynı oranda aşırı değerlendirildiği dikkati çekmektedir (Tablo 47).

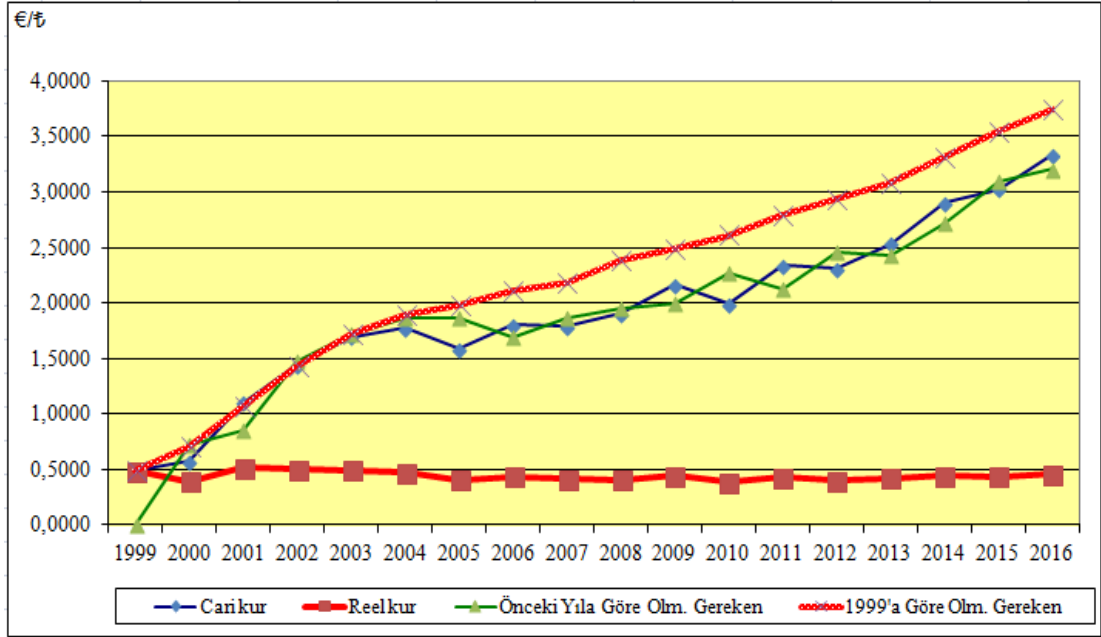
Tablo 47: Euro/TL Paritesi

	EURO/TL			OLMASI GEREKEN KUR (SGP)			
	Cari kur (A)	Reel Kur (B)	Fark (B-A)	Önceki yıla göre (C)	Fark (A-C)	1999'a göre (D)	Fark (A-D)
1999	0,4903	0,4903	0,0000			0,4903	0,0000
2000	0,5744	0,3965	-0,1779	0,7168	-0,1424	0,7168	-0,1424
2001	1,1030	0,5144	-0,5886	0,8593	0,2437	1,0724	0,0306
2002	1,4396	0,5048	-0,9348	1,4791	-0,0395	1,4380	0,0016
2003	1,6948	0,4979	-1,1969	1,7275	-0,0327	1,7256	-0,0308
2004	1,7770	0,4761	-1,3009	1,8626	-0,0856	1,8965	-0,1195
2005	1,5868	0,4064	-1,1804	1,8605	-0,2737	1,9856	-0,3988
2006	1,8090	0,4362	-1,3728	1,6884	0,1206	2,1127	-0,3037
2007	1,7865	0,4170	-1,3695	1,8705	-0,0840	2,1845	-0,3980
2008	1,9064	0,4084	-1,4980	1,9509	-0,0445	2,3855	-0,4791
2009	2,1631	0,4436	-1,7195	1,9922	0,1709	2,4929	-0,3298
2010	1,9965	0,3905	-1,6060	2,2691	-0,2726	2,6150	-0,6185
2011	2,3378	0,4286	-1,9092	2,1323	0,2055	2,7928	-0,4550
2012	2,3135	0,4027	-1,9108	2,4640	-0,1505	2,9436	-0,6301
2013	2,5335	0,4207	-2,1128	2,4269	0,1066	3,0879	-0,5544
2014	2,9065	0,4492	-2,4573	2,7235	0,1830	3,3195	-0,4130
2015	3,0255	0,4384	-2,5871	3,1012	-0,0757	3,5419	-0,5164
2016	3,3433	0,4578	-2,8855	3,2040	0,1393	3,7508	-0,4075
ORT.	1,9326	0,4433	-1,4893	2,0193	-0,0019	2,2529	-0,3203
Ort. Fark %			-77,1		-0,1		-16,6

Kaynak: Tablo 17, Tablo 20 ve Tablo 22'den yararlanılarak hesaplanmıştır.

1999 yılına göre olması gereken kuru hesapladığımızda TL'nin Euro karşısında ortalama % 16,6 oranında aşırı değerlendirildiği görülürken, bir önceki yılın cari kuruna göre olması gereken kur ise, piyasa kurunun yıllık deflatör değişim oranlarını büyük oranda yansıttığını gösteren ortalama % 0,1 gibi düşük bir oranla aşırı değerlendirilmiştir. Bununla birlikte, deflatörün endeks değerleri dikkate alındığında, Şekil 51'de de görüldüğü gibi, Euro/TL cari kuru ile reel kuru arasındaki marjın TL'nin aşırı değerlendirilmesi yönünde yükselen eğilimi dikkati çekmektedir.

Şekil 51: Euro/TL Kurunun Gelişimi



Kaynak: Tablo 47'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

3.2.1.2. Reel Efektif Kurlarda Değişmeler

Euro alanındaki ülkeler için hesaplanan reel efektif kurlar ve bu kurların gelişimi önceki kısımda incelenmişti. Bu kısımda ise, önce Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından hesaplanan reel efektif kurlar, ardından da T.C. Kalkınma Bakanlığı tarafından hesaplanan reel kurların gelişimi değerlendirilmektedir.

TCMB tarafından yapılan tanıma göre³¹⁹;

Nominal efektif döviz kuru (NEK), Türkiye'nin dış ticaretinde önemli paya sahip ülkelerin para birimlerinden oluşan sepete göre, TL'nin ağırlıklı ortalama değeridir. Ağırlıklar ikili ticaret akımları kullanılarak belirlenmektedir. Reel efektif döviz kuru (REK) ise NEK'deki nispi fiyat etkileri arındırılarak elde edilmektedir. TCMB tarafından hesaplanan reel efektif döviz kuru endeksleri ülkemiz fiyat düzeyinin dış ticaret yaptığımız ülkelerin fiyat düzeylerine oranının ağırlıklı geometrik

³¹⁹ TCMB, **Reel Efektif Döviz Kuru / Veri: Kapsam, Dönemsellik ve Zamanlılık**, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/235fa81f-8433-4f26-ae0a-825630e77b8c/rip_metaveri+-+redk.pdf?mod=ajperes&cacheid=rootworkspace-235fa81f-8433-4f26-ae0a-825630e77b8c-1wl6aci, (05.09.2017).

ortalaması alınarak hesaplanmaktadır. Ağırlık; ülkelerin karşılıklı ticaret akımları kullanılarak REK sepetindeki her bir ülke için hesaplanan oranı ifade eder. TÜFE REK; Reel Efektif Döviz Kurunun TÜFE deflatörü ile hesaplanması sonucu elde edilen endeksi ifade eder. Yi-ÜFE REK; Reel Efektif Döviz Kurunun Yi-ÜFE deflatörü ile hesaplanması sonucu elde edilen endeksi ifade eder. GÜBİM REK, Reel Efektif Döviz Kurunun gelişmiş ülkelerin kapsandığı ve Birim İş Gücü Maliyeti (BİM) deflatörü ile hesaplanması sonucu elde edilen endeksi ifade eder.

Bu tanımlar çerçevesinde Tablo 48’de yer alan veriler incelendiğinde, 2003 yılını baz alan reel efektif kurların, TÜFE deflatörü ile hesaplandığında dönem ortalaması itibariyle % 8,45 seviyesinde değer kazandığı görülmektedir. Bununla birlikte, 2010 yılına kadar süren ve % 20 düzeyini aşan değerlenme trendinin, bu yıldan itibaren yerini bu ve diğer tüm endeksler için düşüş trendine bıraktığı dikkati çekmektedir. Ayrıca, gelişmişlik düzeyi de dikkate alınarak hesaplanan reel efektif kur endeksleri arasında önemli bir ayırım olduğu görülmektedir. Nitekim gelişmekte olan ülkeler bazlı TÜFE-REK endeksi TL açısından % 18’e yakın bir değer kaybını işaret ederken, gelişmiş ülkeler baz alınarak oluşturulan TÜFE-REK endeksi ise % 18’in üzerinde bir oranda aşırı değerlenmeyi yansıtmaktadır.

REK’in Yi-ÜFE deflatörü ile hesaplanması sonucu elde edilen endeks ise dönem sonu baz alındığında 97,11 düzeyinde eksik değerlenmekle birlikte, bütün dönem baz alındığında ortalama % 4,58 ile TL’deki aşırı değerlenme düzeyini göstermektedir. Bu endeks açısından da 2010 yılına kadar olan reel değerlenme trendinin, bu yıldan başlamak suretiyle düşüş trendine girdiği dikkati çekmektedir.

Özellikle sanayi sektörü açısından önemli bir uluslararası rekabet gücü göstergesi olan GÜBİM REK endeksi ise, yine 2011 yılında değer kazanma trendi kesintiye uğramakla birlikte, dönem sonunda 123,53’lük oranla TL’nin en yüksek düzeyde değerlendirildiği, dolayısıyla yerleşiklerin kurlar açısından uluslararası rekabetteki dezavantajlı konumunun en yüksek düzeyde kaydedildiği endeks olmuştur. Aynı endekse ait 113,84’lük oran ise, dönem bütününe yıllık ortalama olarak yansıyan değerler dikkate alındığında, gelişmiş ülkeleri içeren TÜFE REK endeksinin ardından en yüksek düzeydeki değerlenmeyi işaret etmektedir.

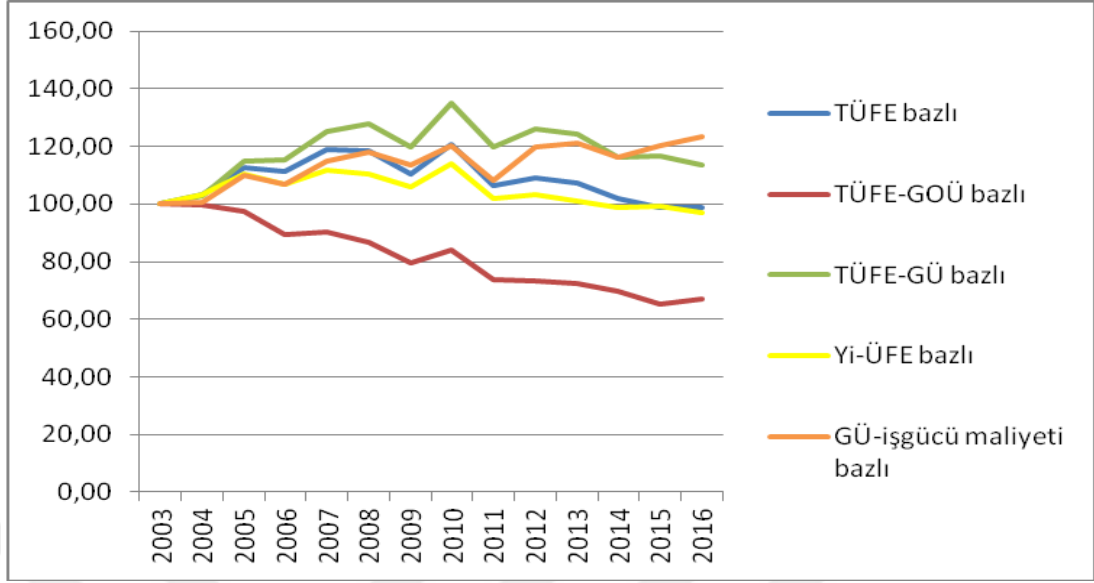
Tablo 48: Farklı Bazlara Göre Reel Efektif Kurların Gelişimi (2003=100)

	TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru	TÜFE- Gelişmekte Olan Ülkeler Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru	TÜFE- Gelişmiş Ülkeler Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru	Yi-ÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru	Gelişmiş Ülkeler Birim İş Gücü Maliyeti Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru
2003	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
2004	103,21	99,82	102,69	103,29	100,77
2005	112,87	97,61	114,82	110,56	110,18
2006	111,23	89,39	115,19	106,92	106,73
2007	119,14	90,18	125,28	111,63	114,74
2008	118,45	86,93	128,03	110,50	118,24
2009	110,33	79,42	119,75	105,93	113,42
2010	120,73	84,10	134,96	113,95	120,36
2011	106,51	73,72	119,78	101,81	108,40
2012	109,07	73,47	126,27	103,47	119,69
2013	107,19	72,21	124,10	100,99	121,07
2014	101,74	69,57	116,30	98,72	116,39
2015	98,99	65,23	116,79	99,17	120,23
2016	98,78	67,02	113,65	97,11	123,53
Ort.	108,45	82,05	118,40	104,58	113,84

Kaynak: TCMB, **Reel Efektif Döviz Kuru Endeksleri**, <http://evds.tcmb.gov.tr/>, (06.09.2017), (REK).

Sonuç olarak, Şekil 52’de bir arada gösterilen, ülke grupları ve enflasyon endeksleri açısından farklı hesaplamaları baz alan reel efektif kur endekslerinin gelişiminden de görüldüğü gibi, TL dönem ortalaması itibariyle gelişmekte olan ülke paraları karşısında eksik değerlendirirken, gelişmiş ülke paraları karşısında aşırı değerlendirilmiştir. Bu durum, Türkiye’de enflasyonun gelişmiş ülkelerin üzerinde, gelişmekte olan ülkelerin gerisinde kalmasıyla olduğu kadar spekülasyon hareketlerinin yönüyle de ilgilidir. Öte yandan dönem sonu itibariyle eksik değerlendirilen ve dalgalı bir seyir izleyen TÜFE REK ve Yi-ÜFE REK endekslerinin ise dönem ortalaması dikkate alındığında aşırı değerlendirildiği görülmektedir. GÜBİM REK endeksi de, yukarıda da değinildiği gibi, özellikle dönem sonu dikkate alındığında oldukça yüksek düzeylerde aşırı değerlendirilmeyi yansıtmaktadır.

Şekil 52: Farklı Bazlara Göre Reel Efektif Kurların Gelişimi



Kaynak: Tablo 48'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Yukarıdaki tanımlarda ve kullanılan verilerde yer alan reel efektif kurların 2003 bazlı olarak hesaplandığı anlaşılmaktadır. Bu durum Euro'nun önce hesabı (1999) sonra da nakit olarak piyasaya çıktığı dönem ile örtüşmemektedir. Ancak yine TCMB tarafından hesaplanan ve 1995 yılını baz alan reel efektif kur endeksleri bulunmaktadır.³²⁰ Hesaplama yöntemi ve ağırlıklar farklı olduğu için bu iki farklı seriyi birbirinin devamı olarak değerlendirmek tutarlı olmamakla birlikte, 1999-2002 dönemindeki gelişmeleri görebilmek açısından bu verileri incelemek faydalı olacaktır.

³²⁰ ÜFE Bazlı Reel Efektif Kur Endeksi (1995=100); IMF tanımına ve 17 ülkeye göre (Belçika, Almanya, İspanya, Fransa, İsviçre, Hollanda, İtalya, İngiltere, ABD, Japonya, İsveç, Avusturya, Kanada, G. Kore, İran, Brezilya, Yunanistan) hesaplanmış reel efektif kur endeksidir (1995=100). Fiyat endeksi olarak 2005 yılı öncesinde toptan eşya fiyatları, sonrasında üretici fiyatları kullanılmıştır. Endeksteeki artış, TL'nin reel değer kazancını gösterirken, azalış TL'nin reel değer kaybını ifade etmektedir. TÜFE Bazlı Reel Efektif Kur Endeksi (1995=100) ise; IMF tanımına ve 19 ülkeye göre (Belçika, Almanya, İspanya, Fransa, İsviçre, Hollanda, İtalya, İngiltere, ABD, Japonya, İsveç, Avusturya, Kanada, G. Kore, Tayvan, İran, Brezilya, Çin, Yunanistan) hesaplanmış reel efektif kur endeksidir (1995=100). Fiyat endeksi olarak tüketici fiyatları kullanılmıştır. Endeksteeki artış, TL'nin reel değer kazancını gösterirken, azalış TL'nin reel değer kaybını ifade etmektedir. (TCMB, **Reel Efektif Döviz Kuru için Metodolojik Açıklama**, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/f5451926-5e77-4d81-87d0-2cb6a9a3014d/a121+%285%29.pdf?mod=ajperes&cacheid=rootworkspacef5451926-5e77-4d81-87d0-2cb6a9a3014d>, (05.09.2017).

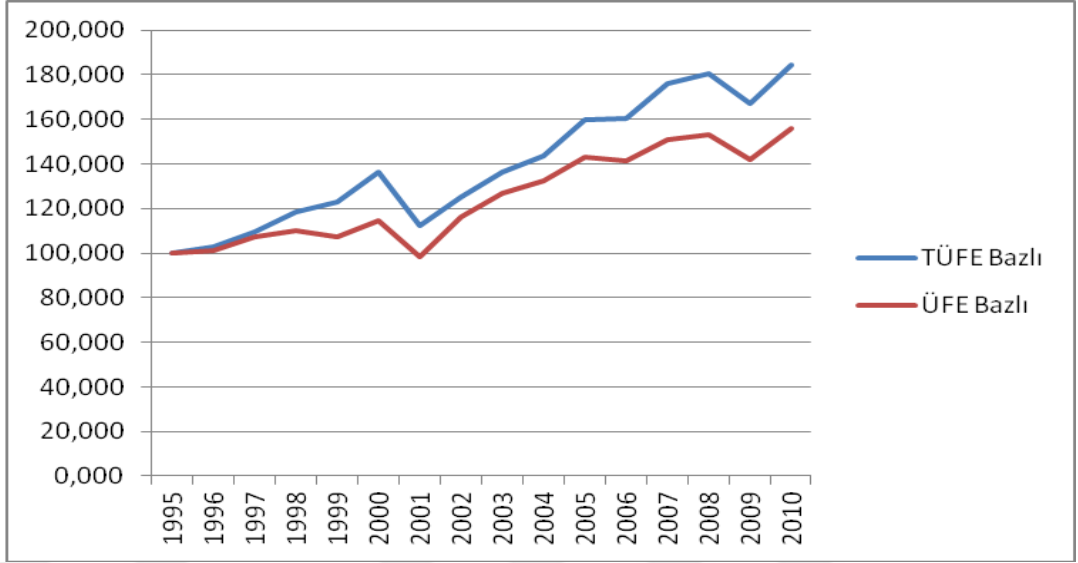
Tablo 49: Reel Efektif Kurların Gelişimi (1995=100)

	TÜFE Bazlı	ÜFE Bazlı
1995	100,00	100,00
1996	102,67	101,31
1997	109,36	107,22
1998	118,53	110,33
1999	123,10	107,49
2000	136,53	114,38
2001	112,50	98,31
2002	125,31	116,47
2003	136,46	126,69
2004	143,47	132,40
2005	159,99	143,14
2006	160,63	141,65
2007	175,93	150,63
2008	180,23	153,14
2009	167,08	141,93
2010	184,38	156,16

Kaynak: TCMB, REK.

Bu doğrultuda, Tablo 49 ve Şekil 53'te, gerek TÜFE gerekse ÜFE bazlı endekslerin özellikle 2001 devalüasyonu ile kesintiye uğrayan değerlendirme trendinin, cari kurlar incelenirken görülen 2008-2009 dönemine ait cari değer kaybının reel kurlara yansımaları sonucunda gerçekleşen yine bir yıllık kesintinin ardından, kaldığı yerden ve incelenen dönem sonuna kadar devam ettiği görülmektedir. Nitekim bu verilere göre dönem sonu olan 2010 yılında, TÜFE bazlı endeks 184,38; ÜFE bazlı endeks ise 156,16 düzeyine yükselmiştir.

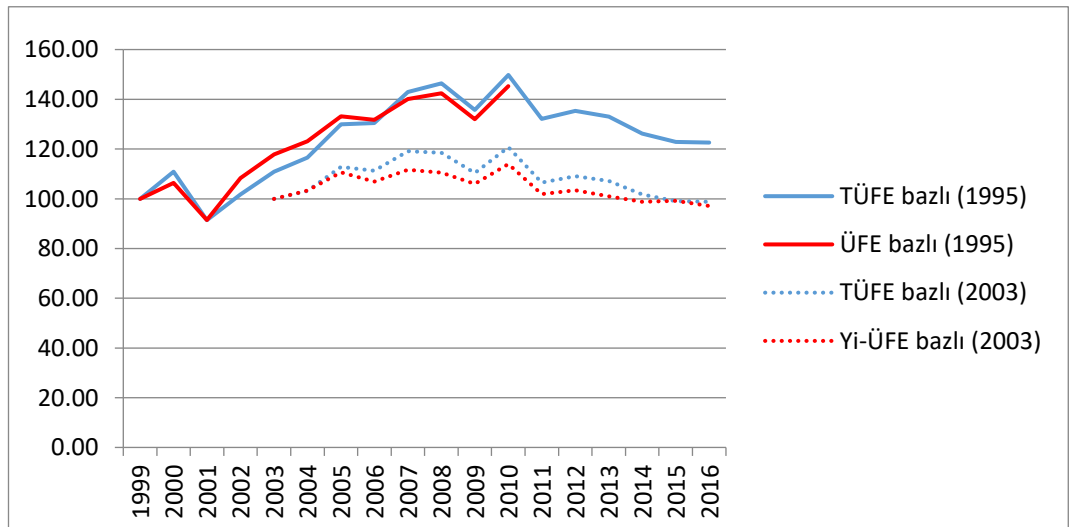
Şekil 53: Reel Efektif Kurların Gelişimi



Kaynak: Tablo 49'dan yararlanılarak hazırlanmıştır.

Öte yandan, 1995 ve 2003 bazlı endekslerin karşılaştırılması amacıyla, 1995 bazlı verilerin Euro dönemi sonrasıyla uyumlu olması için 1999 bazlı hale getirilmesi ile Şekil 54'teki grafik oluşturulmuştur. Burada da cari kurları incelerken görülen 2008-2009 dönemindeki cari değer kaybının reel kurlara yansması sonucunda gerçekleşen bir yıllık kesintinin ardından TL, diğer paralar karşısında önce yüksek düzeylerde değer kazanmakta, ardından aşağı yönlü bir değerlendirme trendine girmektedir.

Şekil 54: 1995 ve 2003 Bazlı Reel Efektif Kur Endeksleri



Kaynak: Tablo 49'dan yararlanılarak hazırlanmıştır.

T.C. Kalkınma Bakanlığı verilerine göre reel kurlardaki gelişmeler ise Tablo 50’de verilmiştir. Kalkınma Bakanlığı, TCMB’den farklı olarak 1 Dolar + 1,5 Euro’dan oluşan sepet üzerinden ve 1987=100 bazlı olarak reel kurları hesaplamaktadır. TCMB Reel kur hesaplamaları 2003 yılından önceye gitmediği için 1987 bazlı bu veri seti de endeks baz yılı değiştirilmek suretiyle 1999 yılından itibaren analize dâhil edilmiştir.

Tablo 50: Reel Kurun Gelişimi (*)

	1987=100	1999=100*
1999	136,62	100,0
2000	150,76	110,4
2001	121,99	89,3
2002	134,67	98,6
2003	148,03	108,4
2004	158,11	115,7
2005	179,57	131,4
2006	179,57	131,4
2007	194,18	142,1
2008	198,40	145,2
2009	183,32	134,2
2010	204,58	149,7
2011	183,24	134,1
2012	188,77	138,2
2013	184,90	135,3
2014	169,25	123,9
2015	165,39	121,1
2016	159,74	116,9
Ort.	168,95	123,67

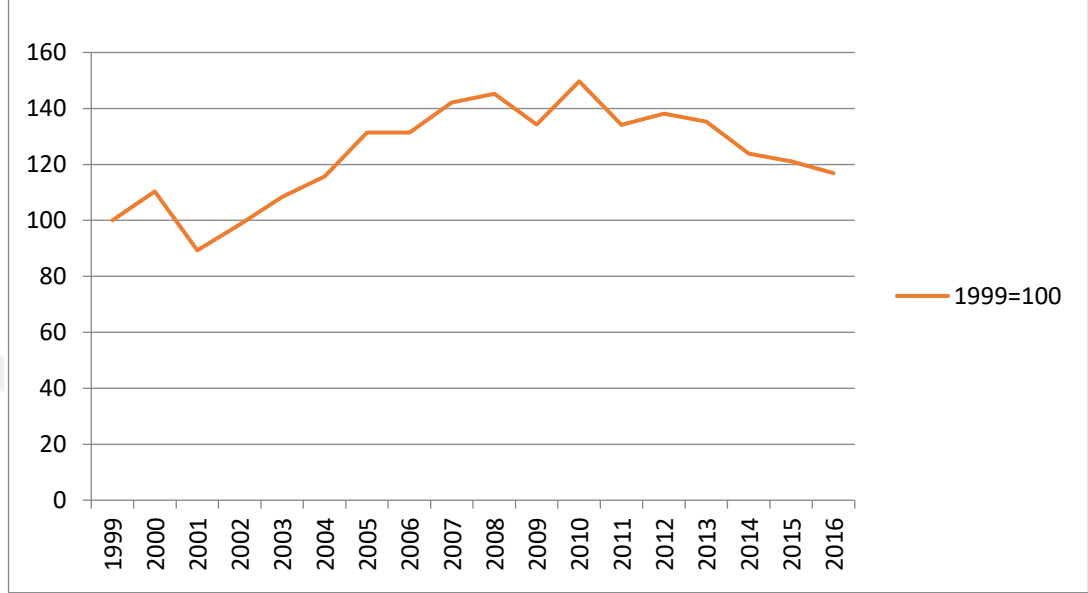
Kaynak: T.C. Kalkınma Bakanlığı, **Temel Ekonomik Göstergeler**, <http://www.kalkinma.gov.tr/Pages/TemelEkonomikGostergeler.aspx>, (06.09.2017).

(*) 1 \$+1,5 EUR ağırlığına göre, görelî fiyat hesaplarında ABD için üretici fiyatları, EURO bölgesi için HICP ve Türkiye için TÜFE kullanılmıştır.

Bu endekse göre hesaplanan reel efektif kurun gelişimi, Şekil 55’teki TCMB’ye ait 1995 bazlı reel kurun 1999’a uyarlanmış gelişimiyle koşutluk göstermektedir. Bu endekse göre de TL, diğer paralar karşısında dönem ortalaması itibariyle % 23’ün üzerinde aşırı değerlendirilmiştir. Diğer endekslerde de olduğu gibi

2001 devalüasyonu ile kesintiye uğrayan yüksek düzeylerdeki reel değerlenme süreci 2010 yılına kadar devam etmiş, ilerleyen yıllarda ise aşağı yönlü bir trend izlemiştir.

Şekil 55: Reel Kurun Gelişimi (1999=100)



Kaynak: Tablo 50'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

3.2.2. Euro Değerindeki Değişmelerin Türkiye Ekonomisine Yansımaları

Yukarıda yapılan açıklamalardan, ölçüm yöntemi ve referans yıllara göre reel Euro kurunun farklı değerler aldığı anlaşılmaktadır. Bu durumu daha belirgin bir şekilde ortaya koyabilmek amacıyla farklı Euro kurlarından oluşturulan endeksler ve bu endekslere ait grafik aşağıda verilmiştir. Tablodaki ilk sütun cari Euro kurlarının 1999 bazlı endekse dönüştürülmesiyle oluşturulmuştur. Reel kur endeksi ise cari Euro kurunun GSYİH deflatörü ile arındırılmasıyla hesaplanmış değerlerden oluşturulmuş endeksi vermektedir. Önceki yıla göre olması gereken kur değerleri Türkiye ve Euro Alanı enflasyon farklarına göre hesaplanarak endekse dönüştürülmüştür. Bu yöntem ayrıca 1999 bazlı olması gereken kur değeri için de kullanılmıştır. REK ise Kalkınma Bakanlığı tarafından hesaplanan ve Tablo 50'de yer alan reel efektif kur verilerini içermektedir.

Tablo 51: Euro Kuruna İlişkin Endeksler ve REK Endeksi

	Cari kur	Değ. (%)	Reel Kur	Değ. (%)	Önceki Yıla Göre Olm. Gereken	Değ. (%)	1999'a Göre Olm. Gereken	Değ. (%)	REK	Değ. (%)
1999	100,0		100,0		100,0		100,0		100,0	
2000	117,2	17,2	80,9	-19,1	146,2	46,2	146,2	46,2	110,4	10,4
2001	225,0	92,0	104,9	29,7	175,3	19,9	218,7	49,6	89,3	-19,1
2002	293,6	30,5	103,0	-1,9	301,7	72,1	293,3	34,1	98,6	10,4
2003	345,7	17,7	101,6	-1,4	352,3	16,8	351,9	20,0	108,4	9,9
2004	362,4	4,9	97,1	-4,4	379,9	7,8	386,8	9,9	115,7	6,7
2005	323,6	-10,7	82,9	-14,6	379,5	-0,1	405,0	4,7	131,4	13,6
2006	369,0	14,0	89,0	7,3	344,4	-9,3	430,9	6,4	131,4	0,0
2007	364,4	-1,2	85,0	-4,4	381,5	10,8	445,5	3,4	142,1	8,1
2008	388,8	6,7	83,3	-2,1	397,9	4,3	486,5	9,2	145,2	2,2
2009	441,2	13,5	90,5	8,6	406,3	2,1	508,4	4,5	134,2	-7,6
2010	407,2	-7,7	79,6	-12,0	462,8	13,9	533,3	4,9	149,7	11,5
2011	476,8	17,1	87,4	9,8	434,9	-6,0	569,6	6,8	134,1	-10,4
2012	471,9	-1,0	82,1	-6,0	502,5	15,6	600,4	5,4	138,2	3,1
2013	516,7	9,5	85,8	4,5	495,0	-1,5	629,8	4,9	135,3	-2,1
2014	592,8	14,7	91,6	6,8	555,5	12,2	677,0	7,5	123,9	-8,4
2015	617,1	4,1	89,4	-2,4	632,5	13,9	722,4	6,7	121,1	-2,3
2016	681,9	10,5	93,4	4,4	653,5	3,3	765,0	5,9	116,9	-3,5
Ort.	394,2	13,6	90,4	0,2	394,5	13,1	459,5	13,5	123,7	1,3

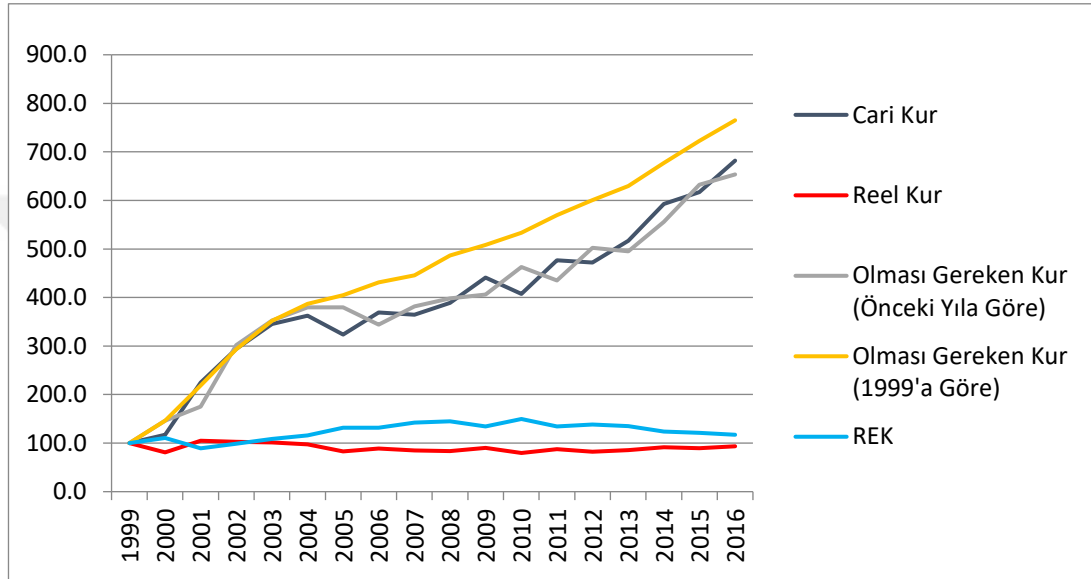
Kaynak: Tablo 47 ve 50'den yararlanılarak hesaplanmıştır.

Bu verilere göre cari Euro kuru 2016 yılında 1999 yılına göre 6,8 kat artmıştır. Aynı dönemde reel kur ise her yıl ortalama binde iki oranında gerilemiş ve 2016 yılı itibariyle % 6,6 oranında gerileyerek 93,4'e düşmüştür. Bunun anlamı, cari Euro kuru artarken reel kurun gerilemesi yani TL'nin Euro'yu ve dolayısıyla Euro Alanı mallarını satın alma gücünün artmasıdır.

Öte yandan SGP çerçevesinde olması gereken kurlardan oluşturulan endeksler diğer endekslere göre oldukça farklı bir eğilim göstermiştir. Nitekim bir yıl öncesinde olması gereken kurlar referans alınarak oluşturulan endeks değeri 2016

yılı sonunda yıllık ortalama olarak % 13,1 oranında artarak 653,5'e ulaşmıştır.³²¹ Benzer bir gelişme 1999 yılına göre olması gereken kur hesabında da görülmektedir. Bu hesaplama göre 2016 yılında Euro endeksi 765'e ulaşmıştır. Ancak Euro'nun olması gereken bu düzeye ulaşamamasının Türkiye ekonomisine farklı boyutlardan (enflasyon, ihracat, ithalat, büyüme vb.) oldukça önemli yansımaları olmuştur.

Şekil 56: Euro Kuruna İlişkin Endekslerin ve REK Endeksinin Gelişimi



Kaynak: Tablo 50'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Düzenli bir seri sunması nedeniyle çalışmamızda Kalkınma Bakanlığı tarafından hesaplanan ve 1 Dolar + 1,5 Euro'dan oluşan reel kur endeksi kullanılmıştır. Bu endeksteeki gelişmeler incelendiğinde ise TL'nin bu döviz sepeti karşısında 1999-2016 döneminde ortalama olarak % 23,7 oranında değer kazandığı görülmektedir.

Kısaca ifade etmek gerekirse 1999 sonrası dönemde TL, kriz dönemleri dışında genel olarak, Euro karşısında değer kazanmıştır. Bu eğilimin Türkiye ekonomisindeki üretkenlik ve verim artışından çok dış kaynak girişinin etkisiyle gerçekleşmiş olması sürdürülebilirlik sorununu ön plana çıkarmaktadır. Bu

³²¹ Bu endeks, piyasa kurunun (cari kurun) yıllık deflatör değişim oranlarını büyük oranda yansıttığını gösteren bir eğilimle, Şekil 55'te de görüldüğü gibi, cari kur endeksi ile uyumlu bir gelişim göstermektedir.

doğrultuda izleyen bölümde Euro'nun değerindeki değişmelerin Türkiye ekonomisi üzerine etkileri değerlendirilecektir.

3.2.2.1. Dış Ticaret Açısından

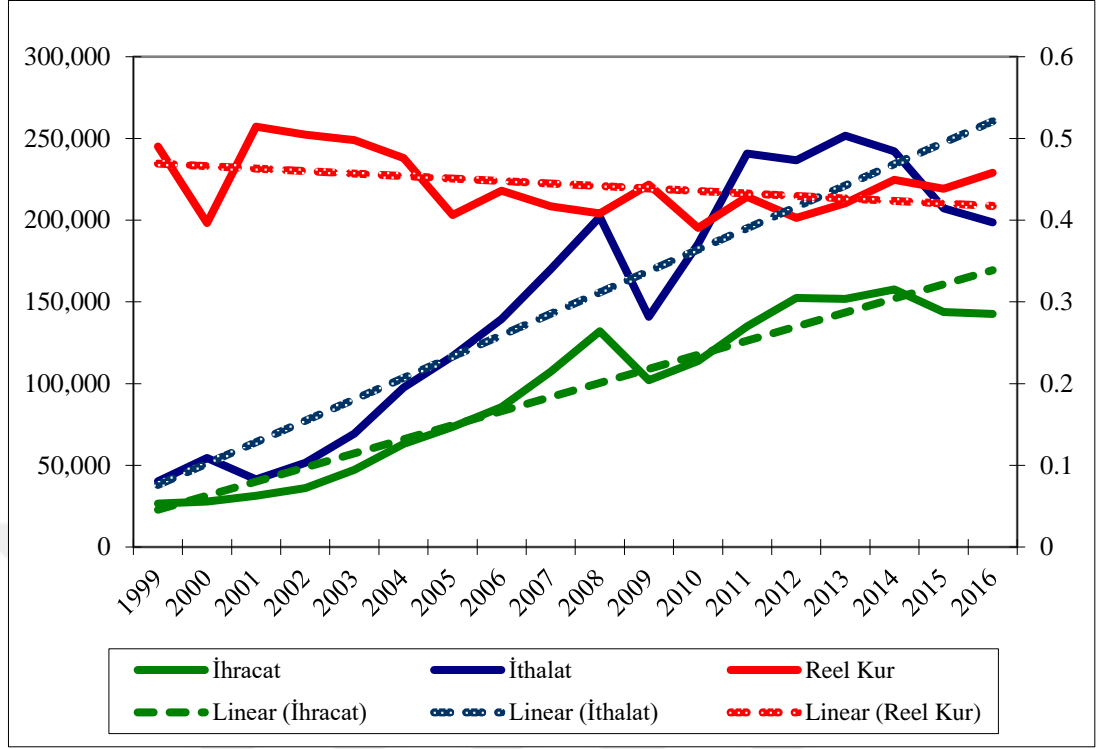
Euro kurundaki değişimin ilk ve en önemli etkisi dış ticaret üzerinde gerçekleşmektedir. Bu durumu ortaya koyabilmek için oluşturulan Tablo 52 ve Şekil 57'de ilk dikkati çeken görünüm, dış ticaret açığındaki büyüme eğiliminin, Euro'nun reel değerindeki düşme eğilimiyle, yani TL'nin aşırı değerlenme yönündeki eğilimiyle koşut bir gelişim gösterdiğidir. Diğer bir deyişle TL'deki aşırı değerlenme, ithalat artış hızının ihracat artış hızını geride bırakma eğilimini desteklemektedir. Nitekim Euro/TL reel kurunun yükseldiği yıllarda dış açığı oluşturan ithalat/ihracat makası daralırken, tersi durumlarda görülen açılma Şekil 57'de dikkati çekmektedir.

Tablo 52: Reel Euro Kuru ve Dış Ticaret

	Reel Kur	İhracat	İthalat	Dış Ticaret Dengesi (x-m)	Dış Ticaret Hacmi (x+m)	Cari Denge
1999	0,4903	26.587	40.226	-13.639	66.813	-925
2000	0,3965	27.775	54.503	-26.728	82.278	-9.920
2001	0,5144	31.334	41.399	-10.065	72.733	3.760
2002	0,5048	36.059	51.554	-15.495	87.613	-626
2003	0,4979	47.253	69.340	-22.087	116.593	-7.554
2004	0,4761	63.167	97.540	-34.373	160.707	-14.198
2005	0,4064	73.476	116.774	-43.298	190.250	-20.980
2006	0,4362	85.535	139.576	-54.041	225.111	-31.168
2007	0,4170	107.272	170.063	-62.791	277.335	-36.949
2008	0,4084	132.027	201.964	-69.937	333.991	-39.425
2009	0,4436	102.143	140.928	-38.785	243.071	-11.358
2010	0,3905	113.883	185.544	-71.661	299.427	-44.616
2011	0,4286	134.907	240.842	-105.935	375.749	-74.402
2012	0,4027	152.462	236.545	-84.083	389.007	-47.961
2013	0,4207	151.803	251.661	-99.858	403.464	-63.608
2014	0,4492	157.610	242.177	-84.567	399.787	-43.552
2015	0,4384	143.839	207.234	-63.395	351.073	-32.136
2016	0,4578	142.557	198.610	-56.053	341.167	-32.605
Toplam	--	1.729.689	2.686.480	-956.791	4.416.169	-508.223

Kaynak: UNCTAD, Statistics; IMF, WEO Database 2017.

Şekil 57: Reel Euro Kuru ve Dış Ticaretin Gelişimi



Kaynak: Tablo 52'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Öte yandan Euro değerindeki değişmelerin Türkiye'nin dış ticareti üzerindeki net etkisini ayırt edebilmek için ihracat ve ithalatın hangi oranda Euro ile yapıldığının incelenmesi faydalı olacaktır. Bu amaçla oluşturulan Tablo 53'te ihracatın farklı dövizler cinsinden dağılımı verilmiştir. Buna göre Türkiye'nin toplam ihracatında Euro cinsinden işlemlerin oranı 2016 yılı itibariyle % 48,2 ile Dolar'ın payını geride bırakmasına rağmen; 1999-2016 dönem ortalaması dikkate alındığında Dolar'ın % 46,6; Euro'nun ise % 41,3 ile diğer dövizlerin etkisini önemsiz hale getirecek düzeyde baskın olduğu görülmektedir. Bununla birlikte Euro'nun kâğıt para olarak tedavüle girdiği 2002 yılından itibaren Alman Markı'nın payını devraldığı; ayrıca İngiliz Sterlini ile yapılan ihracatın ortalama % 4,4'lük bir paya sahip olduğu dikkati çekmektedir.

Tablo 53: İhracatın Döviz Cinsinden Dağılımı (%)

	ABD Doları	Euro	Alman Markı	İngiliz Sterlini	Fransız Frangı	İtalyan Lireti	Hollanda Florini	Toplam (%)
1998	55,6	0,0	28,5	4,6	4,3	2,5	1,2	96,7
1999	52,5	4,3	27,2	5,1	4,3	2,5	1,1	96,9
2000	50,8	7,7	25,8	5,5	4,0	2,2	1,0	97,0
2001	49,5	18,4	18,8	5,7	2,9	1,7	0,7	97,6
2002	44,9	46,6	0,0	6,6	0,0	0,0	0,0	98,2
2003	42,6	49,3	0,0	6,2	0,0	0,0	0,0	98,1
2004	43,0	49,3	0,0	5,9	0,0	0,0	0,0	98,1
2005	43,6	48,3	0,0	5,6	0,0	0,0	0,0	97,6
2006	44,1	48,5	0,0	5,1	0,0	0,0	0,0	97,6
2007	42,5	50,3	0,0	4,8	0,0	0,0	0,0	97,6
2008	47,7	46,6	0,0	3,3	0,0	0,0	0,0	97,6
2009	45,9	48,0	0,0	3,3	0,0	0,0	0,0	97,2
2010	45,4	48,2	0,0	3,3	0,0	0,0	0,0	96,8
2011	46,0	47,7	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0	96,7
2012	46,0	47,6	0,0	2,8	0,0	0,0	0,0	96,5
2013	47,4	45,6	0,0	2,8	0,0	0,0	0,0	95,8
2014	47,4	44,4	0,0	3,2	0,0	0,0	0,0	95,0
2015	47,2	44,6	0,0	3,4	0,0	0,0	0,0	95,2
2016	42,6	48,2	0,0	3,1	0,0	0,0	0,0	93,9
Ort.	46,6	41,3	5,3	4,4	0,8	0,5	0,2	96,9

Kaynak: TÜİK verilerinden yararlanılarak hesaplanmıştır.

Tablo 54'te ise ithalatın döviz cinsinden dağılımı verilmiştir. Buna göre Türkiye'nin ithalatında Dolar'ın % 60'a yakın bir ortalama paya sahip olduğu; Euro'nun ise ABD Doları'na en çok yaklaştığı 2003 yılında % 40 düzeyini aşmakla birlikte dönem ortalaması itibariyle % 30,7'lik bir paya sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 54: İthalatın Döviz Cinsinden Dağılımı (%)

	ABD Doları	Euro	Alman Markı	İngiliz Sterlini	Fransız Frangı	İtalyan Lireti	Hollanda Florini	Toplam
1998	52,1	0,0	25,2	3,6	4,6	5,1	1,2	91,9
1999	53,0	4,8	22,3	3,1	3,3	3,7	1,1	91,3
2000	57,0	10,3	18,3	2,5	2,2	2,9	0,6	93,7
2001	61,2	17,1	11,5	2,2	1,6	1,9	0,4	95,7
2002	56,7	37,0	0,2	2,0	0,0	0,0	0,0	95,9
2003	55,0	40,3	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0	97,0
2004	55,1	39,7	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0	96,5
2005	57,4	38,5	0,0	1,3	0,0	0,0	0,0	97,1
2006	58,8	37,6	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	97,4
2007	60,2	35,8	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0	96,9
2008	64,6	31,8	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	97,0
2009	60,2	34,8	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	95,6
2010	61,5	33,6	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	95,6
2011	62,4	32,7	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	95,6
2012	64,2	30,2	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	94,9
2013	63,6	30,6	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	94,7
2014	63,5	30,0	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	94,0
2015	59,0	32,9	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	92,4
2016	56,0	35,4	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	91,8
Ort.	59,4	30,7	4,1	1,3	0,6	0,7	0,2	95,0

Kaynak: TÜİK verilerinden yararlanılarak hesaplanmıştır.

Euro değerindeki değişmelerin etkisini ortaya koyabilmek amacıyla Tablo 55'te toplam ihracat ve ithalat içinde Euro cinsinden yapılanın payı ve yine Euro cinsinden yüzdeler ve toplam tutara ilişkin denge durumu verilmiştir. Buradan da görülebileceği gibi 1998-2016 dönemi ortalaması itibarıyla ihracatın % 41,3'ü, ithalatın ise % 30,7'si Euro ile yapılmıştır. 1999-2016 döneminde Euro cinsinden 785 milyar dolarlık ihracat, 872 milyar dolarlık ithalat yapılmış ve 87 milyar dolarlık açık verilmiştir. Bu koşullarda Euro'nun reel olarak değerlendirilmesinin (TL'nin Euro karşısında değer kaybetmesinin) veya değer kaybetmesinin (TL'nin Euro karşısında değer kazanmasının) önemli sonuçlar doğurması kaçınılmaz olmaktadır.

Tablo 55: Dış Ticarete Euro'nun Payı

	İHRACAT (Milyon \$)			İTHALAT (Milyon \$)			DENGE (Milyon \$)		
	Toplam	Euro Cins. (%)	Euro Cins. (Tutar)	Toplam	Euro Cins. (%)	Euro Cins. (Tutar)	Toplam	Euro Cins. (%)	Euro Cins. (Tutar)
1998	26.974		11	45.921		18	-18.947		-7
1999	26.587	4,3	1.150	40.671	4,8	1.972	-14.084	-0,5	-823
2000	27.775	7,7	2.129	54.503	10,3	5.641	-26.728	-2,7	-3.512
2001	31.334	18,4	5.773	41.399	17,1	7.065	-10.065	1,4	-1.292
2002	36.059	46,6	16.814	51.554	37,0	19.061	-15.495	9,7	-2.248
2003	47.253	49,3	23.303	97.540	40,3	39.300	-50.287	9,0	-15.997
2004	63.167	49,3	31.149	69.340	39,7	27.506	-6.173	9,6	3.643
2005	73.476	48,3	35.509	116.774	38,5	44.924	-43.298	9,9	-9.415
2006	85.535	48,5	41.451	139.576	37,6	52.422	-54.041	10,9	-10.970
2007	107.272	50,3	53.951	170.063	35,8	60.944	-62.791	14,5	-6.993
2008	132.027	46,6	61.486	201.964	31,8	64.175	-69.936	14,8	-2.689
2009	102.143	48,0	49.023	140.928	34,8	49.015	-38.786	13,2	8
2010	113.883	48,2	54.848	185.544	33,6	62.375	-71.661	14,5	-7.528
2011	134.907	47,7	64.412	240.842	32,7	78.790	-105.935	15,0	-14.378
2012	152.462	47,6	72.621	236.545	30,2	71.531	-84.083	17,4	1.090
2013	151.803	45,6	69.172	251.661	30,6	77.132	-99.859	14,9	-7.960
2014	157.610	44,4	69.984	242.177	30,0	72.592	-84.567	14,4	-2.609
2015	143.839	44,6	64.219	207.234	32,9	68.215	-63.395	11,7	-3.997
2016	142.530	48,2	68.734	198.618	35,4	70.276	-56.089	12,8	-1.542
Ort.		41,3			30,7			10,6	
TOP.	1.756.635		785.736	2.732.855		872.953	-976.220		-87.217

Kaynak: Tablo 52, 53 ve 54'ten yararlanılarak hesaplanmıştır.

Bu sonuçları değerlendirebilmek açısından çapraz kurlar yardımıyla, TÜİK tarafından Dolar olarak açıklanan Euro cinsinden dış ticaret verileri Tablo 56'da görüldüğü gibi tarafımızdan Euro'ya dönüştürülmüştür. Daha sonra ise olması gereken Euro kuru dikkate alınarak ihracatçı ve ithalatçıların kazanç ve kayıpları hesaplanmıştır.

Tablo 56: Euro Cinsinden Dış Ticaret (Milyon Euro)

	Euro/Dolar	İhracat	İthalat	Denge
1999	1,0658	1.226	2.102	-877
2000	0,9236	1.966	5.210	-3.244
2001	0,8956	5.170	6.327	-1.157
2002	0,9456	15.899	18.024	-2.126
2003	1,1312	26.360	44.456	-18.096
2004	1,2439	38.746	34.215	4.532
2005	1,2441	44.177	55.890	-11.713
2006	1,2556	52.046	65.821	-13.774
2007	1,3705	73.940	83.524	-9.584
2008	1,4708	90.434	94.389	-3.955
2009	1,3948	68.377	68.366	11
2010	1,3257	72.712	82.691	-9.980
2011	1,3920	89.662	109.676	-20.014
2012	1,2848	93.303	91.903	1.400
2013	1,3281	91.867	102.439	-10.572
2014	1,3285	92.974	96.438	-3.466
2015	1,1095	71.251	75.685	-4.435
2016	1,1069	76.082	77.789	-1.707
TOP.		1.006.192	1.114.943	-108.756

Kaynak: ECB ve TÜİK verilerinden yararlanılarak hesaplanmıştır.

1999 bazlı hesaplanan SGP'ye göre olması gereken Euro kurları çerçevesinde toplam ihracat ve ithalatın etkilenme düzeyi Tablo 57'de incelenmiştir. Buna göre dönem ortalaması itibariyle Euro'nun TL karşısında eksik değerlendirilmesi, yani TL'nin aşırı değerlendirilmesi sonucunda dönem bütününde ihracatçılar yaklaşık 436 milyar TL kayba uğramıştır. Aynı dönemde ithalatçılar ise yaklaşık 476 milyar TL düzeyinde avantaj elde etmişlerdir. Kurların ihracat aleyhine ve ithalat lehine değerlendirilmesi gelişimi bu dönemde yaklaşık 40 milyar TL'lik bir net etki doğurmuştur. Bununla birlikte reel dayanağı olmayan bu etki, ucuz ithal ürün girişi olanağıyla ortaya çıkan TL cinsinden bir eksik ödeme avantajına karşılık gelmektedir.

Tablo 57: Euro Kuru Çerçevesinde Etki Analizi (1999 Bazlı)

	Cari Kur	1999'a Göre Olması Gereken Kur	Fark	İhracata Etki		İthalata Etki		Net Etki (Milyon TL)
				İhracat (Milyon €)	Etki (Milyon TL)	İthalat (milyon €)	Etki (Milyon TL)	
1999	0,4903	0,4903	0	1.226	0	2.102	0	0
2000	0,5744	0,7168	-0,1424	1.966	-280	5.210	742	1.022
2001	1,1030	1,0724	0,0306	5.170	158	6.327	-194	-352
2002	1,4396	1,4380	0,0016	15.899	25	18.024	-29	-54
2003	1,6948	1,7256	-0,0308	26.360	-812	44.456	1.369	2.181
2004	1,7770	1,8965	-0,1195	38.746	-4.630	34.215	4.089	8.719
2005	1,5868	1,9856	-0,3988	44.177	-17.618	55.890	22.289	39.907
2006	1,8090	2,1127	-0,3037	52.046	-15.806	65.821	19.990	35.796
2007	1,7865	2,1845	-0,3980	73.940	-29.428	83.524	33.243	62.671
2008	1,9064	2,3855	-0,4791	90.434	-43.327	94.389	45.222	88.549
2009	2,1631	2,4929	-0,3298	68.377	-22.551	68.366	22.547	45.098
2010	1,9965	2,6150	-0,6185	72.712	-44.972	82.691	51.144	96.117
2011	2,3378	2,7928	-0,4550	89.662	-40.796	109.676	49.903	90.699
2012	2,3135	2,9436	-0,6301	93.303	-58.790	91.903	57.908	116.698
2013	2,5335	3,0879	-0,5544	91.867	-50.931	102.439	56.792	107.723
2014	2,9065	3,3195	-0,4130	92.974	-38.398	96.438	39.829	78.227
2015	3,0255	3,5419	-0,5164	71.251	-36.794	75.685	39.084	75.878
2016	3,3433	3,7508	-0,4075	76.082	-31.003	77.789	31.699	62.702
TOP.	--	--	--		-435.954	--	475.626	39.673

Kaynak: Tablo 47 ve Tablo 56'dan yararlanılarak hesaplanmıştır.

Özetle, çalışmada incelediğimiz dönemin Euro Alanı'nın oluşturulduğu 1999 yılını baz aldığı dikkate alındığında, cari kurlar ile olması gereken kurlar arasındaki bu ayrışmanın dönem bütününe yansıyan ortalama etkisi, TL'nin aşırı değerlenmesi ve dolayısıyla Türkiye ekonomisinin rekabet gücünü yitirmesi sonucunu doğurmuştur. Bunun temel nedeni ise yüksek enflasyon ve dolayısıyla yüksek faiz oranlarının sıcak paraya bağımlı yapıyı sürekli yeniden üretmesi olmuştur. Yalnızca bu niteliği bile dikkate alındığında Türkiye ekonomisinin olası bir parasal birlik üyeliğinin oldukça güç, gerçekleşmesi durumunda ise başarıyla sürdürebilmesinin oldukça uzak bir olasılık olduğu açıkça görülmektedir.

3.2.2.2. Dış Borçlar Açısından

Euro değerindeki değişmelerin ilk ve doğrudan etkilediği alan dış ticarettir. Dış ticaretteki gelişmelerin yansıdığı en önemli alan ise dış borçlardır. Nitekim Türkiye gibi gelişmekte olan bir ülkede enflasyonun yüksek olması faizlerin de yüksek olmasına neden olmakta, bu da kısa vadeli spekülasyon yabancısı sermaye (sıcak para) girişine zemin hazırlamaktadır. Spekülasyon sermaye girişi ise döviz arzını artırarak döviz kurlarının nominal ve/veya reel olarak gerilemesine yol açabilmektedir. Bu gelişme ise başta özel girişimciler olmak üzere ekonomik birimleri daha fazla dış borç kullanmaya yönlendirebilmektedir. Böylece yüksek enflasyon - yüksek faiz - sıcak para girişi - kurlarda (reel) gerileme - artan dış borç kullanımı - yeniden döviz girişi - yeniden gerileyen (reel) kurlar şeklinde bir kısır döngü oluşabilmektedir. Çalışmamızın bu başlığı açısından bu süreçte önemli olan, kurlardaki değişimin anapara ve faiz boyutuyla dış borçlanma maliyetleri üzerinden Türkiye ekonomisine yansımalarını değerlendirmektir. Bu amaçla öncelikle Türkiye’de dış kaynak girişlerinin analizi, ardından da döviz cinsinden dış borç stokunun incelenmesi anlamlı olacaktır.

Bu doğrultuda oluşturulan Tablo 58’de faize duyarlı toplam dış kaynak girişinin küresel krizin derinleştiği dönemler haricinde kayda değer düzeylerde gerçekleştiği ve bunun yarısından fazlasını 234 milyar dolar ile dış kredilerin oluşturduğu dikkati çekmektedir. Portföy yatırımlarının ise üçte birden fazla bir oranla önemli bir hacminin olduğu görülmektedir. Türkiye’de faizlerin gelişmiş ülkelere oranla yüksek oluşunun gerek sıcak para girişini gerekse düşük faizli dış kredi kullanımı cazip hale getirmesi, yukarıda da belirtildiği gibi, reel kurlara gerileme olarak yansımaktadır.

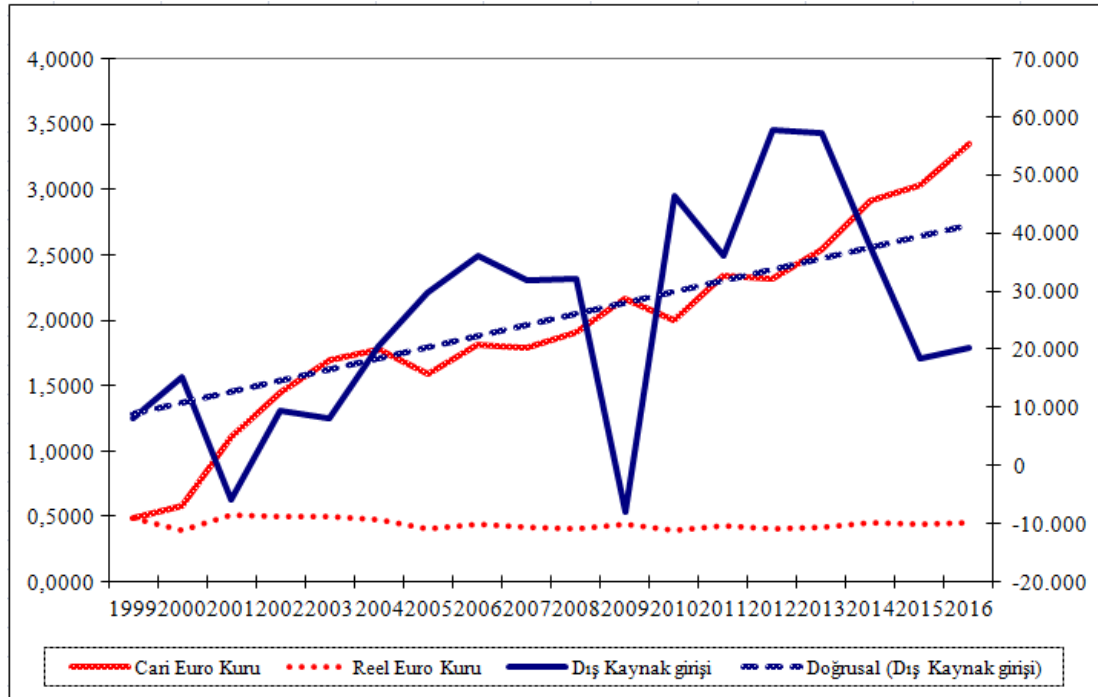
Şekil 58’de cari ve reel Euro kuru ile dış kaynak girişinin etkileşimi verilmiştir. Buradan da açıkça görülebileceği gibi Euro’nun reel değerindeki düşüş, yani TL’deki aşırı değerlenme eğilimi, faize duyarlı dış kaynak girişindeki artış eğilimince desteklenmektedir. Bu değişkenler arasındaki çift taraflı etkileşim dikkate alındığında ise TL’deki uzun dönemli aşırı değerlenme eğiliminin dış kaynak girişine de artış yönünde yansması kaçınılmaz olmaktadır.

Tablo 58: Faize Duyarlı Dış Kaynak Girişi (Milyon Dolar)

	Hazine İç Borçlanma Faizi %	Portföy Yatırımı Girişi			Yabancıların Mevduatı	Dış Krediler			GENEL TOPLAM
		Toplam	Borçlanma senedi	Hisse Senedi		Toplam	Diğer	Ticari	
1999	104,3	4.188	3.760	428	239	3.776	3.057	719	8.203
2000	38,2	1.615	1.126	489	-20	13.673	12.868	805	15.268
2001	99,6	-3.727	-3.648	-79	-832	-1.316	614	-1.930	-5.875
2002	62,7	1.503	1.519	-16	348	7.523	5.040	2.483	9.374
2003	42,9	3.851	2.946	905	1.368	2.935	754	2.181	8.154
2004	24,9	9.411	7.984	1.427	647	10.334	6.133	4.201	20.392
2005	17,4	14.670	9.001	5.669	489	14.679	11.605	3.074	29.838
2006	18,1	11.402	9.463	1.939	4.622	20.077	19.403	674	36.101
2007	18,4	2.780	-2.358	5.138	-3.323	32.470	28.320	4.150	31.927
2008	19,2	-3.770	-4.486	716	4.398	31.413	29.836	1.577	32.041
2009	11,7	2.938	111	2.827	4.135	-15.101	-14.022	-1.079	-8.028
2010	8,1	19.617	16.149	3.468	13.837	12.918	10.782	2.136	46.372
2011	8,7	19.516	20.501	-985	-4.308	20.889	18.931	1.958	36.097
2012	8,8	38.355	32.079	6.276	7.799	11.541	10.568	973	57.695
2013	7,6	21.387	20.545	842	8.533	27.350	21.745	5.605	57.270
2014	9,7	20.860	18.301	2.559	-154	16.628	16.303	325	37.334
2015	9,4	-9.590	-7.195	-2.395	12.482	15.587	13.624	1.963	18.479
2016	10,0	7.803	6.980	823	3.592	8.796	5.159	3.637	20.191
Toplam	--	162.809	132.778	30.031	53.852	234.172	200.720	33.452	450.833

Kaynak: TCMB, **Ödemeler Dengesi İstatistikleri**, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/odemeler+dengesi+ve+ilgili+istatistikler/odemeler+dengesi+istatistikleri>, (10.10.2017).

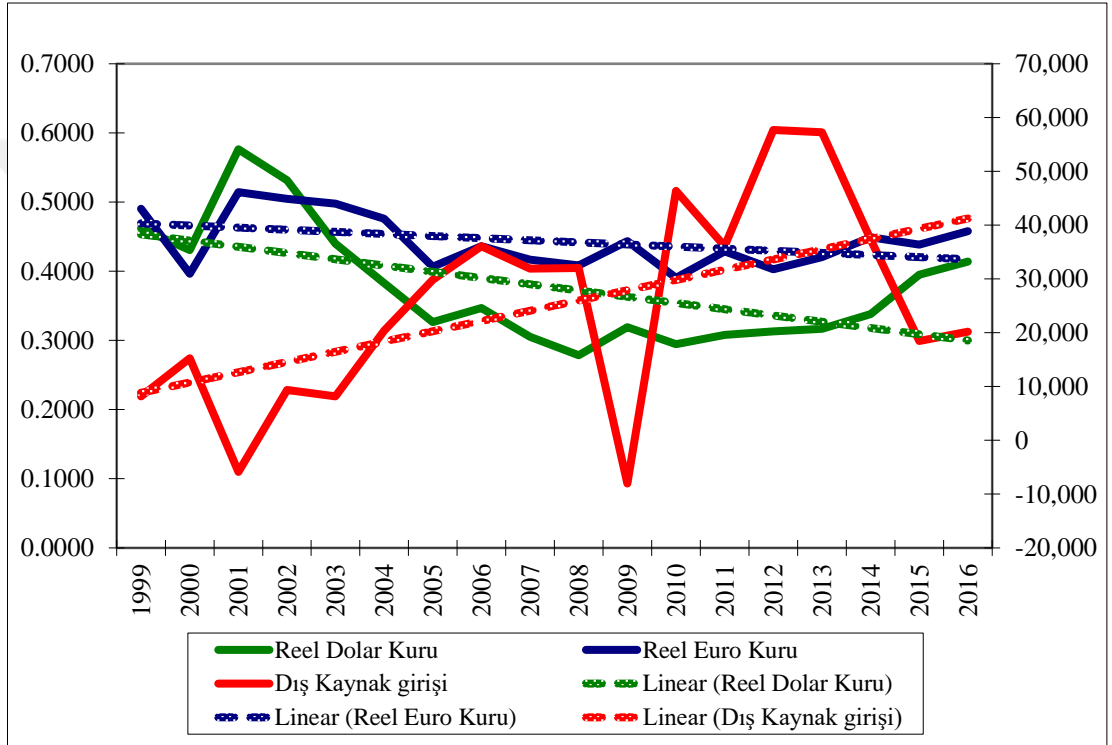
Şekil 58: Dış Kaynak Girişi (Milyon Dolar) ve Euro/TL Kurlarının Gelişimi



Kaynak: Tablo 47 ve Tablo 58'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Öte yandan dış kaynak girişinin Euro yanında Dolar kurunu da etkilemesi kaçınılmazdır. Bu etkiyi görebilmek için oluşturulan Şekil 59’da, reel Dolar kurunun reel Euro kuruna göre incelenen dönemde daha fazla gerilediği dikkati çekmektedir. Böylesi bir gelişme, ülkeye giren yabancı kaynağın daha çok Dolar cinsinden olması kadar Euro/Dolar paritesinin inceleme döneminde Euro lehine gelişimiyle de ilgilidir.

Şekil 59: Dış Kaynak Girişi ve Reel Kurların Gelişimi



Kaynak: Tablo 47 ve Tablo 58’den yararlanılarak hazırlanmıştır.

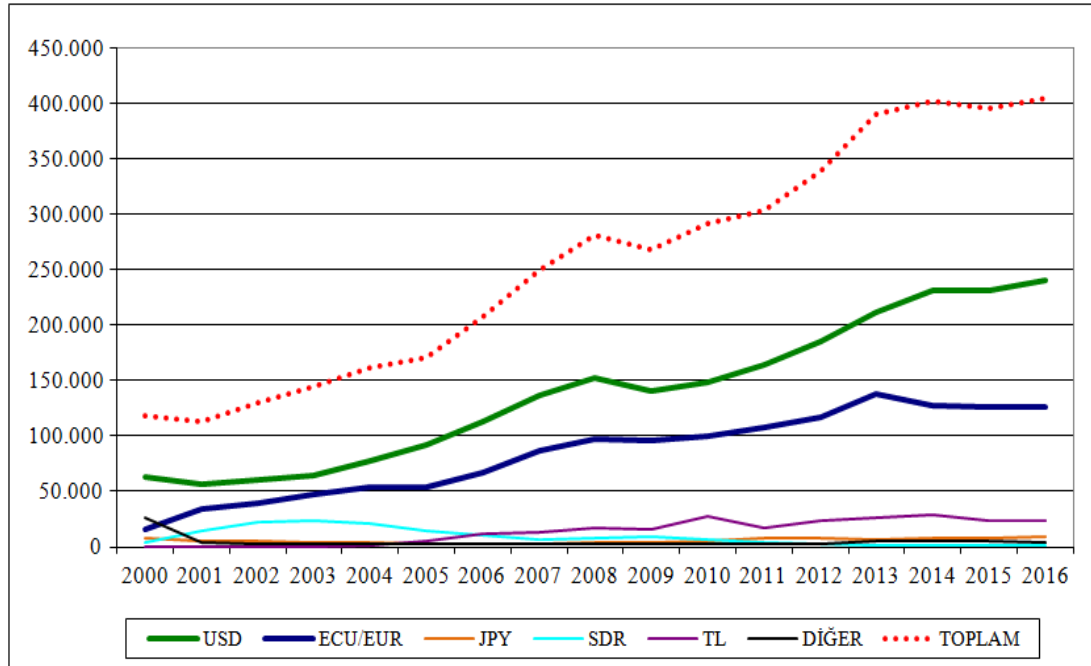
Tablo 59 ve Şekil 60’ta ise döviz cinsinden brüt stok içinde Euro cinsinden borçların gelişimi görülebilmektedir. Buna göre dış borç stoku içinde Dolar cinsinden borçlar 2016 yılında 240 milyar dolar ile % 60’a yakın bir orana karşılık gelirken, Euro cinsinden borçlar ise 126 milyar dolar ile % 30’dan fazla bir orana sahiptir.

Tablo 59: Brüt Dış Borç Stokunun Döviz Cinsinden Dağılımı (Milyon Dolar)

	USD	ECU/EUR	JPY	SDR	TL	DİĞER	TOPLAM
2000	63.439	16.470	7.447	4.186	122	26.937	118.601
2001	56.448	34.206	5.176	14.106	170	3.484	113.591
2002	59.864	39.534	5.310	22.018	148	2.727	129.601
2003	65.042	47.889	4.509	24.012	144	2.577	144.172
2004	77.549	54.356	3.426	21.447	1.789	2.586	161.154
2005	91.846	54.097	2.804	14.653	5.033	2.343	170.775
2006	113.032	66.721	2.726	10.764	12.374	2.386	208.002
2007	136.929	86.756	2.909	7.150	13.748	2.434	249.925
2008	152.040	97.500	3.910	8.573	16.479	2.273	280.774
2009	140.656	96.449	3.770	9.447	16.270	2.100	268.692
2010	148.256	100.477	4.928	7.123	28.287	2.566	291.637
2011	163.937	108.208	7.479	4.380	17.049	2.639	303.692
2012	185.775	117.097	8.274	2.361	23.046	3.009	339.562
2013	211.741	138.070	7.126	1.503	26.523	4.803	389.766
2014	231.550	127.480	7.767	1.415	28.441	5.158	401.811
2015	231.470	126.493	8.517	1.358	23.589	4.656	396.083
2016	240.458	126.364	8.675	1.322	23.668	3.973	404.460

Kaynak: T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, **Kamu Finansmanı İstatistikleri**, <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Istatistik-Sunum-Sayfasi?mid=59&cid=12&nm=33>, (08.10.2017).

Şekil 60: Brüt Dış Borç Stokunun Döviz Türlerine Göre Dağılımı



Kaynak: Tablo 59'dan yararlanılarak hazırlanmıştır.

Euro cinsinden borçların, olması gereken kurlar dikkate alınarak hesaplanan yıllık değerlerinin gelişimi Tablo 60'ta toplu olarak verilmiştir. Buna göre Dolar cinsinden yayımlanan Euro bazındaki borçların çapraz kurlar yardımıyla Euro'ya dönüştürülmesiyle elde edilen Euro cinsinden dış borç stoku tutarları incelendiğinde 2000 yılında 17.8 milyar Euro olan bu tutarın, 2016 yılı sonunda 114.3 milyar dolara yükseldiği görülmektedir. Bu artışın çok büyük boyutlara ulaşması, Euro'nun hem nominal hem de reel değerindeki değişmelerin önemli sonuçlar doğurmasına neden olmaktadır.

Tablo 60: Cari Euro Kuru, Olması Gereken Euro Kurları ve Dış Borç

	Euro Kurları			Dış Borç (Milyon Euro)	TL Cinsinden Euro Borcun Karşılığı (Milyon TL)		
	Cari kur	Önceki Yıla Göre Olması Gereken Kur	1999'a Göre Olması Gereken Kur		Cari Kura göre	Önceki Yıl Olması Gereken Kura göre	1999'a göre Olması Gereken Kura göre
2000	0,5744	0,7168	0,7168	17.898	10.281	12.829	12.829
2001	1,1030	0,8593	1,0724	38.326	42.274	32.934	41.101
2002	1,4396	1,4791	1,4380	41.636	59.940	61.584	59.873
2003	1,6948	1,7275	1,7256	42.324	71.730	73.114	73.034
2004	1,7770	1,8626	1,8965	43.737	77.720	81.464	82.947
2005	1,5868	1,8605	1,9856	43.445	68.938	80.829	86.264
2006	1,8090	1,6884	2,1127	53.046	95.960	89.562	112.070
2007	1,7865	1,8705	2,1845	63.502	113.446	118.780	138.720
2008	1,9064	1,9509	2,3855	66.508	126.790	129.750	158.654
2009	2,1631	1,9922	2,4929	69.383	150.082	138.224	172.964
2010	1,9965	2,2691	2,6150	75.780	151.295	171.953	198.165
2011	2,3378	2,1323	2,7928	77.808	181.901	165.911	217.304
2012	2,3135	2,4640	2,9436	91.084	210.722	224.430	268.114
2013	2,5335	2,4269	3,0879	103.953	263.364	252.282	320.995
2014	2,9065	2,7235	3,3195	95.979	278.964	261.400	318.603
2015	3,0255	3,1012	3,5419	113.999	344.904	353.534	403.773
2016	3,3433	3,2040	3,7508	114.315	382.190	366.266	428.774

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı ve TCMB verilerinden yararlanılarak hesaplanmıştır.

Öte yandan Euro cinsinden dış borçların TL karşılığına ilişkin veriler incelendiğinde, 2016 yılı itibariyle cari Euro kuru ile borç stoku değerinin 382.1 milyar TL, önceki yıla göre olması gereken Euro kuruna göre 366.2 milyar TL, 1999 yılına göre olması gereken Euro kuruna göre ise 428,7 milyar TL olduğu görülmektedir. Bu veriler de Euro'nun düşük değerli kalmasıyla birlikte dış borçların, özellikle 1999 yılına göre TL cinsinden değerinin düşük kaldığını göstermektedir. Dolayısıyla yerli girişimcilerin Euro cinsinden borçlanmaları, en azından bu dönem için, anlamlı görünmektedir.

3.2.2.3. Büyüme Açısından

1980 sonrası dönemde, Latin Amerika ülkelerine benzer şekilde Türkiye'de de planlı kalkınma ve sanayileşmeye yönelik ekonomik stratejiler terk edilmeye başlanmış, finansal serbestleşme ile birlikte küresel finans sermayesine giderek daha bağımlı hale gelecek olan ekonominin yapısal zemini hazırlanmıştır. Bu bağımlılık ilişkisi Türkiye'de, ihracata yönelik sanayileşme ve büyüme stratejisinin terk edilmesiyle başlamış, ardından ithalata bağımlı imalat ve son olarak sermaye girişlerine dayalı istikrarsız ve sürdürülemez nitelikli spekülasyon-yönlü büyüme anlayışıyla evrimini sürdürmüştür. Spekülasyon-yönlü büyüme modeli, doğrudan sabit sermaye yatırımlarını değil, kısa dönemli ve aşırı oynak finansal yatırımları nitelemekte, döviz piyasaları açısından da kısa dönemli spekülasyon sermaye girişlerine bağlı olarak döviz kurlarının ucuzlamasıyla ithalata bağımlı yapıyı beslemekte ve tüketim talebindeki artış ile birlikte ulusal tasarruf oranlarını da aşağıya çekmektedir.³²²

³²² Güneş Kolsuz ve Erineç Yeldan, "1980 Sonrası Türkiye Ekonomisinde Büyümenin Kaynaklarının Ayrıştırılması", **Çalışma ve Toplum**, Sayı: 40, 2014/1, ss. 50-64.

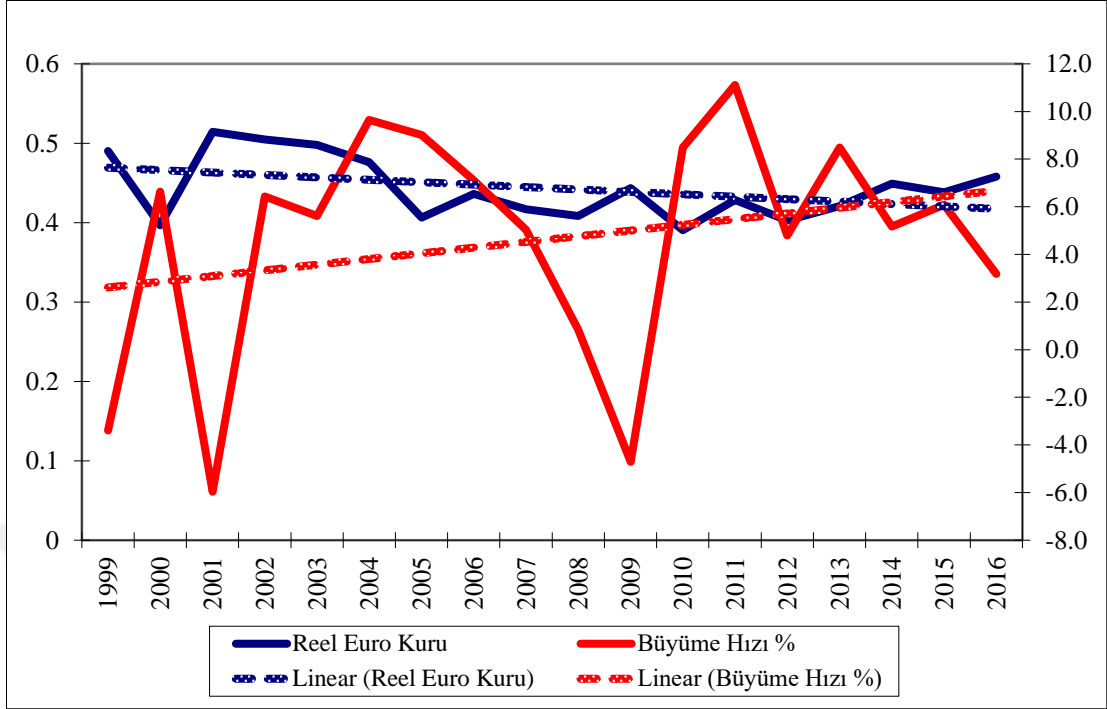
Tablo 61: Euro Kurları ve Büyüme

	Euro Kurları				Büyüme	
	Cari Euro Kuru	Reel Euro Kuru	Önceki Yıla Göre Olması Gereken Kur	1999'a Göre Olması Gereken Kur	GSYİH (Milyon Dolar)	Büyüme Hızı %
1999	0,4903	0,4903	0,4903	0,4903	253.622	-3,4
2000	0,5744	0,3965	0,7168	0,7168	271.768	6,6
2001	1,1030	0,5144	0,8593	1,0724	200.998	-6,0
2002	1,4396	0,5048	1,4791	1,4380	236.338	6,4
2003	1,6948	0,4979	1,7275	1,7256	313.776	5,6
2004	1,7770	0,4761	1,8626	1,8965	402.952	9,6
2005	1,5868	0,4064	1,8605	1,9856	499.874	9,0
2006	1,8090	0,4362	1,6884	2,1127	547.832	7,1
2007	1,7865	0,4170	1,8705	2,1845	677.438	5,0
2008	1,9064	0,4084	1,9509	2,3855	776.643	0,8
2009	2,1631	0,4436	1,9922	2,4929	646.893	-4,7
2010	1,9965	0,3905	2,2691	2,6150	772.365	8,5
2011	2,3378	0,4286	2,1323	2,7928	831.696	11,1
2012	2,3135	0,4027	2,4640	2,9436	871.125	4,8
2013	2,5335	0,4207	2,4269	3,0879	950.355	8,5
2014	2,9065	0,4492	2,7235	3,3195	934.857	5,2
2015	3,0255	0,4384	3,1012	3,5419	861.879	6,1
2016	3,3433	0,4578	3,2040	3,7508	862.746	3,2

Kaynak: Tablo 47; OECD; UNCTAD, Statistics; IMF, WEO Database 2017.

Türkiye’de incelenen dönem itibariyle Euro’nun reel değerindeki düşüş eğilimi ile büyüme arasındaki negatif korelasyon Şekil 61’deki grafikten açıkça anlaşılmaktadır. Nitekim trend doğruları itibariyle reel Euro kuru geriledikçe Türkiye ekonomisinin büyüme trendi artmıştır. Ancak bu gelişme, büyümedeki istikrar sorununu çözmeye yetmemiştir.

Şekil 61: Reel Euro Kuru ve Büyüme Hızı (%)



Kaynak: Tablo 61'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Bununla birlikte ithalata dayalı sürdürülemez nitelikteki büyümenin görünürlüğü ve sonucu istihdam boyutuyla ortaya çıkmakta, nitekim bir sonraki alt başlıkta da görüleceği gibi 2001 Krizi sonrasında da devam eden yüksek işsizlik ve işgücüne düşük katılım oranları ile belirginleşmektedir.

3.2.2.4. İstihdam Açısından

Spekülatif-yönlü büyüme modeli, Türkiye'de 2001 Krizi sonrası belirginleşen istihdam dostu olmayan büyüme yönelimine de kaynaklık ederken, bu süreç yüksek işsizlik ve işgücüne düşük katılım oranları ile karakterize olmuştur. Spekülatif-yönlü büyüme koşullarının küresel düzeydeki egemenliği, kaynakların görel olarak daha azını finans-dışı reel faaliyetlere ayıran ve istihdam yaratmayan büyüme niteliği ile Türkiye ekonomisini de kısır bir döngünün içine hapsedmiştir.³²³ Öte yandan küresel düzeydeki etkileri kadar Türkiye'ye de yansımaları bağlamında bu döngü, sermaye kaynaklı küresel krizlerin faturasını işgücünün tarihsel kazanımlarını geriletecek

³²³ Kolsuz ve Yeldan, ss. 54-64.

tedbirlerle üretime ve işgücüne yükleme eğilimine de, kısacası özelleştirme, esnekleştirme ve kuralsızlaştırma uygulamalarına da kaynaklık etmektedir.

Tablo 62: Euro Kurları ve İstihdam

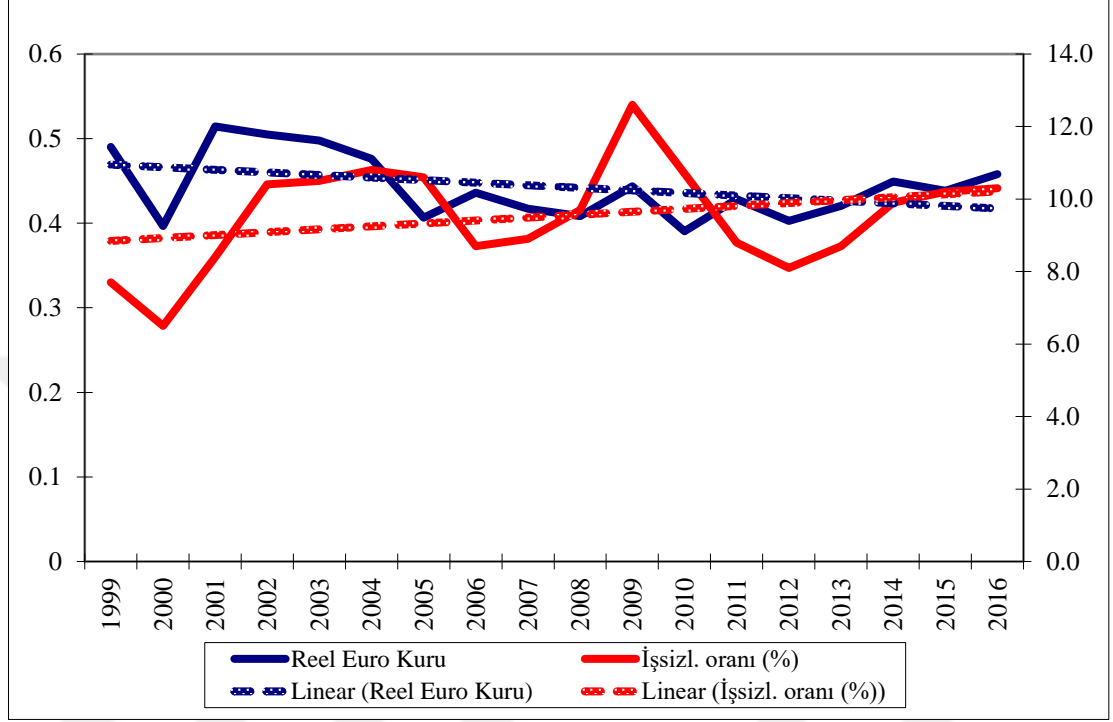
	Euro Kurları				İstihdam		
	Cari Euro Kuru	Reel Euro Kuru	Önceki Yıla Göre Olması Gereken Kur	1999'a Göre Olması Gereken Kur	İstihdam (Bin kişi)	İstihdam Oranı (%)	İşsizlik Oranı (%)
1999	0,4903	0,4903	0,4903	0,4903	22.048	48,7	7,7
2000	0,5744	0,3965	0,7168	0,7168	21.580	46,7	6,5
2001	1,1030	0,5144	0,8593	1,0724	21.524	45,6	8,4
2002	1,4396	0,5048	1,4791	1,4380	21.354	44,4	10,4
2003	1,6948	0,4979	1,7275	1,7256	21.147	43,2	10,5
2004	1,7770	0,4761	1,8626	1,8965	21.870	43,7	10,8
2005	1,5868	0,4064	1,8605	1,9856	22.046	43,4	10,6
2006	1,8090	0,4362	1,6884	2,1127	22.330	43,2	8,7
2007	1,7865	0,4170	1,8705	2,1845	20.738	41,5	8,9
2008	1,9064	0,4084	1,9509	2,3855	21.194	41,7	9,7
2009	2,1631	0,4436	1,9922	2,4929	20.615	41,2	12,6
2010	1,9965	0,3905	2,2691	2,6150	21.858	43,0	10,7
2011	2,3378	0,4286	2,1323	2,7928	23.266	45,0	8,8
2012	2,3135	0,4027	2,4640	2,9436	23.937	45,4	8,1
2013	2,5335	0,4207	2,4269	3,0879	24.603	45,9	8,7
2014	2,9065	0,4492	2,7235	3,3195	25.933	45,5	9,9
2015	3,0255	0,4384	3,1012	3,5419	26.621	46,0	10,2
2016	3,3433	0,4578	3,2040	3,7508	27.205	46,3	10,3

Kaynak: Tablo 47; OECD; UNCTAD, Statistics; IMF, WEO Database 2017.

Tablo 62 incelendiğinde, dönem bütünü itibariyle Euro kurlarının ve istihdam göstergelerinin gelişimi görülebilmektedir. Buna göre, Euro'nun reel değerindeki düşme eğilimine işsizlik oranlarındaki artış eğiliminin eşlik ettiği dikkati çekmektedir (Şekil 62). Türkiye açısından ulusal paranın değerlenme sürecinin reel ekonomiye yansımalarının en belirgin göstergesi niteliğindeki bu olumsuz süreç,

ithalata dayalı büyüme, yani yerli girdi ve üretim yerine ithal girdiye bağımlılık ile güçlenmiş, spekülasyon-yönlü büyüme ile kronikleşmiştir.

Şekil 62: Reel Euro Kuru ve İşsizlik Oranı (%)



Kaynak: Tablo 62'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

3.2.2.5. Enflasyon Açısından

Çalışmamızın kavramsal analiz bölümünde de değinildiği üzere döviz kurları ile enflasyon arasında birebir etkileşim söz konusudur. Faiz oranlarındaki artışın da etkisiyle yurt içi varlık fiyatlarının yükselmesi ulusal paranın yabancı paralar karşısında değerlenmesine neden olurken, reel kur artışları (TL'nin değerlenmesi) nispi fiyatlara etki ederek, ithal malları ucuz hale getirebilmektedir. İthalatı cazip hale getiren bu nitelikteki değer değişimleri ise yukarıda incelendiği gibi dış ticaret dengesine olumsuz yansımaktadır. Öte yandan, ithal ürün fiyatlarındaki nispi düşüşün iç denge üzerindeki etkisi, enflasyonu düşüren doğrudan geçiş etkisiyle belirginleşmektedir. Türkiye gibi üretimde önemli oranda ithal girdi bağımlısı ekonomiler için kurlardaki yükselme üretici fiyatlarına da doğrudan yansımaktadır. Kurların eksik değerlenmesi ise yurt içinde üretilen malların dış pazarlarda nispi

olarak ucuzlamasına, buna bağlı olarak da toplam talebin artmasına ve fiyatların yükselmesine yol açmaktadır.³²⁴

Tablo 63: Euro Kurları ve Enflasyon

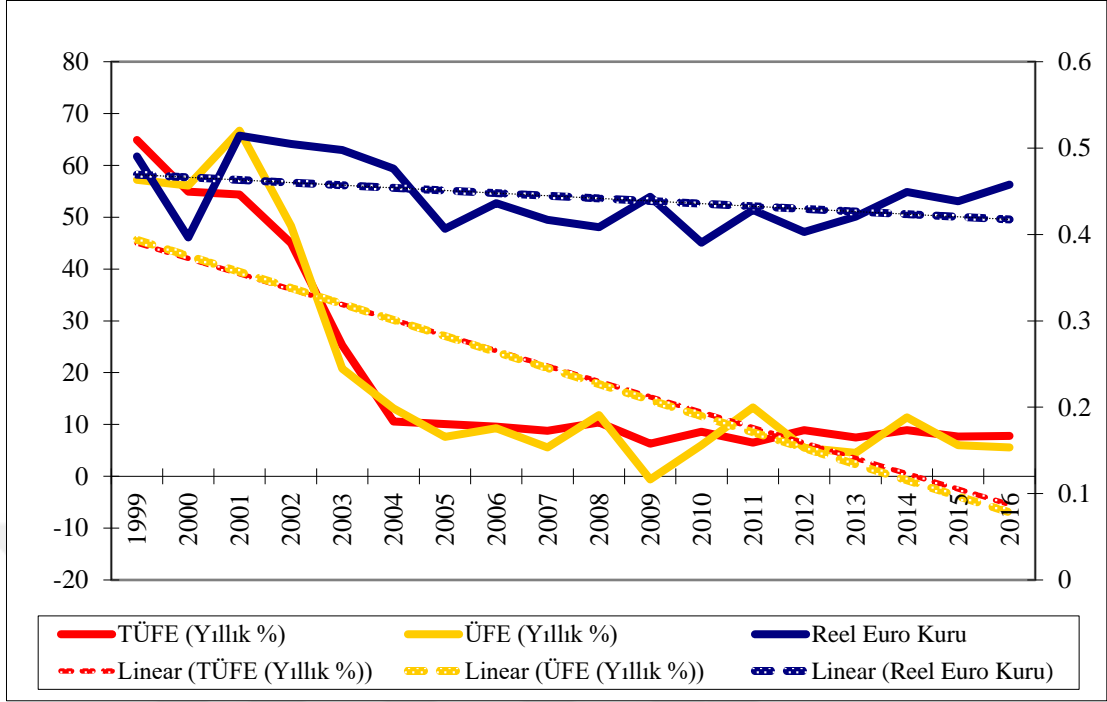
	Euro Kurları				Enflasyon		
	Cari Euro Kuru	Reel Euro Kuru	Önceki Yıla Göre Olması Gereken Kur	1999'a Göre Olması Gereken Kur	TÜFE (Yıllık %)	ÜFE (Yıllık %)	GSYİH Deflatörü (Yıllık %)
1999	0,4903	0,4903	0,4903	0,4903	64,9	57,2	54,2
2000	0,5744	0,3965	0,7168	0,7168	54,9	56,1	49,2
2001	1,1030	0,5144	0,8593	1,0724	54,4	66,7	52,9
2002	1,4396	0,5048	1,4791	1,4380	45,0	48,3	37,4
2003	1,6948	0,4979	1,7275	1,7256	25,3	20,8	23,3
2004	1,7770	0,4761	1,8626	1,8965	10,6	13,1	12,4
2005	1,5868	0,4064	1,8605	1,9856	10,1	7,6	7,1
2006	1,8090	0,4362	1,6884	2,1127	9,6	9,3	9,3
2007	1,7865	0,4170	1,8705	2,1845	8,8	5,6	6,2
2008	1,9064	0,4084	1,9509	2,3855	10,4	11,8	12,0
2009	2,1631	0,4436	1,9922	2,4929	6,3	-0,6	5,3
2010	1,9965	0,3905	2,2691	2,6150	8,6	6,0	5,7
2011	2,3378	0,4286	2,1323	2,7928	6,5	13,3	8,6
2012	2,3135	0,4027	2,4640	2,9436	8,9	5,5	6,9
2013	2,5335	0,4207	2,4269	3,0879	7,5	4,5	6,2
2014	2,9065	0,4492	2,7235	3,3195	8,9	11,4	8,3
2015	3,0255	0,4384	3,1012	3,5419	7,7	6,0	7,5
2016	3,3433	0,4578	3,2040	3,7508	7,8	5,6	6,9

Kaynak: Tablo 47; OECD; UNCTAD, Statistics; IMF, WEO Database 2017.

İncelemeye konu 1999-2016 dönemi itibariyle Euro kurları ile enflasyon oranlarının gelişimi Tablo 63 ve Şekil 63'te verilmiştir. Reel kurdaki düşüş eğiliminin (dolayısıyla TL'nin reel değerlendirme sürecinin) enflasyon oranlarına da düşüş yönündeki yansıması Şekil 63'te görülmektedir.

³²⁴ Özgür Tonus, **Temel Göstergelerle Türkiye Ekonomisi**, Ekin Yayınevi, Bursa, 2015, ss. 207.

Şekil 63: Reel Euro Kuru ve Enflasyon Etkileşimi (%)



Kaynak: Tablo 63'ten yararlanılarak hazırlanmıştır.

Euro Alanı'ndaki düşük enflasyon ortalamaları dikkate alındığında, Euro'nun reel değerinin, Euro Alanı enflasyonundan daha çok, başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere diğer ülkelerin enflasyonuyla ilgili olduğu reel kurların gelişimi incelenirken tespit edilmiştir. Özellikle gelişmiş ekonomiler ile gelişmekte olan ekonomiler arasında yüksek düzeylerde gerçekleşen enflasyon farklarının faiz farklarına ve dolayısıyla sermaye hareketlerine etki ederek kurların değerine yansımaları, Euro/TL paritesinin gelişimiyle belirginleşmektedir. Türkiye, önceki kısımlarda incelenen başlıca ekonomiler ve tüm Avrupa ülkeleri ile karşılaştırıldığında en yüksek enflasyon oranına sahip ülke konumundadır. Bu gerçeklik, TL'nin başta Euro ve ABD Doları olmak üzere diğer paralar karşısında dış değerinin düşmesini koşullandıran bir durum iken, Türkiye'deki yüksek faiz, yani uluslararası faiz farkları ve sermaye hareketleri bu duruma engel olmaktadır. Bu doğrultuda, reel kurlarla birebir etkileşim halinde olan bu düzeydeki enflasyon oranlarının ve dolayısıyla uluslararası faiz farklarının, Türkiye'nin parasal birliğe olası üyeliğine ilişkin handikapların başında geldiği açıkça görülmektedir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Bretton Woods Sistemi ile ABD Doları en önemli döviz konumuna gelirken, uluslararası ticaret büyük ölçüde bu para üzerinden gerçekleşmiştir. ABD'nin öncülüğünü yaptığı küresel finans kapitalizmi de ilk yapılanmasını yine ABD'nin ekonomik ve parasal üstünlüğünün bir fonksiyonu olan Bretton Woods Sistemi'yle oluşturmuştur. Bu sistemin belirlediği ilkeler, İkinci Dünya Savaşı'nın son yılından yüzyılın son çeyreğine kadar yaklaşık otuz yıl boyunca Amerikan Dolar'ının küresel düzeydeki mutlak egemenliğinin ve senyoraj gelirlerinin sigortası olmuştur. Bretton Woods Sistemi'nin çöküşü sonrasında da Dolar'ın küresel egemenliği devam etmiş ve bunun yanı sıra uluslararası sermaye hareketlerindeki artış ve Doğu Bloğu'nun dağılmasıyla birlikte kullanım sahası daha da genişlemiştir.

Bretton Woods Sistemi'nin çöküşünden 20. Yüzyıl'ın sonuna kadar olan tarihsel dönemde ise bilgi ve iletişim teknolojilerinde kaydedilen sıçramalı gelişimle desteklenen küreselleşme süreci, modern dünyayı ve toplumları yeniden biçimlendirirken, ekonomik faaliyetler üzerinde de dönüştürücü bir rol oynamıştır. Dünya genelindeki ekonomik karar ve politikalar büyük ölçüde çokuluslu şirketlerin ve IMF, DB, DTÖ gibi yine ABD'nin baskın ve belirleyici olduğu küresel sermayenin karar mercilerinin etki ve denetimine girmiştir.

Öte yandan küreselleşme, ulus-ötesi pratiklerin işleyişine uygun ekonomik sistem ve politika tercihlerini ön plana çıkarmıştır. Küreselleşmenin asli unsuru olan finansal liberalizasyon ile birlikte finansal ilişkiler, akım değişkenlerinden (ticari akımlardan) daha çok stok değişkenlerinin (sermaye akımlarının) ağırlık merkezini oluşturduğu etkiyle şekillenmeye başlamıştır. Döviz kurlarının belirlenmesinde de esnek sistemlerin tercihini koşullandıran bu etki, kur hareketlerine daha sık değişim ve daha fazla belirsizlik olarak yansımıştır. Böylece döviz kurlarının ve döviz kuru politikalarının önemi giderek artmıştır. Hazırladığımız çalışmanın birinci bölümü de bu çerçevede döviz kurunun ve döviz kuru değişimlerinin kavramsal analizine ayrılmıştır.

Aynı tarihsel dönemde Avrupa'da, parasal birliği hedefleyen ekonomik bütünleşme girişimleri yoğunlaşmıştır. Bu doğrultuda, Avrupa'nın bütünleşme adımları da büyük ölçüde ABD'nin çıkarlarından ve uluslararası üstünlüğünden

etkilenerek hızlanmıştır. Avrupa'nın ekonomik ve politik ağırlığının artırılması için dünya sisteminin çift kutuplu olduğu dönemde başlayan ve olgunlaşan ekonomik bütünleşme çabaları aşamalı olarak ilerlemiş ve yeni yüzyılın eşliğinde parasal birlik düzeyine erişmiştir. Böylece Euro, AB bütünleşmesini bir üst aşamaya taşıyarak yarattığı bölgesel etki kadar, Amerikan Doları'nın mutlak hegemonyasını sınırlayabilecek küresel bir potansiyel de ortaya koymuştur. Siyasi kutuplu bir dünya geride kalırken, Euro'nun küresel düzeyde Dolar'a rakip oluşu ve Japon Yeni'nin rezerv para işlevini tam olarak yerine getiremediği de dikkate alındığında, finansal anlamda çift kutuplu bir dünya oluşmuştur. Bu niteliğiyle Euro, dünya ekonomisi için olumlu bir gelişme olmuştur. Öte yandan Euro deneyimi, AB'nin ekonomik ve politik boyutlu birçok eksikliğini açığa çıkarmıştır. Çalışmanın ikinci bölümü bu noktalardan hareketle Avrupa'nın parasal bütünleşme sürecine ve bu sürecin başarısını sembolize eden Euro'nun küresel düzeydeki konumuna ve etkilerine ayrılmıştır.

Döviz kurlarının ulusal ekonomilerin istikrarı açısından taşıdığı önem, küreselleşmenin doğurduğu etkilerin yanında bölgesel bütünleşmelerin yaygınlaşmasıyla daha da artarken, AB'ye tam üyelik yolunda adaylık statüsü devam eden Türkiye için bu önem, EPB ile olası bir bütünleşmenin ortaya çıkaracağı sonuçlar ve Euro değerindeki değişmelerin ekonomiye etkileri bağlamında ayrıca ön plana çıkmıştır. Çalışmanın üçüncü bölümünde ise buradan hareketle Euro Alanı'nın ve Euro değerindeki değişmelerin Türkiye ekonomisine etkileri analiz edilmeye çalışılmıştır.

Yukarıdaki sistematik dâhilinde hazırladığımız çalışmanın birinci bölümünde, Euro değerindeki değişmelerin teorik çerçevesini ortaya koyabilmek için öncelikle döviz kurlarında meydana gelen değişmeleri etkileyen faktörler ve bu değişmelerin ekonomik etkileri araştırılmıştır. Bunun için ekonomik denge bağlamında döviz kuru sistemleri ve döviz kurlarının belirlenmesine yönelik teorik yaklaşımlar incelenerek döviz kuru dalgalanmalarının arka planındaki faktörler ortaya konulmuş ve bu faktörler bir sonraki bölümde ele alınan Euro değerindeki dalgalanmaların açıklanmasında yol gösterici olmuştur. Bu bölümde yapılan incelemeler çerçevesinde elde edilen sonuçlar şöyle özetlenebilir:

- İ ve dış ekonomik denge bağlamında temel değişken olan dvız kurları, ekonomik istikrar açısından kilit bir öneme sahiptir ve oldukça karmaşık süreçlerden ve dinamiklerden etkilenmektedir. Bu dinamikler, ulusal boyuta yansıyan küresel ve/veya ülkeler arası ikili ekonomik ve politik gelişmelerden beslenmektedir. Dvız kurları ve diğer değişkenler arasındaki ilişki incelendiğinde, tek yönlü değil çift yönlü, çok boyutlu ve birikimli bir etkileşim sürecinin geçerli olduğu görülmektedir. Sermaye kontrollerinin ortadan kalkması ve bununla birlikte esnek kur sistemlerinin yaygınlaşmasıyla birlikte daha hassas ve daha karmaşık bir hal alan bu etkileşim süreci, dvız kurlarının değerini belirlemektedir.

- Satın alma gücü paritesi çerçevesinde dvız kurlarının değeri gerçekçi, aşırı veya eksik değerlenirken, bu değerlenme düzeyleri öncelikle dış ticaret ve cari denge üzerinde etkili olmakta, sermaye hareketleri de dvız kurlarının değerini etkileyen ve kurlardan etkilenen bir değişken olarak sürece dâhil olmaktadır. Dış ticaret, cari denge ve sermaye hareketlerindeki gelişmeler ekonomik büyümeyi, ekonomik büyüme de istihdam ve gelir dağılımını etkilemektedir. Bu etkileşimin içeriği ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre değişebilmektedir. Enflasyon ve faiz oranlarında ortaya çıkacak gelişmeler ise bu etkileşim sürecine yeniden ivme kazandıracak niteliktedir.

- Bretton Woods Sistemi'nin belirlediği sabit fakat ayarlanabilir nitelikteki uluslararası rejimin okş ve küreselleşmenin de etkisiyle ticarete ve sermaye hareketlerinde kaydedilen artış, bu faaliyetlerin en kritik değişkeni olan dvız kurlarının daha da önem kazanmasına yol açmıştır. Küreselleşme ve onun itici gücü olan finansal liberalizasyon, sermaye hareketlerini ve spekülatif nitelikteki değişkenleri dvız kurlarını etkileyen faktörlerin ağırlık merkezi haline getirmiştir.

- Dvız kurlarının daha istikrarsız ve daha belirsiz olduğu finansal liberalizasyon koşulları, esnek kur sistemlerinin yaygınlaşmasına neden olurken, dvız kuru dalgalanmalarının ekonomik istikrar üzerindeki olumsuz yansımaları, parasal nitelikteki bölgesel bütünleşme arayışlarını da yaygınlaştırmıştır. Özetle, küreselleşme sürecinin ekonomik gelişmeler ve değişkenler üzerindeki etkisinin belirginleşmesiyle dvız kurlarına yönelik sistem tercihlerinin yarattığı etkilerin kapsamı da genişlemiş ve dvız kuru politikalarının gerek ülkeler, gerekse

uluslararası ekonomik bütünleşmeler açısından taşıdığı önem daha fazla ön plana çıkmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise parasal bütünleşmenin teorik arka planı ve EPB'nin tarihsel gelişimi, bu bağlamda Euro'nun ortaya çıkışı ve küresel ölçekteki konumu ve etkileri incelenmiştir. Bu inceleme, Euro değerindeki değişimler üzerinde küresel finansal krizin etkileri ve küresel ölçekteki en etkin değişim aracı olan Dolar'ın belirleyiciliği de dikkate alınarak yapılmış ve istatistiksel analizlerle somutlaştırılmıştır. Bu bölümde yapılan incelemeler çerçevesinde elde edilen sonuçlar şöyle özetlenebilir:

- ABD'nin ekonomik ve dolayısıyla da parasal üstünlüğünün bir fonksiyonu olan Bretton Woods Antlaşması ile belirlenen ilkelerin uluslararası sistemin çerçevesini çizdiği dönemde, Avrupa'daki bütünleşme dinamikleri de hız kazanmıştır. Dönemin çift kutuplu yapısı da dikkate alındığında, küresel konularda Avrupa'nın ekonomik ve politik ağırlığının artırılmasına yönelik bir çaba olarak başlayan ekonomik bütünleşme, farklı evrelerden geçerek parasal birlik düzeyine ulaşmıştır. EPB; kişilerin, malların, hizmetlerin ve sermayenin serbest dolaşımına ek olarak, ulusal paralar arasında geri döndürülemez sabit kurların belirlenmesini ve ardından ortak para birimine geçişi beraberinde getirmiştir. Böylece oluşturduğu ortak para birimi ve ortak merkez bankasıyla AB, yalnızca birlik içi bütünleşme düzeyini geliştirmekle kalmamış, Amerikan Doları'nın mutlak egemenliğiyle şekillenen uluslararası parasal ilişkileri de dönüştürebilecek bir potansiyeli harekete geçirmiştir.

- Mali bütünleşmesi bir OPA'nın sahip olması gereken düzeye ulaşmaksızın siyasi iradeyle hızlandırılan EPB'nin asimetric niteliği ve teorideki optimum koşulları karşılayabilen bir parasal birliği pratikte temsil etmediği, bütçe krizinin etkileri ve sonuçları ile kanıtlanmıştır. Krizle birlikte EPB'de yer alan çevre ekonomilerin, parasal politika bağımsızlıklarını yitirmelerinin yanında, otomatik dengeleme mekanizmalarını da harekete geçiremedikleri ortaya çıkmıştır. Sonuçta söz konusu ülkelerin katı kemer sıkma tedbirlerine zorlanmasına varan etkileriyle bütçe krizi, mali bütünleşme ayağı zayıf bir parasal birliğin sorunsuz işleminin olanaksızlığını da gözler önüne sermiştir.

- EPB içindeki asimetrik yapıyı derinleştiren tarihsel etki, Euro'ya geçişle birlikte Almanya başta olmak üzere merkez ekonomilerinden çevre ekonomilerine yönelen yoğun sermaye akımı ile başlamıştır. Krize kadar olan süreçte bu akımın, ulusal paralarını Euro ile ikame eden rekabet gücü görece düşük çevre ekonomiler tarafından borçlanma ve gayrimenkul balonunu finanse etme gibi reel üretime dışsal faaliyetlerde kullanıldığı anlaşılmıştır. Balon patladığında, batık bankalar bütçeye; özel borçlar ise devlet borcuna yansırken, kamu açıkları kronikleşmiştir. Bu borçluluk, ortak paraya geçerek parasal bağımsızlıklarından feragat eden çevre ülkelerini çıkmaza sokan bir paradoksa dönüşmüştür.

- Küresel finans krizinin Euro Alanı'ndaki yansıması olan bütçe krizinin en belirgin sonucu, başta reel üretim ve ticaretteki daralma olmak üzere, istihdam, gelir düzeyi ve diğer makroekonomik göstergelere etki eden uzun dönemli bir ekonomik bunalım olmuştur. Finansal kaynaklı krizin büyük çaplı bir üretim krizine dönüşmesinde, küresel kriz öncesinde Avrupa'da da ucuz ve bol sermayenin fırsat verdiği yüksek kamu harcamalarının varlığı önemli rol oynamıştır. Böylece, döviz krizi niteliğindeki DKM Krizi'nden 15 yıl sonra, bu kez borç krizi niteliğiyle ön plana çıkan Euro Alanı Krizi, bütçe açıklarının ve kamu borç stokunun sürdürülemez boyutlara ulaşmasıyla derinleşmiş ve Euro değerinin gelişimine düşüş trendi olarak yansımıştır.

- Bu bağlamda asıl önemli olan ve aday ülke statüsündeki Türkiye açısından da dikkate alınması gereken gerçeklik, üye ülkeler arasındaki yapısal farklılıkların, asimetrik ve simetrik şoklara karşı direnç kapasitelerini de farklı kıldığının açıkça ortaya çıkması olmuştur. Optimum düzeydeki bir bütünleşmenin gerçekleşmesine de engel teşkil eden bu bölünmüşlük, özellikle çevre ekonomiler ve dolayısıyla ortak para birimi olan Euro üzerinde olumsuz etkiler doğurmuştur. Kriz sonrası likidite darlığıyla derinleşen ekonomik durgunluğun Birlik ekonomilerini hızla deflasyona sürüklediği endişesi, geleneksel parasal stratejilerin terk edilerek faizlerin aşağı çekilmesini ve parasal genişleme yoluyla ekonomiyi canlandırarak tedbirlerin alınmasını kaçınılmaz kılmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise Euro değerindeki değişimler ve bu değişimlerin Türkiye ekonomisine yansımaları analiz edilmiştir. Bu kapsamda Türkiye'nin Euro Alanı'na girişi olasılığının/girişinin Türkiye ekonomisine olası

etkilerini ortaya koymak amaçlanmıştır. Bu bölümde yapılan incelemeler çerçevesinde elde edilen sonuçlar ise şöyle özetlenebilir:

- Enflasyon ve dolayısıyla faiz düzeylerine yansıyan ülkeler arası yapısal farklılıklar, Euro'nun reel değerindeki değişimleri hem üye ülkeler arasında hem de dünya genelinde farklılaştırmaktadır. Bununla birlikte Euro Alanı ve ABD'deki düşük enflasyon düzeyleri dikkate alındığında, bu ekonomilere ait para birimlerinin reel değerinin, başta gelişmekte olan ülkeler olmak üzere diğer ülkelerin enflasyonu ile ilgili olduğu görülmektedir. Özellikle gelişmiş ekonomiler ile gelişmekte olan ekonomiler arasında yüksek düzeylerde gerçekleşen enflasyon farklarının faiz farklarına ve dolayısıyla sermaye hareketlerine yansiyarak kurların değerine ve gelişimine nasıl etki ettiği ise ülkeler arası paritelerin ve TL'nin reel değerinin gelişiminden açıkça ortaya çıkmıştır.

- EPB'nin ve diğer gelişmiş ekonomilerin parasal genişlemeye yönelik uygulamaları sonucunda doğrultusunu değiştiren küresel ölçekli spekülasyon sermaye akımları, yüksek kazançlar elde etmek için faiz oranlarının yüksek ve döviz kurlarının aşırı değerlenme eğiliminde olduğu gelişmekte olan ekonomilere yönelmiştir. Bu konjonktür, başta Türkiye olmak üzere gelişmekte olan ülkelerde reel kurların gelişimine etki ederek, ulusal paraların aşırı değerlenme eğilimine katkıda bulunmuştur. Piyasada oluşan nominal kurlar (ve finansal varlık fiyatları) ile temel ekonomik değişkenler (enflasyon, faiz oranı, ödemeler dengesi vd.) tarafından belirlenmesi gereken denge kurlar arasındaki bu ayrışma, sıcak para olarak da adlandırılan spekülasyon sermaye akımlarının iç ve dış ekonomik denge üzerindeki etkisini artırmıştır. Reel kurlarda ekonomik temelleri yansıtmayan ölçüde değerlenmeye yol açan bu nitelikteki sermaye akımları (ve Türkiye için kayda değer düzeydeki kayıt dışı fon akımı), bir yandan kısa vadede Türkiye'nin küresel krizi daha az hasarla atlmasına katkı sağlarken, diğer yandan dış dünyaya olan ekonomik (ve dolayısıyla siyasi) bağımlılığını artırmıştır.

Bu sonuçlar çerçevesinde, Türkiye'nin parasal birliğe olası üyeliği ve ticaretinde başlıca yeri olan ekonomiler ile arasındaki döviz kuru kaynaklı belirsizlikleri ortadan kaldırması ekonomik istikrarı sağlamak açısından önemli bir adım olarak görülebilir. Bir parasal birlikten teorik olarak sağlanması beklenen avantajlar dikkate alındığında, döviz kuru belirsizliğinin neden olduğu riskler ortadan

kalkınca, yatırım ve ticaret üzerindeki kur kaynaklı olumsuz etkiler de azalacaktır. Bunun yanında, paranın mal ve hizmet mübadelelerinde önemli fonksiyonu olan işlem ve enformasyon maliyetleri azalacaktır. Paranın değişim aracı, hesap birimi ve tasarruf aracı olma fonksiyonlarından daha sağlıklı biçimde yararlanma olanağı doğacaktır. Parasal birlik içi işlemlerden tasarruf sağlanmasının yanında, fiyat saydamlığı da artacak ve piyasalarda şeffaflık ve rekabetin artması için daha uygun koşullar söz konusu olacaktır. AMB'nin yürüttüğü ortak para ve döviz kuru politikaları ile fiyat istikrarı merkezli stratejisi dikkate alındığında, bunun faizler, yatırım ve üretim kararları üzerindeki olumlu etkileriyle birlikte ekonomik istikrar ve istikrarlı büyüme teşvik edilmiş olacaktır.

Teorik olarak bu doğrultudaki beklentilere karşın Türkiye, çalışmada incelediğimiz başlıca ekonomilerden ve tüm Avrupa ülkelerinden daha yüksek enflasyon oranına sahip ülke konumundadır. Bu gerçeklik, TL'nin başta Euro ve ABD Doları olmak üzere diğer paralar karşısında dış değerinin düşmesini koşullandıran bir durum iken, Türkiye'deki yüksek faiz, yani uluslararası faiz farkları ve sermaye hareketleri bu duruma engel olmaktadır. Yalnızca bu enflasyon düzeyleri bile dikkate alındığında, AB üyeliğine ve EPB'ye dâhil olmanın veya dâhil olup istikrarlı bir ekonomiye sahip olmanın Türkiye açısından olası görünmediği ortadadır.

Pratikteki bu durum dikkate alındığında, Türkiye'nin en önemli makroekonomik sorununun fiyat istikrarsızlığı olduğu görülmektedir. Nitekim çalışmanın son bölümünde de incelendiği üzere Türkiye'de yüksek enflasyon, yüksek faize neden olmakta, yüksek faiz ise sıcak parayı çekerek reel kurların düşmesine yol açmakta, TL'nin yapay olarak değerlendirilmesi anlamına gelen bu döngü, yerli üretim ve istihdamı olumsuz yönde etkilemektedir. Türkiye'nin küresel koşullarda bu enflasyon ve faiz oranıyla rekabet gücü ortadan kalkmaktadır. Dolayısıyla Türkiye'nin en önemli sorunlarının başında yüksek enflasyon ve yarattığı etkiler gelirken, buna karşılık AB'nin fiyat istikrarı sorununu tamamen çözdüğü görülmektedir. Türkiye'nin kalıcı fiyat istikrarı veya makul düzeyde (% 2-3 bandında) bir enflasyon için AB'ye ve buna bağlı olarak Euro Alanı'na girmesi, bunun için de Maastricht Kriterleri'ni sağlamış olması olumlu bir gelişmeyi ifade etmesinin yanında oldukça iyimser bir senaryo olarak karşımıza çıkmaktadır.

Euro Alanı'na olası bir katılımın iyimser bir senaryo olma nedeni ise Türkiye'de kurların reel değişkenlerden (yatırım, üretim, istihdam, ihracat, ithalat) daha çok spekülâtif sermaye hareketlerince şekillendirilmesinden ileri gelmektedir. Spekülâtif sermaye hareketlerin gerisinde ise, daha önce de vurgulandığı gibi, yüksek faiz oranları yatmaktadır. Bu sorunların derininde ise Türkiye'deki tasarruf açığıının bulunduğu görülmektedir. Katılıma yönelik iyimser senaryo dâhilinde bu tasarruf açığıının, küresel spekülâtif sermaye yerine tam üyelik süreci ve sonrasında AB ülkelerinden gelecek doğrudan yabancı yatırımlar ile kapatılmaya çalışılması bir ölçüde daha anlamlı görünmektedir.

Çalışmanın son bölümünde detaylı şekilde incelendiği üzere, enflasyon ve dolayısıyla faiz düzeylerine yansıyan ülkeler arası yapısal farklılıklar, Euro'nun reel değerindeki değişmeleri hem üye ülkeler arasında hem de dünya genelinde farklılaştırırken, bu durum, Türkiye ekonomisinin bu değişmeleri taşıyacak ölçüde güçlü olmasını gerektirmektedir. Bu nedenle, siyasi konjonktür dâhilinde elverişli bir ortamın oluşması veya siyasi iradeyle hızlandırılan bir sürecin sonrasında Türkiye'nin tam üyeliğinin gündeme gelmesi halinde bile, Türkiye ekonomisindeki yapısal sorunlar (teknolojik ürün üretememe, dış kaynak bağımlılığı, yüksek faiz vb.) devam ettiği sürece olası bir üyelik yeterince işlevsel olamayacak ve faydalı sonuçlar üretemeyecektir. Kısacası iyimser bir senaryo söz konusuysen bile (ucu kalıcı istikrarsızlık ve krizlere varabilecek olan) dramatik bir son kaçınılmaz olabilecektir. Buna dair en somut örnekler için de çalışmanın özellikle ikinci bölümünde kriz başlığı altında yapılan incelemelerden de görüldüğü üzere Euro Alanı Krizi'ne ve üye ülkeler açısından doğurduğu asimetrik sonuçlara bakmak yeterli olacaktır.

Sonuç olarak, EPB üyesi ülkeler arasında optimum düzeydeki bütünleşmeyi engelleyen yapısal farklılıklar ve asimetrik ilişkilerin derinleştirdiği bütçe krizinin somut örneklerle sabit olumsuz sonuçları da dikkate alındığında, Türkiye'nin, AB'ye tam üye olup Euro Alanı'na girse bile, (reel) döviz kuru kaynaklı istikrarsızlıklardan uzak kalamayacağı anlaşılmaktadır. Bu nedenle, kurların istikrar bozucu nitelikteki etkilerini asgari düzeye indirebilmek için spekülâtif yabancı sermaye girişlerine bağımlı yapıdan kurtulmak ve reel ekonomiyi bilgi ve teknoloji yoğun sektörlerle güçlendirmek bir seçenek değil, varoluşsal bir hedef haline getirilmelidir. Kuşkusuz bu hedef, yalnızca ekonomik değil, siyasi, sosyal ve kültürel boyutlarıyla birlikte

Üretim biçimi ve ürün deseninde gerçekleşecek yapısal dönüşümleri içermelidir. Dolayısıyla, Türkiye'nin mevcut ekonomik yapısı ve rekabetin küresel ve bölgesel koşulları dikkate alındığında, AB'ye tam üyelik ve EPB'ye giriş senaryolarının oldukça riskli ve sakıncalı sonuçlara açık olduğu anlaşılmaktadır. Zira AB ve Euro Alanı yeliği, güçlü üretim yapısı ve düşük enflasyonu olan ülkeler için avantajlı, bunları sağlayamayan ülkeler için dezavantajlı bir ortam sunmaktadır.



KAYNAKÇA

Abbott, Lewis F. “British Withdrawal from the European Union: A Guide to the Case For a Detailed Review of the Main Economic and Political Constitutional Arguments”, **Industrial Systems Research**, Manchester, 2002.

Abel, Andrew B. ve Ben Bernanke. **Macroeconomics**, 4. Baskı, Prentice Hall, 2000.

Aglietta, Michel. “L'intégration Monétaire et Financière Internationale: Un Défi Pour l'Europe”, **Revue Française d'Économie**, Cilt: 2, Sayı: 3, 1987, ss. 50-79.

Akçay, Belgin. “Avrupa Merkez Bankası”, **Avrupa Birliği: Tarihçe, Teoriler ve Politikalar**, (Ed. Belgin Akçay ve İlke Göçmen), Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2012, ss. 229-255.

Akçay, Belgin. “Ekonomik ve Parasal Birlik”, **Avrupa Birliği: Tarihçe, Teoriler ve Politikalar**, (Ed. Belgin Akçay ve İlke Göçmen), Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2012, ss. 341-371.

Alexander, Sidney Stuart. “Effects of a Devaluation: a Simplified Synthesis of Elasticities and Absorption Approaches”, **The American Economic Review**, 1959, ss. 22-42, <https://www.jstor.org/stable/1808056>, (27.07.2016).

Alexandre, Fernando, Pedro Baçã, João Cerejeira ve Miguel Portela. “Employment and Exchange Rates: The Role of Openness and Technology”, **IZA Discussion Paper No: 4191**, Institute for the Study of Labor, Mayıs 2009, <http://ftp.iza.org/dp4191.pdf>, (15.03.2017).

Alganer, Yalçın ve Müzeyyen Özlem Çetin. “Avrupa’da Birlik ve Bütünleşme Hareketleri II: 1957-1986”, **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 25, Sayı: 2, 2008, ss. 229-362.

Archick, Kristin. “The European Union: Current Challenges and Future Prospects”, **Congressional Research Service Report**, 27 Şubat 2017, <https://fas.org/sgp/crs/row/R44249.pdf>, (15.03.2017).

Aslan, Nurdan ve Ayşe Neslihan Kanbur. “Türkiye’de 1980 Sonrası Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı”, **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 23, Sayı: 2, 2007, ss. 9-43.

Atış, Aydanur Gacener. **Türkiye’de Denge Döviz Kurunun Belirlenmesinde Portföy Yaklaşımı**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2008.

Auboin, Marc ve Michel Ruta. “The Relationship Between Exchange Rates and International Trade: A Review of Economic Literature”, **WTO Economic Research and Statistics Division Staff Working Paper ERSD-2011-17**, Ekim 2011, https://www.wto.org/english/res_e/reser_e/ersd201117_e.pdf, (12.03.2017).

Avrupa Merkez Bankası, **Fiyat İstikrarı: Sizin İçin Neden Önemlidir?**, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No: 308 (Elektronik Kitap), <https://www.tbb.org.tr/Content/dijitalkitaplar/istikrar/pdf/TBB-fiyat-istikrari-dijital-kitap.pdf>, (15.09.2016).

Ay, Ahmet. “Döviz Kurlarının Belirlenmesinde Parasal Modellerin Başarısını Etkileyen Faktörler”, **Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Sayı: 1-2, 2001, ss. 125-146.

Ayhan, Fatih. **Döviz Kuru Oynaklığı, Dış Ticaret ve İstihdam İlişkisi: Türkiye Uygulaması**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya, 2016.

Bal, Pınar Gedikkaya ve Rana İzci (Ed.), **Ekonomik Kriz ve Avrupa Birliği**, Derin Yayınları, İstanbul, 2016.

Balak, Deniz. **Döviz Kuru Belirleme Yöntemleri ve 1980 Sonrası Dönemde Türk Ekonomisi İçin Bir Değerlendirme**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 1998.

Balaylar, Nilgün Acar. “Reel Döviz Kuru İstihdam İlişkisi: Türkiye İmalat Sanayi Örneği”, **Sosyoekonomi Dergisi**, Yıl: 2011, Sayı: 2, 137-160.

Balkır, Canan. **Uluslararası Ekonomik Bütünleşme: Kuram, Politika ve Uygulama - AB ve Dünya Örnekleri**, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2010.

Barlund, Mikkel ve Matthias Busse. “Labour Mobility in the EU”, **Centre for European Policy Studies Special Report**, 2016.

Basevi, Giorgio ve Carlo D’adda. “Overview: Analytics of the Euro Area Crisis”, **The Eurozone Crisis and the Future of Europe**, (Ed. Daniel Daianu, Carlo D’adda, Giorgio Basevi ve Rajeesh Kumar), International Political Economy Series, Palgrave Macmillan, 2014.

Batmaz, Nihat ve Sevinç Tekeli. **Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri: Polonya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Türkiye Örneği (1996-2006)**, Ekin Basım Yayın, Bursa, 2009.

Bayar, Yılmaz. “Euro Bölgesi Borç Krizi ile Avrupa Döviz Mekanizması Krizi’nin Karşılaştırmalı Analizi”, **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, Sayı: 22, 2014, ss. 211-231.

BBC, **Italian Bank Shares Tumble After Vote**, <http://www.bbc.com/news/business-38203813>, (02.03.2017).

BBC, **EU Referandum Results**, http://www.bbc.com/news/politics/eu_referendum/results, (17.09.2016).

Berke, Burcu. “Döviz Kurlarına Mikro Yapı Yaklaşımı: Bir Yazın İncelemesi”, **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt 32, Sayı 2, 2014, ss. 27-56.

Bilgin, Mehmet Hüseyin. “Döviz Kuru İşsizlik İlişkisi: Türkiye Üzerine Bir İnceleme”, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 8, Sayı: 2, 2004, ss. 80-94.

Bjørnland, Hilde C. “Monetary Policy and Exchange Rate Overshooting: Dornbush Was Right After All”, **Journal of International Economics**, Cilt: 79, Sayı: 1, 2009, ss. 64-77.

Boles, Kevin, Frank McDonald ve Nigel Healey. “The Euro: A Future International Currency”, **European Integration in the 21st Century: Unity in Diversity**, (Ed. Mary Farrell, Stefano Fella ve Michael Newman), Sage Publications, Londra, 2002.

Boratav, Korkut. “Borç Krizi mi, Avro Krizi mi?”, **Birgün**, 08.11.2011, <http://www.birgun.net/haber-detay/borc-krizi-mi-avro-nun-krizi-mi-14532.html>, (17.10.2016).

Boratav, Korkut. “IMF: Dün ve Bugün”, **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 34, Sayı: 1, 2016, ss. 27-42.

Boratav, Korkut. **Türkiye İktisat Tarihi: 1908-2009**, 21. Baskı, İmge Kitabevi Yayınları, Ankara, 2015.

Cambridge Dictionary, <http://dictionary.cambridge.org/>, (20.11.2016).

Canterbery, E. Ray. “Foreign Exchange, Capital Flows and Monetary Policy”, **Princeton Studies in International Finance No: 15**, 1965, https://www.princeton.edu/~ies/IES_Studies/S15.pdf, (26.07.2016).

Carchedi, Guglielmo. **Başka Bir Avrupa İçin: Avrupa Ekonomik Bütünleşmesinin Sınıf Tahlili**, Yordam Kitap, İstanbul, 2009.

Catão, Luis A.V. “Back to Basics: Why Real Exchange Rates?”, **Finance and Development**, Cilt: 44, Sayı: 3, Eylül 2007, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/09/basics.htm>, (23.03.2017).

Chang, Michele. **Monetary Integration in the European Union**, Palgrave Macmillan, New York, 2009.

Chown, John. **A History of Monetary Unions**, Routledge Taylor & Francis Group, 2003.

Cini, Michelle. **European Union Politics**, Oxford University Press, 2003.

Cohen, Benjamin J. “The European Monetary System: An Outsider’s View”, **Essays in International Finance No: 142**, International Finance Section, Princeton, New Jersey, Haziran 1981, https://www.princeton.edu/~ies/IES_Essays/E142.pdf, (08.09.2016).

Columbia University Online Course Materials, “Determinants of the Real Exchange Rate”, **International Macroeconomics Slides**, http://www.columbia.edu/~mu2166/UIM/slides_chapter9_Determinants_RER.pdf, (26.07.2016).

Corden, Warner Max. “Monetary Integration”, **Essays in International Finance No: 93**, International Finance Section, Princeton University, New Jersey, Nisan 1972, https://www.princeton.edu/~ies/IES_Essays/E93.pdf, (28.08.2016).

Cœuré, Benoît. “Assessing the Implications of Negative Interest Rates”, **Yale Financial Crisis Forum**, Yale School of Management, New Haven, 28 Temmuz 2016, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160728.en.html>, (02.10.2016).

Çağlar, Ünal. **Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, Alfa Yayınları, İstanbul, 2003.

Çolakoğlu, Bayram. “Avrupa Merkez Bankası’nın Para Politikası Stratejisi ve Teorik Temelleri”, **Bilgi Dergisi**, Cilt: 8, Sayı:1, 2004, ss. 95-112.

Daianu, Daniel, Carlo D’adda, Giorgio Basevi ve Rajeesh Kumar. **The Eurozone Crisis and the Future of Europe**, Palgrave Macmillan, 2014.

Danmarks Nationalbank, **Foreign Exchange Rate Policy and ERM II**, http://www.nationalbanken.dk/en/monetarypolicy/fixed_exchange_rate_and_ERM2/Pages/Default.aspx, (19.09.2016).

De Grauwe, Paul. **Economics of Monetary Union**, 11. Baskı, Oxford University Press, 2016.

Delivorias, Angelos. “A History of European Monetary Integration”, **European Parliament Research Service (Briefing)**, Mart 2015, [http://www.europarl.europa.eu/regdata/etudes/brie/2015/551325/eprs_bri\(2015\)551325_en.pdf](http://www.europarl.europa.eu/regdata/etudes/brie/2015/551325/eprs_bri(2015)551325_en.pdf), (11.09.2016).

Demirel, Baki. **Optimal Para Alanları Kuramı ve Türkiye’nin AB Para Sistemine Katılım Durumunun Analizi**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2011.

Di Mauro, Filippo, Rasmus Ruffer ve Irina Bunda. “The Changing Role of The Exchange Rate in a Globalized Economy”, **European Central Bank Occasional Paper Series No: 94**, Eylül 2008.

Dinan, Desmond. **Avrupa Birliği Ansiklopedisi**, 1. Baskı, Kitap Yayınevi, İstanbul, 2005.

Dornbusch, Rudiger. “Purchasing Power Parity”, **National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No: 1591**, 1985, <https://www.hks.harvard.edu/fs/jfrankel/itf-220/readings/dornbush-ppp-nberwp1591.pdf>, (26.07.2016).

Dornbusch, Rudiger ve Stanley Fischer. “Exchange Rates and the Current Account”, **The American Economic Review**, Cilt: 70, Sayı: 5, 1980, ss. 960-971.

Duygulu, Aylin Abuk. “Döviz Kuru İstikrarının Ekonomik İstikrar Açısından Değerlendirilmesi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 13, Sayı: 1, 1998, ss. 107-118.

ECB, **Benchmark Interest Rate**, <http://www.ecb.europa.eu/>, (25.03.2017)

ECB, **ECB, ESCB and the Eurosystem**, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.en.html>, (10.09.2016).

ECB, **ECB, Eurosystem Policy and Exchange Rates**, https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates, (24.07.2017)

ECB, **Euro exchange rates**, <https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange>, (25.03.2017).

ECB, **Euro exchange rates JPY**, <https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange>, (25.03.2017).

ECB, **Euro exchange rates Pound Sterling (GBP)**, <https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange>, (25.03.2017).

ECB, **Euro exchange rates USD**, <https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange>, (25.03.2017).

ECB, **Euro foreign exchange reference rates**, <https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange>, (25.03.2017).

ECB, **Government Debt to GDP**, <https://sdw.ecb.europa.eu>, (25.03.2017).

ECB, **Macroeconomic and Sectoral Statistics: HICP**, <https://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html>, (25.03.2017).

ECB, **Monthly Bulletin: January 1999**, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb199901en.pdf>, (01.10.2016).

ECB, **Structure of the Euro Area Economy**, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/eaec/html/index.en.html>, (25.03.2017).

ECB, “The ECB Announces Joint Intervention in the Exchange Markets, Directorate General Communications”, **Press Release**, 22 Eylül 2000, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2000/html/pr000922.en.html>, (25.03.2017).

ECB, “The International Role of the Euro”, **Interim Report**, Haziran 2016.

ECB, “The International Role of the Euro”, **14th Annual Review Report of the International Role of the Euro**, Temmuz 2015.

ECB, **The Mission of the Eurosystem**, https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/mission_eurosys.en.html, (10.09.2016).

ECB, **Use of the Euro**, <https://www.ecb.europa.eu/euro/intro/html/index.en.html>, (14.09.2016).

ECB, **Use of the Euro: Fixed Euro Conversion Rates**, <https://www.ecb.europa.eu/euro/intro/html/index.en.html>, (25.03.2017).

Ehrmann, Michael, Chiara Osbat, Jan Strasky ve Lenno Uusküla. “The Euro Exchange Rate During the European Sovereign Debt Crisis”, **ECB Working Paper Series No: 1532**, Nisan 2013.

Ekinci, Ramazan, Osman Tüzün ve Hakan Kahyaoğlu. “Dış Ticaret Hadleri Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama”, **Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi**, Cilt: 2, Sayı: 2, 2015, ss. 83-100.

El-Agraa, Ali M. **The European Union Economics and Politics**, 8. Baskı, Cambridge University Press, 2007.

Erarslan, Cemil ve M. Emin Timurtaş. “Avrupa Borç Krizinin Seçilmiş Ülke Örnekleri Üzerindeki Etkileri”, **Gazi İktisat ve İşletme Dergisi**, Cilt: 1, Sayı: 2, 2015, ss. 17-54.

Ergun, Temel. **İthal edilen Enflasyon ve Türkiye Örneği**, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları, İzmir, 1987.

Ersin, Özgür Ömer. “Küresel Krizin Avrupa Birliği Üzerindeki Etkileri: Parasal Birlik Altında İktisat Politikalarına İlişkin Bir Değerlendirme”, **Ekonomik Kriz ve Avrupa Birliği**, (Ed. Pınar Gedikkaya Bal ve Rana İzci), Derin Yayınları, İstanbul, 2016, ss. 57-90.

Ertürk, Emin. **Döviz Ekonomisi**, Der Yayınları, İstanbul, 1994.

Eser, Levent Yahya ve Mehmet Ela. “Avrupa Borç Krizi: Nasıl, Neden ve Nereye?”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 10, Sayı: 1, Nisan 2015, ss. 209-232.

Eurofound, **Labour Mobility in the EU: Recent Trends and Policies**, Publications Office of the European Union, Lüksemburg, 2014.

Europa, **The Euro**, http://europa.eu/european-union/about-eu/money/euro_en, (25.03.2017).

European Commission, **Economic and Monetary Union**, http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/emu/road/ems_en.html, (08.09.2016).

European Commission, **ERM II - the EU's Exchange Rate Mechanism**, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area/enlargement-euro-area/introducing-euro/adoption-fixed-euro-conversion-rate/erm-ii-eus-exchange-rate-mechanism_en, (25.03.2017).

European Commission, **EU Countries and the Euro**, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area/euro/eu-countries-and-euro_en, (25.03.2017)

European Commission, **International Financial Markets**, http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/world/markets/index_en.htm, (04.10.2016).

European Commission, **Phase 2: The European Monetary System - Interest Remained Strong**, http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/emu/road/ems_en.htm, (22.07.2016).

European Commission, **Phase 2: The European Monetary System - Snake in the Tunnel**, http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/emu/road/ems_en.htm, (07.09.2016).

European Commission, **Stability and Growth Pact**, http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_en.htm, (25.09.2016).

European Commission, **The Euro as Legal Tender**, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area/euro/use-euro/euro-legal-tender_en, (14.09.2016).

European Commission, **The Euro in the World**, http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/world/index_en.htm, (03.10.2016).

European Commission, **The Euro Outside the Euro Area**, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area/euro/use-euro/euro-outside-euro-area_en, (14.09.2016).

European Commission, **The History of the Euro**, https://ec.europa.eu/info/about-european-union/euro/history-euro/history-euro_en, (25.03.2017).

European Commission, **Trade: Countries and Regions-Canada**, <http://ec.europa.eu/trade/policy/countries-and-regions/countries/canada/>, (01.07.2017).

European Commission, **Trade: EU-Canada CETA**, <http://ec.europa.eu/trade/policy/in-focus/ceta/>, (01.07.2017).

European Council, “Brussels Summit 1978”, **Archive of European Integration**, 4-5 Aralık 1978, http://aei.pitt.edu/1424/1/Brussels_dec_1978.pdf, (11.09.2016).

European Monetary Institute, **Convergence Report**, Mart 1998.

Eurostat, **Development of the Annual Average Inflation Rates**, <http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained>, (25.03.2017).

Eurostat, **Economy and Finance**, http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Economy_and_finance, (25.03.2017).

Eurostat, **Real Effective Exchange Rate for Euro Area (based on HICP/CPI)**, <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tipser20&language=en>, (28.07.2017).

Eurostat, **Real Effective Exchange Rate for Euro Area (42 trading partners, based on HICP/CPI)**, <http://ec.europa.eu/eurostat/web/products-datasets/-/tipser10>, (28.07.2017).

Eurostat, **Real GDP Growth**, <http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained>, (25.03.2017).

Eurostat, **Unemployment Statistics**, http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Unemployment_statistics, (25.03.2017).

Ferguson, Niall. **The Ascent of Money: A Financial History of the World**, The Penguin Press, New York, 2008.

Filiztekin, Alpay. "Exchange Rates and Employment in Turkish Manufacturing", **Sabancı University Discussion Paper Series No: 0405**, 2005.

Fischer, Stanley. "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", **Finance and Development**, Cilt: 38, Sayı: 2, Haziran 2001, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/06/fischer.htm>, (26.07.2016).

Fontaine, Pascal. **Voyage to the Heart of Europe: 1953-2009**, Éditions Racine, Brüksel, 2009.

Frankel, Jeffrey A. Ve Andrew K. Rose. “The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria”, **National Bureau of Economic Research Working Paper Series No: 5700**, 1996, <http://www.nber.org/papers/w5700.pdf>, (10.09.2016).

Frankel, Jeffrey A. “Monetary and Portfolio-Balance Models of Exchange Rate Determination”, **Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates**, (Ed. Jagdeep S. Bhandari, Bluford H. Putnampp), MIT Press, Cambridge, 1983.

Frenkel, Roberto ve Jaime Ros. “Unemployment and the Real Exchange Rate in Latin America”, **World Development**, Cilt: 34, Sayı: 4, 2006, ss. 631-646.

Frieden, Jeffry, Piero Ghezzi ve Ernesto Stein. “Politics and Exchange Rates: A Cross-Country Approach to Latin America”, **The Currency Game: Exchange Rate Politics in Latin America**, (Ed. Jeffry Frieden ve Ernesto Stein), Johns Hopkins University Press, Baltimore, 2001.

Galeza, Tadeusz ve James Chan. “What is direct investment?”, **Finance and Development**, Cilt: 52, Sayı: 3, Eylül 2015, ss. 34-35, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2015/09/pdf/basics.pdf>, (12.03.2017).

Gerni, Cevat, Selahattin Sarı, Dilek Özdemir ve Ömer Selçuk Emsen. “Döviz Kuru Oynaklığı, Rezerv Oynaklığı ve Reel Faiz Oranlarının Dış Ticaret Üzerindeki Etkileri: Geçiş Ekonomileri Üzerine Uygulamalar”, **International Conference on Eurasian Economies, Session 4B: Orta Asya Ekonomileri**, 2013, ss. 412-419, <http://www.avekon.org/papers/711.pdf>, (15.03.2017).

Ghosh, Atish R., Anne-Marie Gulde ve Holger C. Wolf. **Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences**, The MIT Press, Massachusetts, 2003.

Ghosh, Atish R. ve Jonathan D. Ostry. “Choosing an Exchange Rate Regime”, **Finance and Development**, Cilt: 46, Sayı: 4, Aralık 2009, ss. 38-40, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/12/pdf/ghosh.pdf>, (26.07.2016).

Günay, Ayşe ve Ahmet Özen. “Avrupa Birliği’nde Mali Disiplinin Sağlanmasına Yönelik Maastricht Kriterleri’nin Anayasal İktisat Perspektifinden Değerlendirilmesi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cil: 4, Sayı: 2, 2002, ss. 66-82.

Güran, Nevzat. **Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge**, Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları, İzmir, 1987.

Güran, Nevzat. **Uluslararası Ekonomik Bütünleşme ve Avrupa Birliği**, Anadolu Matbaacılık, İzmir, 1999.

Harari, Yuval Noah. **Hayvanlardan Tanrılara: Sapiens**, çev. Ertuğrul Genç, Kolektif Kitap, 2015.

Hartmann, Philipp ve Otmar Issing. “The International Role of the Euro”, **Journal of Policy Modeling**, Cilt: 24, Sayı: 4, 2002, ss. 315-345.

Harvard University - Harvard Kennedy School Jeffrey Frankel’s Teaching Page, “The Marshall-Lerner Condition”, **Devaluation & The Trade Balance Lecture 1**, <https://www.hks.harvard.edu/fs/jfrankel/ap1120/ls/11-devaluationtb.pdf>, (26.07.2016).

Currency Converters and Historical Exchange Rates, **Historical Rates**, <http://fxtop.com/en/historical-exchange-rates.php>, (24.07.2017).

Hitiris, Theo. **European Union Economics**, Prentice Hall, Londra, 1998.

Ho, Corrine ve Robert N. McCauley, “Living with Flexible Exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies”, **Bank for International Settlements Working Papers No: 130**, 2003.

Husted, Steven ve Michael Melvin, **International Economics**, 8. Baskı, Pearson, 2009.

IMF, **Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2013**, <https://www.imf.org/external/pubs/nft/2013/areaers/ar2013.pdf>, (10.02.2017).

IMF, **Exchange Rates and Trade Flows: Disconnected?**, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/pdf/c3.pdf>, (12.03.2017).

IMF, **Producer Price Index Manual: Theory and Practice**, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ppi/2010/manual/ppi.pdf>, (26.06.2017).

IMF, “Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk”, **Global Financial Stability Report / World Economic and Financial Surveys**, 2009.

IMF, **World Economic Outlook Report**, Nisan 2017.

Ingham, Barbara. **International Economics: A European Focus**, Financial Times Prentice Hall, 2004.

Ioannou, Demosthenes, Jean-François Jamet ve Johannes Kleibl. “Spillovers and Euroscepticism”, **European Central Bank Working Paper Series No: 1815**, Haziran 2015.

Issing, Otmar. **The Birth of the Euro**, Cambridge University Press, 2008.

İKV, **Avrupa Birliği Temel Politika Alanları: Ekonomik ve Parasal Birlik**, www.ikv.org.tr/icerik_print.asp?id=230, (25.09.2016).

İKV, **Ekonomik ve Parasal Birlik**, <http://www.ikv.org.tr/ikv.asp?id=230>, (11.09.2016).

Insee, **Enquêtes Emploi 2003 à 2011**, <https://www.insee.fr/fr/statistiques/2415227?sommaire=2415511>, (28.07.2017).

Isard, Peter. **Exchange Rate Economics**, Cambridge University Press, 1995.

İnsel, Aysu ve Nesrin Sungur. “Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği - 1989: III - 1999: IV”, **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni 2003/8**, Aralık 2003.

Kansu, Aydan. **Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri - Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**, 2. Baskı, Güncel Yayıncılık, İstanbul, 2006.

Karadam, Duygu Yolcu. **The Real Exchange Rate and Economic Growth**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Ortadoğu Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2014.

Karlık, Rıdvan. **Avrupa Birliği ve Türkiye**, Beta Basım, İstanbul, 2003.

Kolsuz, Güneş ve Erinç Yeldan. “1980 Sonrası Türkiye Ekonomisinde Büyümenin Kaynaklarının Ayrıştırılması”, **Çalışma ve Toplum**, Sayı: 40, 2014/1, ss. 50-64.

Kondradyef, Nikolai D. **The Long Waves in Economic Life**, The Review of Economic Statistics, Cilt: 17, No: 6, 1935, ss. 105-115.

Krueger, Anne O. **Exchange Rate Determination**, Cambridge University Press, 1983.

Krugman, Paul R., Maurice Obstfeld ve Marc Melitz. **International Economics: Theory and Policy**, 10. Baskı, The Pearson Series in Economics, 2012.

Krugman, Paul R. "Revenge of the Optimum Currency Area", **NBER Macroeconomics Annual 2012 Volume 27**, (Ed. Daron Acemoglu, Jonathan Parker ve Michael Woodford), University of Chicago Press, 2013, ss. 439-448.

Kruse, D. C. **Monetary Integration in Western Europe: EMU, EMS and Beyond**, Butterworth-Heinemann Ltd, 1980.

Le Centre Virtuel de la Connaissance sur l'Europe, **Le Plan "Marjolin" et Ses Suites**, <http://www.cvce.eu/education/unit-content/-/unit/7124614a-42f3-4ced-add8-a5fb3428f21c/8a6be6a2-1c69-482d-91c7-bc04546c22e0>, (30.08.2016).

Le Guirrec-Milnier, Gaëlle ve Loïc Ernest. **L'Union Européenne - Ses Institutions et Ses Politiques Économiques**, Gualino-Lextenso éd., Paris, 2008.

Les Territoires Français au Regard des Objectifs de la Stratégie Europe 2020, <http://www.europe-en-france.gouv.fr/Centre-de-ressources/Etudes-rapports-et-documentation/Preparer-la-generation-2014-2020-des-programmes-europeens-Les-territoires-francais-au-regard-de-la-strategie-Europe-2020>, (28.06.2017).

Levi, Maurice D. **International Finance**, 4. Baskı, Routhledge, Londra, 2005.

Löchel, Horst. "The EMU and the Theory of Optimum Currency Areas", **Frankfurt School - Working Paper Series: 10**, 1998, <http://www.frankfurt-school.de/clicnetclm/filedownload.do?goid=000000168562ab4>, (22.09.2016).

Machlup, Fritz. "The Terms of Trade Effects of Devaluation upon Real Income and the Balance of Trade", **Kyklos**, Cilt: 9, Sayı: 4, 1956, ss. 418-542.

Markowitz, Harry. "Portfolio Selection", **The Journal of Finance**, Cilt: 7, Sayı: 1, 1952, ss. 77-91.

Massachusetts Institute of Technology Online Course Materials, “Price Levels and the Exchange Rate in the Long Run”, **International Economics Handouts**, <http://www.mit.edu/~14.54/handouts/ch15.pdf>, (26.07.2016).

Mayer, Thomas. **Europe’s Unfinished Currency: The Political Economics of the Euro**, Anthem Press, Londra, 2012.

McKinnon, Ronald I. “Optimum Currency Areas and Key Currencies: Mundell I versus Mundell II”, **Journal of Common Market Studies**, Cilt: 42, Sayı: 4, 2004, ss. 689-715.

Mercier, Paul ve Francesco Papadia. **The Concrete Euro: Implementing Monetary Policy in the Euro Area**, Oxford University Press, 2011.

Mercül, Abdülkadir. “Ekonomik-Parasal Birlik Süreci ve Türkiye”, **İ.Ü. İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları 40. Seri**, İstanbul, 2001.

Molle, Willem. **The Economics of European Integration (Theory, Practice, Policy)**, Dartmouth Publishing Company, 1990.

Mongelli, Francesco Paolo. “European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory”, **European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs: Economic Papers 302**, Şubat 2008.

Mulhearn, Chris ve Howard R. Vane. **The Euro: Its Origins, Development and Prospects**, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2008.

Mundell, Robert A. “A Theory of Optimum Currency Areas”, **The American Economic Review**, Cilt: 51, Sayı: 4, 1961, ss. 657-665, <https://people.ucsc.edu/~hutch/Econ241a/Articles/Mundell.pdf>, (30.08.2016).

Nandi, Sukumar. **Economics of the International Financial System**, Routledge, 2014.

Neal, Larry. **The Economics of Europe and the European Union**, Cambridge University Press, 2007.

Nicita, Alessandro. “Exchange Rates, Internal Trade and Trade Policies”, **Policy Issues in International Trade and Commodities Study Series No: 56**, UNCTAD, http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/itcdtab57_en.pdf, (12.03.2017).

Obstfeld, Maurice, Jay C. Shambaugh ve Alan M. Taylor. “The Trilemma in History: Tradeoffs Among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility”, **National Bureau of Economic Research Working Paper Series No: 10396**, Mart 2004, <http://www.nber.org/papers/w10396.pdf>, (12.03.2017).

OECD, **Economic Outlook 2016**, http://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-outlook-volume-2016-issue-2/gdp-deflators_eco_outlook-v2016-2-table194-en, (26.06.2017).

OECD, “Economic Surveys: Italy”, **OECD Publication Service**, Paris, Mayıs 2000.

OECD Data, **Inflation (CPI)**, <https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm#indicator-chart>, (24.06.2017).

OECD, **Irish GDP up by 26.3% in 2015?**, <https://www.oecd.org/std/na/Irish-GDP-up-in-2015-OECD.pdf>, (28.06.2017).

OECD Data, **Producer Price Indices (PPI)**, <https://data.oecd.org/price/producer-price-indices-ppi.htm>, (24.06.2017).

Oktar, Suat ve Suat Yavuz, **Euro ve Türkiye: Sorular ve Cevaplar**, Bilim ve Teknik Yayınevi, İstanbul, 2000.

Orhan, Osman Z. ve Seyfettin Erdoğan. **Para Politikası**, Yazıt Yayın-Dağıtım, Ankara, 2007.

Oxford Dictionary, <https://en.oxforddictionaries.com/>, (20.11.2016).

Özatay, Fatih. **Finansal Krizler ve Türkiye**, 5. Baskı, Doğan Kitap, İstanbul, 2016.

Özer, İtir. **Ekonomik ve Parasal Birlik ve Türkiye'nin Uyumu**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2007.

Özmen, Erdal. "Reel Döviz Kuru ve Türkiye Dış Ticaret Dinamikleri", **ERC Working Papers in Economics**, Cilt: 14, Sayı: 12, 2014.

Öztürk, Nazım ve Yüksel Bayraktar. "Döviz Kurlarını Açıklamaya Yönelik Yeni Yaklaşımlar", **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 11, Sayı: 1, 2010, ss. 157-191.

Palabıyık, Serdar ve Ali Yıldız. **Avrupa Birliği**, ODTÜ Yayıncılık, Ankara, 2006.

Parasız, İlker. **Makroekonomi: Teori ve Politika**, 8. Baskı, Ezgi Kitabevi, 2006.

Pardo, Ramon Pacheco. "From Miracle to Crash? The Impact of the Global Financial Crisis on Spain", **Europe and the Financial Crisis**, (Ed. Pompeo Della Posta ve Leila Simona Talani), Palgrave Macmillan, 2011, ss. 165-180.

Plihon, Dominique. **Döviz Kurları**, çev. Mehmet Bolak, Haluk Levent ve Ertuğrul Tokdemir, Yeni Yüzyıl Kitaplığı - İletişim Yayınları, İstanbul, 1995.

Rodrik, Dani. **Akıllı Küreselleşme**, Efil Yayınevi, Ankara, 2011.

Rodrik, Dani. "Küreselleşme, Nereye Kadar", **İktisat ve Toplum Dergisi**, Yıl: 2, Sayı: 3, 2011, ss. 26-31.

Rodrik, Dani. "The Real Exchange Rate and Economic Growth", **Brooking Papers on Economic Activity**, Cilt: 39, Sayı: 2, 2008, ss. 365-439.

Sarno, Lucio ve Mark Taylor. **The Economics of Exchange Rates**, Cambridge University Press, 2002.

Scheller, Hanspeter K. **The European Central Bank: History, Role and Functions**, European Central Bank, Frankfurt, 2004.

Schumpeter, Joseph A. **Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process**, McGraw-Hill Book Company, 1939.

Schütze, Robert. **European Constitutional Law**, Cambridge University Press, 2012.

Sever, Erşan ve Zekeriya Mızırak. "Döviz Kuru, Enflasyon ve Faiz Oranı Arasındaki İlişkiler: Türkiye Uygulaması", **Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, Sayı 13, 2007, ss. 265-283.

Seyidoğlu, Halil. **Uluslararası Finans**, Güzem Yayınları, İstanbul, 2001.

Seyidoğlu, Halil. **Uluslararası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama**, Geliştirilmiş 15. Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul, 2003.

Shiller, Robert J. **Irrational Exuberance**, Princeton University Press, 2000.

Stiglitz, Joseph E. "Symposium on Bubbles", **Journal of Economic Perspectives**, Cilt: 4, Sayı: 2, 1990, ss. 13-18.

Stiglitz, Joseph E. **The Euro: And its Threat to the Future of Europe**, Allen Lane, 2016.

Stiglitz, Joseph E. ve Bruce Greenwald. **Towards a New Paradigm in Monetary Economics**, Cambridge University Press, 2003.

Şanlıoğlu, Ömer. “Avrupa Birliği’nin Yapısal Bir Krizi Olarak Euro Krizi ve Etkileri Üzerine Bir Değerlendirme”, **Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 6, Sayı: 2, 2016, ss. 100-115.

T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, **Kamu Finansmanı İstatistikleri**, <https://www.hazine.gov.tr/tr-TR/Istatistik-Sunum-Sayfasi?mid=59&cid=12&nm=33>, (08.10.2017).

T.C. Kalkınma Bakanlığı, **Temel Ekonomik Göstergeler**, <http://www.kalkinma.gov.tr/Pages/TemelEkonomikGostergeler.aspx>, (06.09.2017).

TCMB, **Ödemeler Dengesi İstatistikleri**, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/odemeler+dengesi+ve+ilgili+istatistikler/odemeler+dengesi+istatistikleri>, (10.10.2017).

TCMB, **Reel Efektif Döviz Kuru Endeksleri**, <http://evds.tcmb.gov.tr/>, (06.09.2017).

TCMB, **Reel Efektif Döviz Kuru için Metodolojik Açıklama**, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/f5451926-5e77-4d81-87d0-2cb6a9a3014d/a121+%285%29.pdf?mod=ajperes&cacheid=rootworkspacef5451926-5e77-4d81-87d0-2cb6a9a3014d>, (05.09.2017).

TCMB, **Reel Efektif Döviz Kuru / Veri: Kapsam, Dönemsellik ve Zamanlılık**, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/235fa81f-8433-4f26-ae0a-825630e77b8c/rıp_metaveri++redk.pdf?mod=ajperes&cacheid=rootworkspace-235fa81f-8433-4f26-ae0a-825630e77b8c-lwl6aci, (05.09.2017).

The Council and the Commission of the European Communities, **Report to the Council and the Commission on the Realization by Stages of Economic and Monetary Union in the Community (Werner Report)**, Lüksemburg, 8 Ekim 1970, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication6142_en.pdf, (02.09.2016).

Thimann, Christian. “Global Roles of Currencies”, **European Central Bank Working Paper Series No: 1031**, Frankfurt, Mart 2009, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1031.pdf>, (20.11.2016).

Thirlwall, A.P. **Trade, the Balance of Payments and Exchange Rate Policy in Developing Countries**, Edward Elgar Publishing, 2003.

Thirlwall, A.P. ve Heather D. Gibson, **Balance of Payments Theory and the United Kingdom Experience**, 4. Baskı, Palgrave Macmillan, 1991.

Tonus, Özgür. **Temel Göstergelerle Türkiye Ekonomisi**, Ekin Yayınevi, Bursa, 2015.

Trading Economics, **Euro Area Interest Rate**, <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate>, (25.03.2017).

Trading Economics, **Euro Area Government Debt to GDP**, <http://tradingeconomics.com/euro-area/government-debt-to-gdp>, (25.03.2017).

Trading Economics, **Euro Dollar Exchange Rate**, <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/currency>, (25.03.2017).

Tunalı, Çiğdem Börke. “İktisatta Beklentiler ve Beklentilerin Modellenmesi”, **İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt: 59, Sayı: 1, 2009, ss. 135-168.

Turgan, Erdem. “2008 Krizinin Avrupa Birliği Ülkelerine Etkisi ve Krizleri Önlemeye Yönelik Geliştirilen Mekanizmalar”, **AİBÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 13, Sayı: 1, 2013, ss. 219-255.

TÜİK, **Dış Ticaret İstatistikleri**, <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist>, (24.09.2017).

TÜİK, **İstatistik Göstergeler**, <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=istgosterge>, (10.10.2017).

TÜİK, **Temel İstatistikler**, <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist>, (24.09.2017).

Türel, Oktar. “Avrupa Birliği’nde Ekonomik ve Parasal Birlik Süreci: Geçmiş ve Gelecek”, **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Cilt: 40, Sayı: 2, 2013, ss. 395-432.

Uçan, Okyay. **Döviz Kuru Dinamikleri**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2013.

UNCTAD, “Comprehensive Study of the Interrelationship between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI)”, **UNCTAD/GDS/DFSB/5**, 23 Haziran 1999, <http://unctad.org/en/Docs/pogdsdfsbd5.pdf>, (12.03.2017).

UNCTAD, **Statistics Data Center**, <http://unctadstat.unctad.org/wds/>, (20.08.2017).

Ungerer, Horst. **A Concise History of European Monetary Integration: From EPU to EMU**, Quorum Books, Westport, 1997.

United Nations Data, **Inflation, GDP Deflator**, http://data.un.org/data.aspx?d=wdi&f=indicator_code%3any.gdp.defl.kd.zg, (26.06.2017).

Utkulu, Utku. “Avrupa Parasal Birliği, Optimum Para Sahası ve Türkiye”, **Türkiye-Avrupa Birliği İlişkileri Üzerine Ekonomi-Politik Tezler**, (Ed. İrfan Kalaycı), Beta Basım, İstanbul, 2005.

Uysal, Yaşar. **Son 10 Yılda Döviz Kurları ve Sanayi Sektörü: Değerli TL, Re-Exportçu Sanayi**, <http://kisi.deu.edu.tr/yasar.uysal/site/raporlar/son10YildaDovizSanayi.html>, (23.03.2017).

Uzunoğlu, Sadi. **Para ve Döviz Piyasaları**, Genişletilmiş 2. Baskı, Literatür Yayınları: 92, İstanbul, 2003.

Visser, Hans. **A Guide to International Monetary Economics: Exchange Rate Theories, Systems and Policies**, 3. Baskı, Edward Elgar Publishing, 2004.

Yapraklı, Sevda. **Döviz Kuru Rejimleri ve Merkez Bankacılığı: Türkiye Üzerine Uygulamalar**, İmaj Yayınevi, Ankara, 2007.

Yapraklı, Sevda. “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımların Ekonomik Belirleyiciliği Üzerine Bir Analiz”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 21, Sayı: 2, 2006, ss. 23-48.

Yeldan, Erinç. “Türkiye’de Döviz Kuru ve Faizler Niye Aşırı Oynak?”, **Cumhuriyet**, 15.03.2017, http://www.cumhuriyet.com.tr/koseyazisi/698884/Turkiye_de_doviz_kuru_ve_faizler_niye_asiri_oynak_.html, (26.04.2017).

Yıldırım, Kemal, Mehmet Mercan ve S. Fatih Kostakoğlu. “Satın Alma Gücü Paritesi’nin Geçerliliğinin Test Edilmesi: Zaman Serisi ve Panel Veri Analizi”, **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 8, Sayı: 3, Aralık 2013, ss. 75-95.

Yiğit, Mehmet, Alper Yılmaz ve Etem Hakan Ergeç. “Avrupa Para Sistemi”, **Ekonominin AB’si: Sektörel Bazda Avrupa Birliği Ekonomisi**, (Ed. Ümit Güner), Ekin Basım Yayın, Bursa, 2008.

Yücememiş, Başak Tanınmış. **Parasal Birlik, Avrupa Merkez Bankası ve Türkiye’ye Yansımaları**, Derin yayınları, İstanbul, 2005.

