

T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**FARKLI KUR REJİMLERİNİN MAKROEKONOMİK
PERFORMANS SONUÇLARI**

DOKTORA TEZİ

MEHMET HİLMİ ÖZKAYA

ANABİLİM DALI : İKTİSAT
PROGRAMI : İKTİSAT POLİTİKASI

TEZ DANIŞMANI: DOÇ. DR. YUSUF BAYRAKTUTAN

KOCAELİ, 2007

T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

FARKLI KUR REJİMLERİNİN MAKROEKONOMİK PERFORMANS
SONUÇLARI

DOKTORA TEZİ

Tezi Hazırlayan : Mehmet Hilmi ÖZKAYA
Tezin Kabul Edildiği Enstitü Yönetim Kurulu Tarih ve No: 18.07.2007-2007/20

Prof.Dr. Recep TARI



Prof.Dr. Mehmet DUMAN



Prof.Dr. Salih ŞİMŞEK

Prof.Dr. Neşe ERİM



Doç.Dr. Yusuf BAYRAKTUTAN



KOCAELİ 2007

SUNUŞ

Farklı Kur Rejimlerinin Makroekonomik Performans Sonuçları konulu çalışmada öncelikle uluslararası para sisteminin tarihi gelişimi ve denge döviz kuruna yönelik teorik yaklaşımlar açıklandıktan sonra döviz kuru rejimlerinin sınıflandırılması ve kur rejimi tartışmaları anlatılmıştır. Ayrıca, kur rejimi tercihinde etkili olan faktörler ve temel kur rejimlerinin ekonomik etkilerine yönelik argümanlar üzerinde durulmuştur.

Döviz kuru rejimlerinin enflasyon ve büyüme üzerindeki etkilerinin teorik analizine vurgu yapılmış ve bu konuya ilişkin ampirik literatür incelemesi sunulmuştur. Bununla birlikte araştırmada benimsenen panel veri regresyon modellerinin tahminine ilişkin temel bilgiler ifade edildikten sonra oluşturulan modeller ve değişkenleri ortaya konulmuştur. Bunun yanında ülkeler tarafından benimsenen kur rejimlerinin enflasyon ve büyüme üzerindeki etkileri teorik model çerçevesinde panel veri regresyon analizi yöntemi ile ampirik olarak test edilerek açıklanmıştır. Son olarak yapılan analizin sonuçları çerçevesinde genel bir değerlendirme yapılmıştır.

Araştırmamın hazırlanması aşamasında bilgi ve tecrübelerinden istifade ettiğim danışman hocam Doç. Dr. Yusuf BAYRAKTUTAN'a, her izlemeye yol gösteren hocalarım Prof. Dr. Recep TARI ile Prof. Dr. Mehmet DUMAN'a ve tez savunma jürisi üyelerine teşekkürlerimi sunar, araştırmalarım sırasında yararlandığım Bankalar Birliği Kütüphanesi, İstanbul Üniversitesi Kütüphanesi, Boğaziçi Üniversitesi Kütüphanesi, Marmara Üniversitesi Kütüphanesi, Merkez Bankası Kütüphanesi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kütüphanesi ve Kocaeli Üniversitesi Kütüphanesi çalışanlarına gösterdikleri ilgiden dolayı teşekkürü bir borç bilirim.

Kocaeli, Mayıs 2007

Mehmet Hilmi ÖZKAYA

İÇİNDEKİLER

SUNUŞ	I
ÖZET	VII
ABSTRACT	VIII
KISALTMALAR.....	IX
ŞEKİLLER VE TABLOLAR.....	X
EKLER	XI
GİRİŞ	1

I.BÖLÜM

ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ VE DÖVİZ KURU

TEORİLERİNE GENEL BAKIŞ.....	4
1.1. ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ	4
1.2. ULUSLARARASI PARA SİSTEMİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ.....	5
1.2.1. Altın Standardı Dönemi: 1870-1914	5
1.2.2. İki Savaş Arası Buhran Dönemi.....	7
1.2.3. Bretton Woods Sistemi: Ortaya Çıkışı-Özellikleri-Çöküşü	8
1.2.4. 1973 Sonrası Dönem	14
1.3. DENGİ DÖVİZ KURUNUN OLUŞUMUNA YÖNELİK TEORİK	
YAKLAŞIMLAR	16
1.3.1. Temel Kavramlar	16
1.3.2. Döviz Kuru Teorileri	19
1.3.2.1. Dış Ticarete Dayalı Yaklaşım	20
1.3.2.1.1. Cari İşlemler ve Sermaye Hareketleri.....	20
1.3.2.1.2. Satınalma Gücü Paritesi	22
1.3.2.2. Finansal Yaklaşımlar	25
1.3.2.2.1. Döviz Kurlarına Monetarist Yaklaşım.....	25
1.3.2.2.2. Portföy Tercih Modelleri.....	27

1.3.2.3. Dinamik Döviz Kuru Modelleri.....	30
1.3.2.3.1. Döviz Kurlarının Aşırı Tepkisi ya da Hedefi Aşma	30
1.3.2.3.2. Spekülatif Kabarcıklar Teorisi	32
1.3.2.3.3. Döviz Piyasalarının Etkinliği Varsayımı	33
1.3.2.3.4. Rasyonel Beklentiler	34
1.3.2.3.5. Haberler ve Döviz Kurları	34

II.BÖLÜM

DÖVİZ KURU REJİMLERİ VE KUR REJİMİ TERCİHİ..... 36

2.1. DÖVİZ KURU REJİMLERİNİN SINIFLANDIRILMASINA YÖNELİK YAKLAŞIMLAR36

2.1.1. Resmi (De jure) Yaklaşım	37
2.1.2. Fiili (De facto) Yaklaşım.....	39

2.2. DÖVİZ KURU REJİMLERİ.....42

2.2.1. Sabit Kur Rejimleri	43
2.2.1.1. Dolarizasyon	44
2.2.1.2. Para Kurulu	45
2.2.1.3. Para Birliği (Parasal Birlik).....	46
2.2.2. Dalgalı Kur Rejimleri	47
2.2.2.1. Yönetimli Dalgalı (Managed Floating) Kur Rejimi	48
2.2.2.2. Müdahalesiz (Serbest) Dalgalı Kur Rejimi.....	49
2.2.3. Ara Kur Rejimleri.....	49
2.2.3.1. Geleneksel Sabit Çıpa (Ayarlanabilir Sabit Kur).....	50
2.2.3.2. Yatay Şeritler.....	50
2.2.3.3. Sürünen Çıpa (Crawling Peg).....	51
2.2.3.4. Sürünen Şerit (Crawling Band).....	51
2.2.3.5. Sıkı Yönetimli Dalgalı Kur Rejimi.....	52

2.3. KUR REJİMİ TERCİHİ VE KUR REJİMİ TERCİHİNDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLER52

2.3.1. Kur Rejimi Tercihi Tartışması.....	53
2.3.1.1. İki Kutup Hipotezi (Bipolar View).....	54
2.3.1.2. Dalgalanma Korkusu (Fear of Floating)Hipotezi.....	54

2.3.2. Kur Rejimi Tercihinde Etkili Olan Faktörler.....	56
2.3.2.1. Finansal Sistem	57
2.3.2.2. Şokların Kaynağı	57
2.3.2.3. Sermaye Hareketleri	58
2.3.2.4. Enflasyon Düzeyi	59
2.3.2.5. Üretim Yapısı ve İhracat Çeşitliliği.....	60
2.3.2.6. Rezerv Düzeyi	61
2.3.2.7. Para İkamesi	62
2.3.2.8. Ekonomi Dışı Kriterler	63
2.4. TEMEL KUR REJİMLERİNİN EKONOMİK ETKİLERİNE YÖNELİK ARGÜMANLAR	65
2.4.1. Dalgalı Kur Rejimi Lehindeki Görüşler	65
2.4.1.1. Basit Olması	65
2.4.1.2. Dış Dengenin Kendiliğinden Oluşması	66
2.4.1.3. Kaynak Kullanımı Açısından.....	66
2.4.1.4. Para Politikasında Özerklik.....	66
2.4.1.5. Asimetriyi Ortadan Kaldırması.....	67
2.4.1.6. Dışsal Şoklara Karşı Ülkeyi Koruması.....	67
2.4.1.7. Rezerv İhtiyacı.....	67
2.4.2. Dalgalı Kur Rejimi Karşısı Saptamalar	68
2.4.2.1. Disiplin Sorunu.....	68
2.4.2.3. Belirsizlik	68
2.4.2.4. Spekülasyonlara Yatkın Olması	68
2.4.2.5. Ödemeler Dengesindeki Disiplini Bozması.....	69
2.4.2.6. Özerklik İllüzyonu.....	69
2.4.3. Sabit Kur Rejimi Lehindeki Görüşler	70
2.4.3.1. Güvenilirlik	70
2.4.3.2. Disiplin.....	70
2.4.3.3. Dış Ticaret ve Yatırımları Teşvik Etmesi.....	71
2.4.3.4. Antienflasyonist olması	71
2.4.4. Sabit Kur Rejimi Karşısı Saptamalar.....	71
2.4.4.1. Parasal Bağımlılık.....	72

2.4.4.2. <i>Spekülatif Ataklara Maruz Kalma</i>	72
2.4.4.3. <i>Krizler Anında Esnek Olmaması</i>	72
2.4.4.4. <i>Ulusal Paranın Doğru Para Birimine Bağlanması Sorunu</i>	73

III.BÖLÜM

DÖVİZ KURU REJİMLERİNİN MAKROEKONOMİK PERFORMANS SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ 74

3.1. DÖVİZ KURU REJİMLERİNİN ENFLASYON VE BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN TEORİK ANALİZİ.....74

3.1.1. Döviz Kuru Rejimlerinin Enflasyon Üzerindeki Etkisi	75
3.1.2. Döviz Kuru Rejimlerinin Büyüme Üzerindeki Etkisi	78

3.2. LİTERATÜR İNCELEMESİ86

3.3. ARAŞTIRMANIN AMACI.....94

3.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ.....94

3.4.1. Panel Veri Regresyon Modellerinin Tahmini	94
3.4.1.1. <i>Sabit Etkili Modeller</i>	96
3.4.1.2. <i>Rassal Etkili Modeller</i>	97

3.5. MODELLER VE DEĞİŞKENLERİ99

3.5.1. Enflasyon Modeli	99
3.5.2. Büyüme Modeli.....	101

3.7. ARAŞTIRMANIN VERİLERİ104

3.8. ARAŞTIRMANIN BULGULARI105

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME..... 109

EKLER 114

KAYNAKÇA 125

ÖZET

1970’li yıllardan günümüze dünya deneyimi, döviz kuru rejimi tercihinin önemli bir konu olduğunu ortaya koymaktadır. Özellikle 1997 ortasında başlayan Asya Krizi’nin kısa sürede uluslararası mali sistemi çöküşün eşiğine getirmesi, birçok konuda olduğu gibi, bu konudaki mevcut tartışmaları hızlandırmıştır.

Sabit kur rejimlerinin dalgalı kur rejimlerine nispeten daha az enflasyona yol açtığı hususu genellikle kabul görmektedir. Ayrıca, sabit kur rejimleriyle düşük enflasyon arasındaki yakın ilişki, bu rejimlerin oluşturduğu güven ve disiplin unsurlarına bağlanmaktadır. Öte yandan tercih edilen kur rejimleri ülke ekonomisini dolaysız ve dolaylı olmak üzere iki şekilde etkilemektedir. Dolaysız olması, ekonomideki şokları düzenlemesini, dolaylı olması da yatırım, ticaret ve finansal sektörlerdeki gelişimi etkilemesini ifade etmektedir.

Farklı kur rejimlerinin makroekonomik performans sonuçları kur rejimi tercihinde gösterge olması bakımından önemlidir. Dolayısıyla bu çalışma, farklı kur rejimlerinin makroekonomik performans sonuçlarını enflasyon ve büyüme kriterlerine göre değerlendirmeyi amaçlamaktadır. 1975-2004 dönemi ve 97 ülkeyi kapsayan, resmi sınıflandırma ve panel veri analiz yöntemini benimseyen çalışmanın sonucuna göre, en iyi enflasyon performansını sabit kur rejimleri ortaya koymaktadır. Farklı gelir grubuna ait ülkelerde analiz sonuçları değişmektedir. Buna göre gelir seviyesi arttıkça kur rejimleri arasındaki enflasyon performans farklılığı azalmaktadır. Öte yandan kur rejimlerinin büyüme performansları önemli derecede farklılık göstermemektedir.

ABSTRACT

As of 1970s, world experience has indicated that the choice of exchange rate regimes is an important matter. The Asian Crisis of 1997 that brought on the brink of falling the international financial system accelerate current debates, as well in many topics.

It is generally accepted that fixed exchange regimes lead to lower inflation in comparison with floating exchange rate regimes. Furthermore, close relationship between fixed exchange regimes and inflation is tied to components of confidence and discipline. On the other hand, exchange rate regimes that are chosen affect the country's economy directly and indirectly. It directly regulates economic shocks and as well as indirectly affects improvements in investment, trade and financial sectors.

Macroeconomic performances of alternative exchange rate regimes are important from the point of view being an indicator in choosing exchange rate regimes. So this study aims to evaluate macroeconomic performance of exchange rate regimes considering inflation and growth criterions. The results of the study which uses the data of 97 countries for 1975-2004 period and de jure classification and which adopts analysis method of panel data, fixed exchange rate regimes indicate the best inflation performance. The results of analysis varies in the countries with different income. Accordingly, the more the level of income increases, the less is the difference in inflation performances of exchange regimes. On the other hand, growth performances of exchange rate regimes do not exhibit significant difference.

KISALTMALAR

a.g.e.	: adı geçen eser
A.Ş.	: Anonim Şirket
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BWS	: Bretton Woods Sistemi
Co.	: Company
Çev.	: Çeviren
Ed.	: Basım/Editör
EURO	: Avrupa Birliği Para Birimi
FEM	: Sabit Etkiler Modeli
GSMH	:Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	:Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IBRD	:Dünya Bankası
Inc.	: Incorporated
IMF	: Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)
İİBF	: İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
Ltd.	:Limited
REM	: Rassal Etkiler Modeli
s	: sayfa
S	: Sayı
TL	: Türk Lirası
UNCTAD	:Birleşmiş Milletler Kalkınma ve Ticaret Konferansı
USA	: United States of America
Üniv	: Üniversite
vb.	: ve benzerleri
Vol	: Volume

ŞEKİLLER VE TABLOLAR

Şekil 1.1 Döviz Kurlarındaki Aşırı Yükselmeye Karşı Fiyat, Faiz ve Kurların Hareketi.....	31
Şekil 2.1 Ülkelerin 1997-2007 Yılları Arasında Tercih Ettikleri Kur Rejimleri	37
Tablo 2.1 Fiili Yaklaşım Göre Döviz Kuru Rejimlerinin Sınıflandırılması	40
Tablo 2.2 İktisat Literatüründe Kur Rejimi Sınıflandırması	52
Tablo 2.3 Ekonominin Özelliklerine Göre Uygun Kur Rejimleri	64
Tablo 3.1 Literatür İncelemesi	93
Tablo 3.2 Model Değişkenlerine İlişkin Beklenen Katsayıların İşaretleri	103
Tablo 3.3 Enflasyona İlişkin Analiz Sonuçları	106
Tablo 3.4 Büyümeye İlişkin Analiz Sonuçları.....	107

EKLER

Ek-1. Analiz Kapsamındaki Ülkelerin Gelirlerine Göre Tasnifi	114
Ek-2. Enflasyona İlişkin Genel Analiz Sonuçları	115
Ek-3. Yüksek Gelirli Ülkeler İçin Enflasyona İlişkin Analiz Sonuçları ...	116
Ek-4. Üst-Orta Gelirli Ülkeler İçin Enflasyona İlişkin Analiz Sonuçları .	117
Ek-5. Alt-Orta Gelirli Ülkeler İçin Enflasyona İlişkin Analiz Sonuçları..	118
Ek-6. Düşük Gelirli Ülkeler İçin Enflasyona İlişkin Analiz Sonuçları	119
Ek-7. Büyümeye İlişkin Genel Analiz Sonuçları	120
Ek-8. Yüksek Gelirli Ülkeler İçin Büyümeye İlişkin Analiz Sonuçları....	121
Ek-9. Üst-Orta Gelirli Ülkeler İçin Büyümeye İlişkin Analiz Sonuçları ..	122
Ek-10. Alt-Orta Gelirli Ülkeler İçin Büyümeye İlişkin Analiz Sonuçları.	123
Ek-11. Düşük Gelirli Ülkeler İçin Büyümeye İlişkin Analiz Sonuçları....	124

GİRİŞ

Ülkeler arasında dış ödemelerle ilgili problemlerin çözümlemesini hedefleyen kurallar, yöntemler ve uygulamaların bütünü biçiminde tanımlanan uluslararası para sisteminin önemi, dünyada yaşanmakta olan küreselleşme eğilimi ile birlikte her geçen gün artmaktadır. Çünkü ulusal ve uluslararası alınan kararlar, gerek hükümet, gerekse firma, gerekse de birey olsun tüm kesimleri etkilemektedir. Öte yandan uluslararası para sistemi, uluslararası rezervlerin yanında yüzlerce ulusal para ve aynı sayıdaki ülkenin ödemeler bilançosuyla ilgili ilişkilerin düzenlenmesine dair birçok faaliyeti kapsamaktadır.

Uluslararası para sisteminin tarihsel başlangıcı 19. yüzyılın sonlarında yürürlüğe giren Altın Para Standardı'na dayanmaktadır. Bu sistemde ulusal paralar altın aracılığıyla tanımlanmakta ve yüzde yüz oranında altına çevrilebilir nitelik taşımaktadır. Aynı zamanda bu sistemde pariteler arasındaki dalgalanma, altın giriş ve çıkış noktalarına göre belirlenmektedir. Bununla birlikte dış ödemeler dengesi fiyat-altın para akımı mekanizmasına göre altın girişi ve çıkışı sonucunda fiyatlar etkilenecek otomatik olarak sağlanmaktadır.

Birinci Dünya Savaşı'na kadar sorunsuz işleyen Altın Para Standardı uygulamasına savaş nedeniyle ara verilmiş ve savaş sonrası bu sisteme eski kur üzerinden tekrar dönme çabaları değişen ekonomik koşullar nedeniyle başarısızlıkla sonuçlanmıştır.

İki dünya savaşı arasında, ulusal paraları birbirine dönüştürebilme imkanının ortadan kalkması, ülkeleri, uluslararası ödemelerde iki yanlı anlaşmalar yapmaya zorlamıştır. Bu durum, uluslararası para sisteminin temel özelliği olan ülkeler arasında çok yanlı denkleştirme mekanizmasının yıkılmasına ve dünya ticaretinin ciddi bir darboğaza girmesine neden olmuştur.

İki savaş arasında yaşanan gelişmeler, dünya ticaretini serbestleştirecek, çok yanlı denkleştirme mekanizmasının oluşturulmasına ve savaşta hasar gören ekonomilerin yeniden canlanmasına yardımcı olacak bir uluslararası ticari ve mali sistemin kurulmasının zaruriyetini ortaya koymuş, henüz savaş sona ermeden, sosyalist blok dışında kalan ülkelerin katılımıyla, yukarıdaki ihtiyaçlara cevap vermesi amacıyla Bretton Woods Sistemi (BWS) kurulmuştur.

1944 yılında kurulan BWS’de yirmibeş yıla yakın sürede herhangi bir aksama olmamış, 1968 yılından itibaren BWS’nin anahtar para olarak ABD dolarına tanıdığı merkezi rolden ve dış denge mekanizmasının işleyişinden kaynaklanan sorunlar, uluslararası para sisteminde aksaklıklar meydana getirerek dünya ekonomisindeki gelişmelerin etkisiyle büyümüş, nihayetinde 1973 yılında söz konusu sistemin yıkılmasına neden olmuştur.

BWS’nin çöküşünden sonra özellikle gelişmiş ülkelerde serbest değişken kur rejimleri uygulamaya konulmuştur. Kısa süreli bir çözüm olarak görülen bu uygulamalar halen geçerliliğini korumakta ve günümüzde sabit kur rejimlerinden dalgalı kur rejimlerine kadar geniş bir yelpaze içinde belirlenmektedir.

XX. yüzyıl sonlarından itibaren sıklaşan ve küresel boyutlarda etkisi görülen döviz krizlerinin, finansal küreselleşmeyle birlikte hükümetler, firmalar yanında bireylerin de yaşamında önemli bir yer edinmeye başlaması, döviz kurlarının belirlenmesi ve kur rejimi tercihi gibi konuları ilgi odağı haline getirmiştir.

Döviz kuru rejimi tercihi, kur rejimlerinin ülke ekonomilerini ciddi biçimde sarsan ekonomik krizlerin sebepleri arasında önemli yer tutması nedeniyle, uluslararası iktisat literatürünün sürekli odak noktası olmuştur. Ayrıca sürdürülemez döviz kuru rejiminin sebep olarak görüldüğü ekonomik kriz serilerinin (Meksika, Doğu Asya, Rusya, Brezilya ve Türkiye) ortaya çıkmasıyla kur rejimi tercihi tartışmaları yeniden hız kazanmıştır. Dolayısıyla farklı kur rejimlerinin makroekonomik performans sonuçlarının ortaya konulmasının, özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından çok önemli olduğu ortaya çıkmaktadır.

Çalışmanın amacı, yeniden hız kazanan tartışma konusu bağlamında uluslararası para sistemine genel bir bakış açısı sağlayarak, farklı kur rejimlerinin makroekonomik performans sonuçlarını ampirik olarak ortaya koymaktır. Söz konusu amaç kapsamında şekillenen bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır:

I. Bölüm’de uluslararası para sistemi ve onun tarihsel gelişimi vurgulandıktan sonra, döviz kuruyla ilgili temel kavramlar açıklanmıştır. Bununla birlikte denge döviz kurunun belirlenmesine yönelik teorik yaklaşımlar, ortaya çıkış sıralamasına göre ayrıntılı biçimde ele alınmıştır.

Döviz kuru rejimi tercihi tartışmalarıyla başlanan II. Bölüm’de, kur rejimlerinin sınıflandırılmasına yönelik yaklaşımlardan özellikle ampirik çalışmalarda öne çıkan resmi (de jure) ve fiili (de facto) yaklaşımlarının dayanaklarının ortaya konulmasıyla birlikte, ülkelerin uyguladıkları farklı döviz kuru rejimleri aktarılmaya çalışılmıştır. Ayrıca kur rejimi tercihinde etkili olan faktörler ve temel kur rejimlerinin ekonomik etkilerine yönelik argümanlar açıklanmıştır.

III. Bölüm’de döviz kuru rejimlerinin makroekonomik performans kriterlerinden enflasyon ve büyüme üzerindeki etkilerinin teorik analizi ve bu konuyla ilgili literatür incelemesi yapılmıştır. Bunun yanında araştırmanın amacı vurgulandıktan sonra araştırmada yöntem olarak benimsenen panel veri regresyon modellerinin tahminine ilişkin temel bilgiler, araştırmaya konu olan modeller ve değişkenleri açıklanmıştır. Bununla birlikte ülkelerin tercih ettikleri döviz kuru rejimlerinin enflasyon ve büyüme üzerindeki etkileri teorik model çerçevesinde panel veri çok değişkenli regresyon analizi yöntemi ile ampirik olarak test edilerek ortaya konulmaya çalışılmıştır. Son olarak yapılan analiz sonuçları çerçevesinde genel değerlendirme yapılmıştır.

I. BÖLÜM

ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ VE DÖVİZ KURU TEORİLERİNE GENEL BAKIŞ

1.1. ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ

Uluslararası para sistemi veya uluslararası ödemeler sistemi, uluslar arasındaki ödeme ilişkilerini ve döviz kuru sistemlerini düzenleyen bir mekanizmadır. Bu mekanizma ne kadar etkin işlerse uluslararası ödemelerin daha hızlı ve düzenli, uluslararası ticaret ve sermaye akımlarının daha hızlı ve istikrarlı gelişebileceği ifade edilebilir.

Uluslararası para sistemi, genel olarak ülkelerin uyguladıkları döviz kuru sistemlerini, bu konuda uluslararası anlaşmalarla belirlenen kuralları, öngörülen mekanizmaları ve oluşturulan uluslararası mali kuruluşları ifade etmektedir¹. Başka bir deyişle, uluslararası para sistemi, dünya üzerinde mevcut olan bağımsız ülkeler ile ekonomik birimlerin kendi aralarındaki her türlü ödemenin yapılabilmesine imkan tanıyan uluslararası kurumsal yapı, mekanizma ve uygulamalar bütününden oluşmaktadır².

Günümüzde, dünya dış ticaretindeki artış hızının birçok ülkenin milli gelir artış hızının üzerinde seyrettiği görülmektedir. Küreselleşme, finansal liberalizasyon ve teknolojik gelişmelerle birlikte yabancı sermaye fonlarının uluslararası para ve kur sistemleri üzerinde daha etkin rol oynadığı açıktır. Ulusal paranın döviz çevrilebilmesi ve bireysel tasarrufların yabancı menkul değerlere dönüştürülmesi, haberleşme ve ulaşım kolaylıkları sayesinde anlık bir işlem haline gelmiştir. Söz konusu gelişmeler paralelinde ulusal sınırlar içindeki yaşam koşulları, istihdam düzeyi, üretim, gelir ve harcama imkanları, artan oranda dışa bağımlılık kazanmaktadır. Sonuçta, başta mal akımları ve sermaye transferleri olmak üzere, dış ülkelerle ilişkili olarak mali hak ve taahhüt kazandıran bütün işlemler, döviz kuru

¹Halil Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama**, 14. Baskı, İstanbul: Güzem Yayınları, 2001, s. 532.

²Rıdvan Karluk, **Küreselleşen Dünyada Uluslararası Ekonomik Kuruluşlar ve Entegrasyonlar**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Basımevi, 1995, s. 220.

sistemleri ya da uluslararası para sistemi, yurtiçi ve yurtdışı ekonomik dengelerin kurulmasında önemli rol oynamaktadır³.

1.2. ULUSLARARASI PARA SİSTEMİNİN TARİHSEL GELİŞİMİ

Dünya ekonomisinde meydana gelen gelişmelere bağlı olarak uluslararası para sistemi gelişmeler kaydetmektedir. Tarihsel gelişim perspektifinde uluslararası para sistemi dört ana başlık altında ele alınmaktadır⁴. Bunlardan birincisi, 1880’lerden 1920’lara kadar süren “altın standardı dönemi”; ikincisi, 1920 sonrası ile 1944 arasını kapsayan “buhran dönemi” ya da “iki savaş arası dönem”; üçüncüsü, 1944 ve 1973 yılları arasında uygulanan “Bretton Woods Sistemi”; dördüncüsü ise, “karma uygulamalar” olarak ifade edilen ve 1973 sonrası günümüze kadar olan dönemi kapsamaktadır.

1.2.1. Altın Standardı Dönemi: 1870-1914

Altın standardı sisteminin, tam bir görüş birliği olmamasına rağmen, 1880-1890 döneminde yürürlüğe girdiği kabul edilmektedir. Bu sistemde ulusal paraların değeri, altın karşılığı olarak belirlenmektedir (altın standardı döneminde 1 ons altın 20.67 \$’a tekabül etmiştir). Dolayısıyla, her ulusal para altın değerine bağlı olarak tanımlandığı için, tüm paralar bir sabit kur sisteminde birbirlerine bağlanmaktadırlar. Örneğin A parasının 1 birimi 0.10 ons altına eşitken, B’nin 1 birimi 0.20 ons altına eşitse, B parasının 1 birimi A’nın iki katı olacak ve böylece döviz kuru $B=2A$ biçiminde tanımlanmış olacaktır.

En parlak dönemi Birinci Dünya Savaşı’nın başlamasından önceki son yirmi yılı kapsayan Altın Standardı’nın işleyişine yönelik teorik model Klasik iktisadi düşünce varsayımları üzerine kurulmuştur⁵. Bunlar, uzun dönemde ekonomide tam istihdamın olması, tam rekabet koşullarında işleyen bir piyasanın mevcut olması, laissez-faire düşüncesiyle hareket eden devletin olması, ücret ve fiyatlarda hem yukarı, hem de aşağı yönde esnekliğin olması ve paranın sadece işlem

³Dilek Özbek, **Uluslararası Para Sistemi Teori ve Politika**, Ankara: İmaj Yayıncılık, 1999, s. 6.

⁴James C. Ingram, **International Economics**, Fourth Edition, New York: John Wiley & Sons, 1996, pp. 125-126.

⁵Özbek, a.g.e., s. 40.

güdüğü ile elde tutulması ve bu yüzden elde para tutma nedenlerinin çok yavaş değişmesi biçiminde sıralanabilir⁶.

Altın standardı sisteminin istikrarlı işlemesi üç koşulun gerçekleşmesine bağlıydı. Birincisi, her ulusal paranın altın cinsinden fiyatının sabitlenmesidir. İkincisi, altının ülkeler arasında ihraç ve ithalinin serbest olmasıdır. Üçüncü olarak, dış ticareti fazla veren ülkenin, içeriye giren altın miktarındaki artışa bağlı olarak para arzının artmasına; açık veren ülkenin ise altın kaybına bağlı olarak para arzının azalmasına izin vermesinin gerekliliğidir⁷. İlk iki şart, sistemdeki ülkelerin döviz kurlarının dar bant içinde istikrarlı olmasını sağlamıştır. Ulusal paraların altın cinsinden fiyatının sabitlenmesiyle, söz konusu paralar arasındaki kur da sabitlenmiş olmaktadır. Bu sabit kurdan sapmalar, arbitraj işlemleri kanalıyla kısa sürede düzeltilmektedir. Üçüncü şart, ortaya çıkan ödemeler bilançosu dengesizliklerini otomatik olarak ortadan kaldıran bir mekanizma oluşturmaktadır.

Temel özelliği ülkelerin para birimleri arasındaki değişim oranlarının altına bağlandığı bu sistemde, altının likiditesi, üretilen altın miktarı ile sanayinin altın ihtiyacına bağlı olarak değişmekteydi. Sistemde altınla birlikte kağıt para da değişim aracı olarak kullanılmaktaydı. Teorik olarak, değişim aracı biçiminde kullanılan kağıt paranın karşılığı altındı⁸. Kağıt paranın bir satın alma gücü olarak kabul ettirilebilmesi, talep edildiğinde merkez bankalarının altın karşılığında bu banknotları geri almayı bir yasayla garanti ederek sağlanmaktaydı. Bu yüzden merkez bankalarının dolaşımdaki kağıt para karşılığında minimum altın karşılığı bulundurması bir zorunluluktur.

Sabit döviz kuru sistemine dayanan Altın Standardı'nda, altın hem iç ekonomik işlemlerde kullanılan ulusal para, hem de uluslararası ödeme aracı fonksiyonu görmektedir. Her ülkenin parasının değeri altın cinsinden tanımlandığı ve altının ithal ve ihracı serbest bırakıldığı için ulusal paralar otomatik olarak sabit kurlardan birbirine bağlanmış olmaktadır. Böylece bu sistemde ulusal paralar

⁶Barry Eichengreen, **Globalizing Capital, A History of The International Monetary System**, New Jersey: Princetion University Pres, 1996, pp. 25-30.

⁷Ünal Çağlar, **Döviz Kurları Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, İstanbul: Alfa Yayınları, 2003, ss. 22-23.

⁸Sadi Uzunoğlu, **Para ve Döviz Piyasaları**, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2003, s. 2.

arasındaki değişim oranı, ilgili paraların kapsadığı altın miktarlarına göre belirlenmiş olmaktadır⁹.

1.2.2. İki Savaş Arası Buhran Dönemi

Birinci Dünya Savaşı'na kadar sorunsuz işleyen altın standardı uygulamasına savaşla birlikte ortaya çıkan enflasyon nedeniyle ara verilmiştir. Savaş sonrası ülkelerin tekrar eski kur üzerinden altına dönüş çabaları değişen ekonomik koşullar nedeniyle, başarısız olmuştur¹⁰.

Altın standardına dönüş çabalarının başarısız olmasına neden olan koşullar aşağıdaki şekilde sıralanabilir¹¹:

- Ülkelerin iktisadi koşullarının değişmesi özellikle enflasyon oranındaki farklılıklar nedeniyle eskiye dönüş sağlanamamış ve ülkeler paralarını uluslararası piyasalarda dalgalanmaya bırakmışlardır. Ülkelerin değişen ekonomik koşulları, hükümetlerin kendi ekonomilerini iyileştirme çabaları gibi faaliyetler uluslararası alanda yeniden kurulması planlanan ekonomik işbirliğini engellemiştir.

- Savaş öncesi dönemdeki pariteye dönüş çabaları, savaş sonrası dönemde bazı ülke paralarının aşırı değerlenmesi nedeniyle mümkün olmamış ve dolayısıyla dış açıkların artmasına sebep olmuştur.

- Altın rezervlerinin kısıtlı olması ve altın üretiminin yetersizliği, altın standardına dönüş çabalarının başarısız olmasının nedenlerinden biridir.

- Büyük Bunalım'ın ortaya çıkardığı durgunluğu aşmak için para arzının arttırılması gerekmiştir. Altın standardı sistemine dönülmesi halinde ise para arzını arttırarak söz konusu durgunluğu aşmak gerçekleşmeyecekti.

Altın standardı yıkıldıktan sonra ulusal paraları birbirine dönüştürebilme olanağının kalmaması, ülkeleri, uluslararası ödemelerde iki yanlı (bilateral) anlaşmalar yapmaya zorlamıştır. Söz konusu durum, dünyada çok yanlı denkleştirme

⁹Miltiades Chacholiades, **International Economics**, New York: McGraw-Hill Publishing Company, 1994, pp. 488-489.

¹⁰Paul R. Krugman and Maurice Obsfeld, **International Economics Theory and Policy**, Sixth Edition, New York: The Addison-Wesley World Student Series, 2003, pp. 543-545.

¹¹Aydan Kansu, **Döviz Kuru Sistemleri, Döviz Krizleri, Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**, İstanbul: Derin Yayınevi, No: 48, 2004, ss. 10-12.

mekanizmasının yıkılmasına ve dünya ticaretinin ciddi bir darboğaza girmesine neden olmuştur¹².

İki dünya savaşı arasında, uluslararası para sistemi birbirini takip eden kısa süreli düzenlemeler yoluyla gelişmiştir. 1921-25 arasında önemli ulusal paralar arasındaki döviz kurları hemen hemen (hiçbir merkez bankası müdahalesi olmaksızın) serbestçe dalgalanmaya bırakılmıştır. 1925-31 arasında döviz kurları, sayılı ülkelerde altın standartlarının restorasyonu ve geri kalan ülkelerde altın döviz standartlarının (gold-exchange standards) başlangıcı vesilesiyle genelde sabitlenmiştir. 1931 sonrası, ülkeler altını terk etmeye başladığında, sistem koordinesiz karışık rejime dönüşmüş ve 1936 sonrası, İngiltere, Fransa ve ABD arasında Üçlü Parasal Sözleşme (Tripartite Monetary Agreement) ile döviz kuru yönetiminin koordineli olduğu bir rejime dönüşmüştür¹³.

Özet olarak, İkinci Dünya Savaşı'nın öncesine gelindiğinde, uluslararası mali alan tam bir karışıklık içinde bulunuyordu¹⁴: Evrensel altın standardı yıkılmış, onun yerine birbirinden ilgisiz başlıca üç para bloğu oluşmuştur. Kambiyo kontrolü uygulayan geniş bir grup ülkenin ulusal paraları konvertibilitesini yitirmiş, bu ülkelerde ticaret iki yanlı kanallara saptırılmış, yüksek gümrük tarifeleri ve sıkı miktar kısıtlamaları yaygın uygulamalar durumuna gelmişti. Sabit kurdan parası aşırı değerlenen ülke devalüasyon yapıyor, ancak ticaret ortakları da bundan zarar görmemek için karşı devalüasyonlara başvuruyorlardı. Altın Bloku'na bağlı ülkeler de sabit kurlardan doğan dış açıklarını önlemek için gümrük tarifelerini yükseltmekte ve yoğun miktar kısıtlamaları uygulamaktaydılar. Yalnız Sterlin bölgesi içinde ticaret bir ölçüde serbestçe yürütülüyor ve paralar oldukça sınırlı bir konvertibiliteye sahip bulunuyordu.

1.2.3. Bretton Woods Sistemi: Ortaya Çıkışı-Özellikleri-Çöküşü

İki savaş arası dönemde yaşanan gelişmeler, dünya ticaretini serbestleştirecek, çok yanlı denkleşmeye olanak verecek ve savaşta yıkılan ekonomilerin yeniden kurulmasına yardımcı olacak bir uluslararası ticari ve mali

¹²Chacholiades, a.g.e., p. 491.

¹³Peter Isard, **Exchange Rate Economics**, New York: Cambridge University Press. 1995, pp. 36-37; Peter B. Kenen, **The International Economy**, New York: Cambridge University Press. 1996, pp. 480-485.

¹⁴Eichengreen, a.g.e., pp. 91-92; Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama** , ss. 534-535.

sistemin kurulmasının gerekliliğini ortaya koymuştur¹⁵. O yüzden, daha savaş bitmeden, sosyalist blok dışında kalan ülkelerin katılmasıyla, dünya ticaretini serbestleştirerek, çok taraflı ticarete imkan sağlayacak bir uluslararası ticari ve mali sistemin esaslarını belirlemek üzere ABD'nin Bretton Woods kentinde bir konferans toplanmıştır¹⁶.

Savaşın sonra uygulanmak üzere kararlaştırılan para sistemine, toplantıların yapıldığı yerin ismine istinaden, Bretton Woods Sistemi (BWS) denmiştir. Bu sistemin temel amacı, kısa dönemli dalgalanmalar karşısında sabit kurların korunabilmesini sağlayacak bir kurallar dizisinin oluşturulmasını sağlamaktır¹⁷. BWS, ABD ile İngiltere arasında bir uzlaşmanın sonucunda şekillenmiştir. Konferansa biri ünlü iktisatçı Keynes tarafından hazırlanan “İngiliz Planı”, diğeri de ABD Hazine Bakanı başkanışmanı White tarafından önerilen “Amerikan Planı” olmak üzere iki tasarı sunulmuştur¹⁸. ABD'nin savaş sonrası ekonomik ve siyasal üstünlüğü nedeniyle görüşmeler sonunda ufak bazı değişikliklerle Amerikan Planı benimsenmiştir¹⁹.

Keynes planı, dünyanın tek Merkez Bankası olacak bir kurumun ve böylece ülkelerin ekonomik egemenlikleri üzerinde kontrol olanağının bulunmasını, uluslararası para olarak bancor adında tek bir paranın kabulünü ve uluslararası ödemelerin de ya altın ya da bu banka tarafından çıkarılacak bancor ile yapılmasını önermiştir²⁰.

White tarafından sunulan Amerikan Planı'na göre, bütün ülkeler paralarının değerlerini altın ile ifade edecek ve sadece ödemeler bilançosunda yapısal sorunlar ortaya çıktığı zaman devalüasyon yapabileceklerdir. ABD bu plana göre, doların değerini altına bağlamakta ve 1 ons (31 gram) altının fiyatını 35 dolar olarak belirlemektedir. ABD Merkez Bankası, çıkaracağı dolarlar için % 25 parasal altın stoku bulundurma şartını kabul etmektedir. Aynı zamanda doların altın

¹⁵Gül Günver Turan, **Uluslararası Para Sistemi Dünü ve Bugünü**, Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1980, s. 83.

¹⁶Frederic S. Mishkin, **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Sixth Edition, New York: Addison Wesley Series, 2000, p. 488.

¹⁷İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, 7. Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, 2000, s. 562.

¹⁸Eichengreen, a.g.e., p. 96.

¹⁹Sacit Önen, **Uluslararası Mali Kuruluşlar**, Ankara: Gazi Üniv. Yayınları, No: 136, 1990, s. 23.

²⁰Erden Öney, **Uluslararası Para Sistemi**, Ankara: Ankara Üniv. SBF Yayınları No: 448, 1980, s. 125.

konvertibilitesi tam olarak kabul edilmektedir. ABD Merkez Bankası, diğer ülkelerin merkez bankalarının talebi halinde, anında dolarları 1 ons altın = 35 dolar paritesi üzerinden altına çevirecekti. Amerikan Planı'nın sonucu olarak BW anlaşmalarıyla uluslararası para ve ödeme sistemi olarak Altın Kambiyo sistemi kabul edilmiş bulunmaktadır²¹.

Bretton Woods Konferansı'nda iki yeni uluslararası kuruluş olarak Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (Dünya Bankası, IBRD) ve Uluslararası Para Fonu (IMF) oluşturulmuştur. Dünya Bankası Avrupa'nın onarım ve kalkınma çabalarına mali kaynak sağlamak amacıyla kurulmuştur. IMF ise düzenli döviz kuru sistemi, uluslararası parasal işbirliğini geliştirmek ve geçici ödemeler dengesi ihtiyacını karşılamak üzere kısa vadeli finansal destek sağlamak amacıyla dizayn edilmiştir²².

1946 yılından 1973 yılına kadar uluslararası parasal sistemde geçerli olan ve çok yanlı bir ödemeler anlaşması özelliği taşıyan BWS'de, ABD dolarları, altın stokları ve üye kota payları uluslararası rezervleri oluşturmaktadır. Anahtar para rolünü üstlenen ABD doları % 25 oranında altına tahvil edilebilme özelliğine sahiptir. Ayarlanabilir sabit kur sistemine dayalı olan BWS'de, ABD dolarının sabit fiyatı 1 ons altın 35 dolar olarak belirlenmiştir. Diğer ulusal paraların değeri bu referans birime göre belirlenmektedir²³. Aşağıda inceleneceği gibi, doların anahtar para olması, ABD'ye senyoraj kazançları sağlamıştır. Bununla birlikte uluslararası likiditenin dolara dayandırılması, ABD'nin dış ödemeler dengesi açıkları vermesine neden olmuştur.

BWS'nin temel amacı, iki savaş arasında yaşanan deneyimlerin ışığında sürekli ve taraf olan ülkelerin yurtiçi ekonomik sorunlarını ihmal etmeyen ve rekabetçi devalüasyonlarla bozulmayacak bir sistem oluşturmaktır. BWS bu amaçları gerçekleştirmede etkin olacağı düşünülen dört temele dayandırılmıştır. Bunlar şöyle sıralanabilir²⁴:

²¹Önen, a.g.e., s. 24.

²²Isard, a.g.e., p. 45; Derek H. Aldcroft and Michael J. Oliver, **Exchange Rate Regimes in the Twentieth Century**, Cheltenham: Edward Elgar Pub. Ltd., 1998, p. 97.

²³Özbek, a.g.e., s. 88.

²⁴Vural Fuat Savaş, **Dünya Ekonomi Sistemi**, İstanbul: Yeditepe Üniv. Yayınları, Sayı: 16, 2004, ss. 67-70.

- BWS bir sabit döviz kuru sistemidir. Üye ülkelerin ortak düşüncesi, iki savaş arasında gerçekleşen olayların ana kaynağını serbestçe dalgalanan döviz kurlarının oluşturduğu yönündedir. Dalgalı döviz kuru, ticareti ve yatırımı engellemesinin yanında spekülâtif sermaye hareketlerine ve rekabetçi devalüasyonlara neden olmaktadır.

- Sabit kur sisteminin sürdürülmesine yardımcı olarak düşünülen bir ilkedir. Buna göre, döviz rezervinin yeterli olmaması nedeniyle döviz kurunu devam ettirmede zorlanan ülkelere, gerekli döviz rezervi yardımıyla bulunulması düşünülmektedir. BWS'e göre uluslararası likiditeye ihtiyaç duyulduğunda, önceden tespit edilmiş ödünç alma kolaylıklarına uygun olarak ilgili ülkeye yardımda bulunulacaktır.

- Savaş öncesi karışıklık ortamına tekrar dönülmemesi için, uluslararası döviz işlemlerini düzenleyecek davranış kurallarının (code of behaviour) belirlenmiş olmasıdır. Buna göre ülkelerin farklılık oluşturan döviz işlemleri yapması ve döviz işlemlerini kontrol etmesi yasaklanmaktadır. Fakat bunun iki istisnası mevcuttur. Serbest döviz faaliyetleri sadece cari işlemlere (malların dış ticareti ile hizmet ticareti, yurt dışı yatırım gelirleri ile ilgili işlemler) uygulanabilmektedir. Sermaye işlemlerinin kesinlikle kontrol altında tutulması düşünülmektedir. Çünkü savaş öncesi karışıklığın temel nedeninin spekülâtif amaçlı sermaye transferlerinin olduğuna inanılmaktadır. İkinci istisna, üye ülkeler eğer isterlerse konvertibilite ile ilgili sorumluluklarını savaştan sonraki dönemde geçici bir süre (transitional period) için askıya alabilmeleri sağlanmaktadır.

- Parasal konularda uluslararası bir danışma ve koordinasyon forumunun oluşturulmasıdır. Bu bağlamda BWS'nin gerçekleştirdikleri arasında potansiyel yönünden en önemlisi IMF'in kuruluşu olmuştur.

BWS, ulusal paraların dolar paritesi etrafında dalgalanma marjını, alt ve üst yönde yüzde bir (% 1) olarak öngörmektedir. Üye ülkelerin merkez bankaları, ulusal paralarının değerinin bu alt ve üst sınırlarının dışına çıkmasına engel olmak amacıyla döviz piyasasına müdahale edeceklerdi. Söz konusu müdahalede kullanılacak para da sistemin niteliği gereği, yine ABD doları olacaktı. Sistemde, dış ödeme dengesizliklerini gidermek için üye ülkelere paritelerde değişiklik yapma olanağı tanınmaktadır. Ancak, temelde bir sabit kur sistemi söz konusu olduğu için

devalüasyon ve revalüasyon gibi kur değışiklikleri en son başvurulacak önlemlerdir. Dış açıkla karşılaşan ülkelerin önce döviz rezervlerini kullanmaları ve para-maliye politikası gibi yurtiçi önlemlerle toplam harcamalarını kısmaya çalışmaları gerekmektedir²⁵.

1944 yılında kurulan BWS’de yirmibeş yıla yakın sürede herhangi bir aksama olmamış, 1968 yılından itibaren sistemin işleyişinde ciddi sıkıntılar ortaya çıkmaya başlamıştır. Söz konusu sistem, ABD’nin elinde yeterli ölçüde altın stoğu bulunduğu ve ödemeler bilançosu açıklarının uluslararası likidite ihtiyacını karşıladığı sürece aksamadan işlemiştir²⁶.

1970’li yılların başlarına kadar dünya ekonomisinde geçerli olan BWS’nin anahtar para olarak dolara tanıdığı merkezi rolden ve dış denge mekanizmasının işleyişinden kaynaklanan sorunlar, uluslararası para sisteminde aksaklıklar meydana getirmiştir²⁷. Aşağıda inceleneceği gibi, bu sorunlar dünya ekonomisindeki gelişmelerin etkisiyle büyümüş ve sözü edilen sistemin çökmesine neden olmuştur.

BWS’nin birinci sorunu, likidite sorunu olarak ifade edilebilir. Bu sorun, altınla birlikte uluslararası ödemelerde kullanılan ana rezerv rolünü üstlenen ABD dolarından kaynaklanmaktadır. Savaş sonrasında uluslararası ekonomik ilişkilerin ve dünya ticaretinin gösterdiği gelişme, doları kısa zamanda çok aranan bir rezerv para konumuna getirmiştir. Altının üretiminin sınırlı olması ve bunun yanında sanayi gibi başka alanlarda kullanılması, doları en önemli ödeme aracı yapmıştır. Dolayısıyla bu durum, dünyadaki dolar talebinin ABD’nin büyük ödemeler dengesi açıklarıyla karşılanması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. ABD’nin ödemeler dengesi açıkları bu amaca hizmet etmiş, ancak bu defa ABD dolarının hızla değer kaybetmesi olgusuyla karşılaşmıştır. BW anlaşmasıyla bütün paraların değerinin kendisine bağlandığı ABD dolarının, resmi değerini temsil edemez duruma gelmesi ise, sistemin temel dayanaklarından birini yok etmiştir²⁸.

İkincisi güven sorunudur. Sistemin temelinin altına dayalı olması, bununla birlikte ABD’nin sınırsız dış açıklar vermesi, günün birinde ABD’nin yabancı

²⁵Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama**, s. 537.

²⁶Karluk, **Uluslararası Ekonomi**, s. 444.

²⁷Cem Alpar ve Tuba Ongun, **Dünya Ekonomisi ve Uluslararası Ekonomik Kuruluşlar Azgelişmiş Ülkeler Yönünden Değerlendirme**, Ankara: Türkiye Ekonomi Kurumu Yayınları, 1987, s. 145.

²⁸Alpar ve Ongun, a.g.e., s. 145.

merkez bankalarına tanıdığı doların altına konvertibilitesini sürdüremeyeceği beklentisine yol açmıştır. Bu durum resmi altın fiyatlarındaki olası bir yükselişten yararlanmak amacıyla altın spekülörlerini yoğun bir faaliyete yöneltmiştir²⁹. Nitekim 1960 yılında ABD'nin eriyen stokları karşısında spekülörler, doların er geç altına göre devalüe edileceğini tahmin ettiklerinden, başlıca altın borsası olan Londra'da yoğun şekilde altın alımına başlamışlardır. Dolar-altın paritesini sabit tutmak için çeşitli tedbirler alınmasına rağmen 1968 başlarında spekülörlerin yeniden altına hücum etmeleri altının değerini yükseltmiştir³⁰. Başka bir deyişle devalüasyonu ifade eden bu durum, dünya ticareti ile sermaye hareketleri üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır.

BWS'nin üçüncü sorunu, sistemin anahtar ülkeye bir ayrıcalık, bir emisyon kazancı sağlayarak adil olmayan bir parasal düzene dönüşmesidir. Emisyon kazancı, bir paranın tedavüldeki değeri ile bunun üretim ve basım maliyeti arasındaki farktır. Söz konusu fark, bir kereye mahsus olmak üzere, bu parayı çıkarma yetkisine sahip olan otoriteye bir kazanç sağlamaktadır. BWS döneminde ABD, emisyon kazancından yararlanma olanağına kavuşmuştur³¹. Diğer ülkeler anahtar parayı, ABD'nin tahvil ve alacak senetleri şeklinde veya ABD'nin Merkez Bankası ve diğer ticaret bankalarında mevduat şeklinde tutmuşlar; dolayısıyla, ABD rezerv kaybına uğramadan uzun süre ödemeler dengesi açığı verebilmiştir. Diğer ülkelere tahvil, senet vererek ve mevduat açarak reel mal ve hizmet ithal edebilmiş, dışarıda yatırım yapabilmıştır. İşte ABD'nin dış açığını dışarıya transfer ederek reel mal ve hizmet elde etmek şeklinde sağladığı söz konusu ayrıcalık huzursuzluk kaynağı olmuş ve BWS'nin sakıncalı bir yönü olarak şiddetli eleştirilere maruz kalmıştır.

Dördüncüsü, dış denkleşme sorunudur. BWS, altın standardı veya dalgalı kur sistemlerinde olduğu gibi otomatik bir denkleşme mekanizmasından yoksundu. Dış denge, hükümetlerin alacağı kararlara bırakılmıştı. Dış dengeyi sağlamak için kullanılabilecek başlıca araç kur ayarlamaları, yani açık veren ülkenin devalüasyon, fazla veren ülkenin de revalüasyon yapmasıydı. BWS sabit kur sistemi olduğundan, çok sık kur ayarlaması yapılamıyordu³². Ancak, kur ayarlamaları uzun aralıklarla ve

²⁹Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama**, s. 545; Wilfred J. Ethier, **Modern International Economics**, New York: W. W. Norton & Comp., 1995, p. 475.

³⁰Gülten Demir, **Asya Krizi ve IMF**, İstanbul: Der Yayınları, 1999, s. 6.

³¹Öney, a.g.e., s. 137.

³²Alpar ve Ogun, a.g.e., s. 147.

çok yüksek oranlarda yapılabiliyordu. Bu durum, dış dengenin sağlanabilmesi için zamanında ve yeterli oranda yapılamayan devalüasyonun daha sonra çok yüksek oranda yapılmasına, ekonomik ve siyasi istikrarsızlıklara yol açıyordu³³.

Beşincisi, azgelişmiş ülkelerin kalkınma sorunlarıdır. BWS, azgelişmiş ülkelerin kalkınma gereksinimlerini karşılamakta yetersiz kalmıştır. Sistemin temelinde yatan serbest ticaret ve sınırsız konvertibilite, o dönemlerde çoğu gelişmekte olan ülkenin ekonomik gerçeklerine ters düşmüştür. BWS'nin azgelişmiş ülkelere yeterli ölçüde reel kaynak transferi sağladığını söylemek güçtür³⁴.

Bunların yanında, ABD'nin dış açıklarının süreklilik kazanması BWS'nin yıkılışında etkili olmuştur. 1960'larda önemli bir ekonomik güç olarak ortaya çıkan Batı Avrupa ülkeleri ve Japonya'nın, savaşta eriyen altın stoklarını genişletmek üzere dolar rezervlerini ABD'ye arz ederek altına çevirmeye başlamaları, devalüasyonu kaçınılmaz hale getirmiştir. 1971 yılında Smithsonian Enstitüsü Anlaşması ile dolar diğer paralar karşısında % 9 oranında devalüe edilmiş; resmi fiyatı, 1 ons = 35 dolardan 38 dolara çıkarılmış ve doların altına konvertibilitesi kaldırılmıştır. Doların devalüasyonuna karşın ABD'in dış açıklarının artmaya devam etmesi, uluslararası ticari ve mali çevrelerde doların devalüasyonunun yeterli olmadığı görüşünün kabul görmesine neden olmuştur. 1973 Şubatı'nda dolar ikinci kez, % 5 oranında devalüe edilmiş ve altının resmi fiyatı da yükseltilmiştir. 1944 yılında kurulan ayarlanabilir sabit kur sistemi, 12 Mart 1973 Brüksel Anlaşması sonrasında başlıca sanayileşmiş ülkelerin paralarını dalgalanmaya bırakmasıyla yıkılmıştır³⁵.

1.2.4. 1973 Sonrası Dönem

BWS'nin yıkılışından sonra sanayileşmiş ülkelerde serbest değişken kur rejimleri uygulanmaya başlanmıştır. Fakat bu uygulamalar kısa süreli bir çözüm olarak görülmüş ileride BWS benzeri uluslararası anlaşmalara dayalı geniş kapsamlı yeni bir düzenleme getirileceği düşünülmüştür.

BWS sonrası döviz kuruyla ilgili olarak ortaya çıkan en önemli işbirliği 1985 yılında gerçekleşen Plaza Anlaşması'dır. 1980'li yılların başında dolar değerlenmeye ve ABD'nin ticaret açığı artmaya başlamış ve dolayısıyla ABD

³³Karluk, *Uluslararası Ekonomi*, s. 447.

³⁴Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama*, ss. 546-547.

³⁵Demir, a.g.e., s. 6; Eichengreen, a.g.e., pp. 128-130.

yönetimi korumacı politikaların uygulanmasını önermiştir. Özellikle 1985'in ilkbaharında ABD yönetimi Japonya'dan yapılan ithalata, Japonya'ya misilleme biçiminde ek vergi uygulanmasını ve bu verginin ABD ile ticaret yapan ve ticaret bilançosu fazlası veren diğer ülkelere de yaygınlaştırılmasını kabul etmiştir. Bu durumda uluslararası ticaret sistemini bozmadan ABD kamuoyunda meydana gelen tepkiyi hafifletmenin yolu döviz kurlarını düzenlemektir. Bu amaçla G-5* ülkelerinin maliye bakanları bir araya gelmişse de toplantının en önemli aşamasını ABD-Japonya arasında yapılan ikili görüşmeler oluşturmuştur³⁶.

Plaza Anlaşması'na göre Amerikan dolarının değeri, uygun müdahalelerle düzgün biçimde düşürülecek, Japonya'nın da gelişmesini teşvik edici politikaları izlemesine izin verilecekti.

Plaza Anlaşması'nın 1987'ye kadar uygulandığı görülmektedir. 1987'de G-6 ülkelerinin (Kanada'nın da G-5 ülkelerine katılımıyla) maliye bakanları Louvre'de yine döviz kurlarının istikrarını sağlamak ve Japonya'nın gelişmesini teşvik etmek için toplandılar ve döviz kurlarının mevcut seviyede sürdürülmesini kararlaştırdılar. Buna göre, her ülkenin döviz kurları için bir hedef bölge (target zone) seçmesi ve döviz piyasasına müdahale ederek söz konusu kurların devam ettirilmesi kararlaştırılmıştır. Seçilen hedef bölgeler kamuoyuna açıklanmamış olmakla birlikte, Alman markı/dolar kuru 1.8250 DM, Japon yeni/dolar kuru 153.50 yen biçiminde ve dalgalanma bandı da $\pm$ yüzde 5 olarak belirlenmiştir³⁷.

Birçok ülkenin dalgalanma bandının öngörülen yüzde 5 oranını aştığının görülmesi, ABD'nin dış ticaret açığının devam etmesi, Almanya'nın faiz oranlarını yükseltmesi ve enflasyonun bütün ülkelerde önlenememesi döviz kurlarının istikrarına imkan vermemiş; dolayısıyla Louvre'de belirlenen kuralların ömrünün kısılmasına yol açmıştır³⁸.

1990'lı yıllarda finansal küreselleşme hız kazanmış ve uluslararası tahvil piyasası korunma fonları ve emeklilik fonları gibi yeni tahvil türleri ile son derece heterojen bir yapıya dönüşmüştür. Sermaye hesabının liberalizasyonu ise bankaların ve şirketlerin ülke dışı (offshore) yatırımlara yönelmesini teşvik etmiş, banka ve

*G-5 gelişmiş ülkeler olan ABD, Almanya, Fransa, İngiltere ve Japonya'dan oluşmaktadır.

³⁶Savaş, a.g.e., s. 85; Eichengreen, a.g.e., pp. 148-150.

³⁷Krugman and Obsfeld a.g.e., pp. 587-588; Eichengreen, a.g.e., pp. 150-152.

³⁸Savaş, a.g.e., s. 86.

şirket finansal aktifleri çeşitli ulusal paralardan oluşmaya başlamıştır. Söz konusu durum finansal yönetimi zayıf, denetim ve düzenleme mekanizması gelişmemiş ve güvenlik ağı oluşturulmamış banka ve şirketleri finans piyasalarında spekülasyon faaliyetlere itmiştir. Sonuçta birçok ülkede banka ve döviz krizleri yaşanmıştır. Özellikle 1997 yılı ortalarında Asya ülkelerinde yaşanan kriz, uluslararası para sisteminin düzenlenmesi konusunu yeniden gündeme getirmiştir.

Günümüzde döviz kurları, ikinci bölümde ayrıntılarıyla inceleneceği gibi, sabit kur rejimlerinden serbest dalgalanmaya kadar geniş bir yelpaze içinde belirlenmektedir³⁹. Döviz kuru rejimleri genel olarak önceki uygulamalara göre daha esneklerdir. Sabit kur sisteminin benimsendiği ülkelerde döviz kurları daha kısa aralıklarla değişmekte, paralarını dalgalanmaya bırakan ülkelerin de döviz kurlarına müdahalelerde bulundukları görülmektedir. Ancak yeni uygulamalar çerçevesindeki müdahaleler BWS döneminden farklıdır⁴⁰. BWS’de döviz piyasasına hükümet müdahalelerinin amacı, döviz kurlarını dolar paritesi etrafında öngörülen sınırlar içinde tutmak iken, günümüzde müdahaleler kurlardaki aşırı dalgalanmaları önleme amacını taşımaktadır.

1.3. DENGİ DÖVİZ KURUNUN OLUŞUMUNA YÖNELİK TEORİK YAKLAŞIMLAR

Döviz kurları, farklı ülkelerde üretilen mal ve hizmetlerin fiyatlarını karşılaştırması nedeniyle uluslararası ticarete önemli rol oynamaktadır. Örneğin iki Türk arabasından birini almayı planlayan bir Türk tüketicinin, fiyat karşılaştırmasını YTL cinsinden yapması yeterli olacaktır. Fakat Almanya’dan ithal maliyeti on bin Euro olacak bir Opel’i almayı planladığında, YTL ve Euro’nun nispi fiyatlarını (döviz kuru) bilmesi gerekmektedir.

1.3.1. Temel Kavramlar

Döviz kurlarının oluşumunda, ülkede yürürlükte olan döviz kuru rejimi etkili olmaktadır. Kurlarda gözlenen durağanlığın ve dalgalanmaların temelinde benimsenen kur rejiminin özelliğinin belirleyici olduğu ifade edilmektedir. Kur rejimlerinin döviz arz ve talebinin oluşumunda da düzenleyici rolü vardır. Bu yüzden

³⁹Karluk, **Uluslararası Ekonomi**, s. 457.

⁴⁰Demir, a.g.e., s. 7.

kur rejimi, döviz piyasasının temelini oluşturan faktör olarak kabul edilmektedir⁴¹. Döviz kurları ile ilgili bazı kavramlar geliştirilmiştir. Gerek günlük yaşamda gerekse uluslararası iktisat yazınında karşılaşılan bu kavramları ele almakta yarar vardır.

Dünyada çok sayıda bağımsız ülke ve her ülkenin mal ve hizmet fiyatlarının kote edildiği bir ulusal parası vardır. Dolayısıyla her yabancı ülkenin parasına döviz (foreign exchange), döviz arz ve talebinin karşılaştığı piyasaya döviz piyasası (foreign exchange market) ve bir ülke parasının diğer ülke para cinsinden fiyatına döviz kuru (foreign exchange rate) denilmektedir⁴².

Döviz kurunun, bir birim yabancı paranın ulusal para birimi cinsinden fiyatı biçiminde tanımlanmasına (1\$ = 1.35 YTL) dolaysız kotasyon (direct quotation), bir birim ulusal paranın yabancı para cinsinden fiyatı şeklinde tanımlanan döviz kuruna (1 YTL = 0.73\$) dolaylı kotasyon (indirect quotation) adı verilmektedir.

Türkiye’de döviz kurlarının değeri birinci tanıma yani dolaysız kotasyona göre tespit edilmektedir. Bu durumda döviz kurlarında meydana gelen bir yükselme bir birim döviz ile değiştirilen yerli para miktarının arttığını ifade ederken, döviz kurlarının düşmesi ise, bir birim yabancı para ile değiştirilen yerli para miktarının azaldığını düşüğünü göstermektedir.

Çapraz kur (cross exchange rate), iki ülke paraları arasında meydana gelen kurlara bağlı olarak diğer ülkelerin paralarının da bu kurlara ilişkin değişim değerine göre tespit edilmesi biçiminde ifade edilmektedir⁴³. Örneğin; TL ile ABD dolarının değişim kurları belli olsun. Euro ile ABD dolarının değişim kurundan yola çıkarak Türk lirası ile Euro arasındaki değişim kuru belirlenebilmektedir.

Uluslararası ödemelerin normal yolları izleyebilmesi için düz kurlar ile çapraz kurlar arasında farkların bulunmaması gerekmektedir. Günümüzde bilgisayar teknolojilerinden yararlanılarak çapraz kurlar anında hesaplanabilmektedir. Çapraz kurlar arasında farklılık olması arbitraj kazançlarını artırmaktadır. Fakat dövizlere uygulanan kontrollerinin büyük oranda kalkmış olması çapraz kurlar arasındaki farklılıkları ortadan kaldırmıştır.

⁴¹Merih Paya, **Para Teorisi ve Politikası**, 3. Baskı, İstanbul: Filiz Kitabevi, 2002, ss. 133-134.

⁴²Erdal M. Ünsal, **Uluslararası İktisat Teori, Politika ve Açık Ekonomi Makro İktisadi**, Ankara: İmaj Yayıncılık, 2005, s. 457.

⁴³Sadun Aren, **İstihdam, Para ve İktisadi Politika**, Ankara: Savaş Yayınları, 1992, s.144.

Bir ülkenin alış-veriş yaptığı ülkelerin dış ticaretindeki paylarına göre diğer ülke paraları cinsinden yerli paranın ortalama fiyatını tespit etmek amacıyla kullanılan ticaret ağırlıklı olan endeks değeri efektif kuru (effective exchange rate) oluşturmaktadır. Ağırlıklı hesaplamalar ikili olabileceği gibi çok taraflı ticaret ağırlığı biçiminde de olabilmektedir.⁴⁴ İkili ticaret ağırlıklarında ülkenin ihracatı ve ithalatı ele alınırken, çok taraflı ağırlıklarda ise endekse tabi olan yabancı ülkelerin tamamının toplam ticaretinde her ülkenin payları dikkate alınmaktadır⁴⁵.

Denge döviz kuru, kurun piyasada, liberal ekonomi anlayışı çerçevesinde, para otoritelerinin herhangi bir müdahalesi olmaksızın, döviz arz ve talebi tarafından belirlenen kuru ifade etmektedir ve serbest kur rejimi uygulamasının bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır⁴⁶.

Reel döviz kuru, aynı para ile ölçülmüş yurtdışı fiyatların yurtiçi fiyatlara oranını ifade etmektedir⁴⁷. Bir ülkenin dış ticaretteki rekabet gücünü gösteren reel döviz kuru şöyle gösterilmektedir⁴⁸:

$$Q = S \frac{P_{EU}}{P_{TR}} \quad (1.1)$$

Burada TR ev sahibi ülkeyi, EU yabancı ülkeyi, S Euro'nun nominal döviz kurunu (1€ almak için gerekli YTL) P_{EU} ve P_{TR} sırasıyla, ev sahibi ve yabancı ülkedeki fiyat düzeylerini temsil etmektedir. Nominal döviz kuru olan S 'nin artması, yabancı ülkedeki fiyat düzeyinin artması veya ev sahibi ülkede fiyat düzeyi azalması gibi durumlar, reel döviz kurunun artmasına yol açacaktır. Yani bu üç durumdan birinin olması, hem yabancı ülkede hem de ev sahibi ülkede yaşayan tüketiciler için EU mallarını, TR mallarına göre daha pahalılaştıracaktır. Böylece reel döviz kurundaki artış, EU mallarından TR mallarına doğru ikame etkisine sebep olacaktır.

Reel döviz kurları hesaplanırken, tüketici fiyat endeksi veya GSMH deflatörü olmak üzere iki endeks kullanılmaktadır. Bu endeksler aracılığıyla yurtiçi

⁴⁴ Emin Ertürk, **Döviz Ekonomisi**, İstanbul: Der Yayınları, 1994, s.20.

⁴⁵ Emin Ertürk, **Makro İktisat**, İstanbul: Alfa yayınları, 1999, s.138.

⁴⁶ Paya, a.g.e., s. 133; Ahmet Okur, "Türkiye'de İzlenen Esnek Kur Politikasının Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkileri", **Yönetim ve Ekonomi**, 2002, Cilt 9, Sayı 1-2, ss. 46-47.

⁴⁷ Rudiger Dornbusch and Stanley Fischer, **Macroeconomics**, Sixth Edition, New York: McGraw-Hill Inc., 1994, p. 160.

⁴⁸ Charles Van Marrewijk, "Basic Exchange Rate Theories", **Tinbergen Institute Discussion Paper**, TI 2005-024/2, Rotterdam, 2005, p. 4.

ve yurtdışı fiyatlar ölçülmektedir. Dolayısıyla reel döviz kurları bir ülkedeki benzer sepet mallar ile başka ülkedeki benzer sepet mallar arasındaki değişim oranını ifade etmektedir⁴⁹.

Reel döviz kurları genel olarak bir ülkenin başka ülkelerle yapmış olduğu uluslararası ekonomik ilişkilerde dış rekabet gücündeki değişmeye bağlı olarak ödemeler dengesini dolayısıyla da makroekonomik performansı etkilemesi bakımından önemlidir. Reel kurların değerlendirilmesi ulusal paranın yurtdışı piyasada değer kazandığı, değer kaybetmesi ise ulusal paranın diğer paralar karşısında değer yitirdiği anlamını taşımaktadır⁵⁰.

1.3.2. Döviz Kuru Teorileri

Döviz kurları, ulusal ekonomiler arasındaki uyum ve dengeyi sağlayıcı önemli bir değişken olarak düşünülmesi nedeniyle, uzun zamandan beri iktisatçıların üzerine kafa yordukları konuların başında gelmektedir. Bu konudaki ilk teorik yaklaşımlar, sabit kur uygulaması ve hızla büyüyen bir uluslararası ticaret çerçevesinde ele alınmış; mal/hizmet mübadeleleri ve bunlara ilişkin fiyatlar, döviz kurlarının başlıca belirleyici faktörlerini oluşturmuşlardır. Bu teoriler, söz konusu dönemde kur değişikliklerinin sınırlı olması nedeniyle, daha çok uzun vadeli gelişmeleri ya da değişimleri açıklamaya çalışmışlardır. Şiddetli kur dalgalanmalarının gözlemlendiği 1970’li yılların başlarında ise, sermaye hareketlerinin artması ve dalgalı kur uygulamalarının yaygınlık kazanması nedeniyle, finansal faktörlerin açıklayıcı rollerini de kapsayan ikinci bir teori grubu gelişmiştir. Bu ikinci grup yaklaşımla, döviz kurlarının kısa dönemdeki istikrarsızlığının nedenleri ön plana çıkmıştır. Bu iki eğilimi harmanlayan çalışmalar, sonuçta, döviz kurlarındaki değişimlerin, ödemeler bilançosunda yer alan cari işlemler ve sermaye hareketleri arasındaki etkileşim yoluyla meydana geldiğini göstermeyi hedeflemişlerdir⁵¹.

Döviz kurlarının oluşumunu açıklayan teorik yaklaşımlar, tarihsel gelişimine göre, Dış Ticarete Dayalı Yaklaşım, Finansal Yaklaşımlar ve Dinamik Döviz Kuru Modelleri olmak üzere üç ana başlık altında ele alınmaktadır.

⁴⁹Andrew B. Abel and Ben. S. Bernanke, **Macroeconomics**, Second Edition, Newyork: Addison-Wesley Publishing Company, 1994, p. 485.

⁵⁰Bijan B. Aghevli, Mohsin S. Khan and Peter J. Montiel, “Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues”, **IMF Occasional Paper 78**, 1991, p.9.

⁵¹Dominique Plihon, **Döviz Kurları**, (Çev: Mehmet Bolak, Haluk Levent, Ertuğrul Tokdemir), İstanbul: İletişim Yayınları, 1995, s. 50.

1.3.2.1. Dış Ticarete Dayalı Yaklaşım

Dış ticarete dayalı döviz kuru teorileri cari işlemler - sermaye hareketleri ve satın alma gücü paritesi olmak üzere iki alt başlık altında irdelenecektir.

1.3.2.1.1. Cari İşlemler ve Sermaye Hareketleri

Denge döviz kurunun oluşumuna yönelik teorik yaklaşımlar 1970'li yılların başına kadar, dış ticaret bilançosu veya cari işlemler hesabını temel almışlardır⁵². Bu çerçevede dış ticaret ve cari işlemler dengesinin bakiyesinin denge döviz kurlarının açıklanmasında önemli faktör olduğu düşünülmüştür. Bu yaklaşımdan hareket eden kuramsal ve uygulamalı çalışmaların önemli bir kısmı, ihracat ve ithalat denklemlerindeki fiyat-hacim ilişkileri etrafında yoğunlaşarak, kur değişikliklerinin ödemeler bilançosu dengesini etkin bir şekilde sağlamanın koşullarını ortaya koyan esneklik yaklaşımı ya da Marshall-Lerner teoremine ulaşmışlardır⁵³.

Mal ve hizmet akımlarını temel alan esneklik yaklaşımına ilk katkıları Bickerdike (1920), Marshall (1923), Lerner (1944), Robinson (1947) ve Metzler (1951) yapmışlardır⁵⁴. Esneklik yaklaşımı, devalüasyonun döviz ve/veya yabancı malların arz ve talebinin esnekliğine bağlı olarak ticaret dengesini nasıl etkileyeceğini tahlil etmektedir⁵⁵.

Ödemeler dengesi yaklaşımı olarak da ifade edilen bu yaklaşıma göre, döviz gelir ve giderleri ödemeler dengesi kayıtlarında yer almaktadır. Ödemeler dengesinde açık meydana gelen ülkenin ulusal parası değer kaybederken, fazla veren ülkenin parası değer kazanmaktadır. Bu yaklaşımda mal, hizmet ve sermaye gibi değişkenler akım değişkenlerdir⁵⁶. Başka bir ifadeyle esneklik yaklaşımı, reel döviz kuru ve cari işlemler dengesi yoluyla ölçülen mal ve hizmetler akımı arasındaki ilişkiyi ele almaktadır⁵⁷.

⁵²Çağlar, a.g.e., s. 88.

⁵³Plihon, a.g.e., s. 52.

⁵⁴Isard, a.g.e., p. 92.

⁵⁵Steven Husted and Micheal Melvin, **International Economics**, New York: Harper and Row Publishers, 1990, p. 415.

* Akım (flow) değişkenleri, belli bir zaman süresi boyunca ortaya çıkan değişimlerdir. Yıllık ihracat, ithalat ve yatırım değerleri gibi. Durağan değerleri veya belli bir andaki mevcutları gösteren stok değerler ise, başlangıçtan o ana kadar olan birikimi ya da toplamı göstermektedirler, yani değişimle ilgili değildirler. Bir ülkenin belli bir tarihteki dış borçları gibi.

⁵⁶Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama**, s. 366.

⁵⁷Marrewijk, a.g.e., p. 4.

Esneklik yaklaşımını ilk ortaya atanlar onun kısıtlarını sonradan fark etmişlerdir. 1950'lerin başında Robinson (1947), Harberger (1950), Meade (1955), ve Alexander (1952) devalüasyonun milli gelir ve istihdam üzerindeki etkisini ortaya koyan modeli oluşturmuşlardır. Analizin bu yeni şekline masnetme yaklaşımı (absorption approach) denilmektedir. Bu yaklaşım fiyat esnekliği üzerinde duran Marshall yaklaşımından daha çok milli gelir üzerinde duran esneklik yaklaşımıyla ilgilidir⁵⁸. Buna göre, devalüasyonun dış ticaret dengesini nasıl etkileyeceği ekonominin eksik istihdamda ve tam istihdamda olmasına göre ele alınmaktadır. Ekonominin eksik istihdamda olması durumunda devalüasyon net ihracatı artıracığından –ihraç mallarına talep esnek ise- üretimi artırmaktadır. Ekonominin tam istihdamda olması durumunda üretimi artırmak mümkün olmadığından devalüasyonun yabancıların yurtiçi mallarına talep artışı enflasyona yol açmaktadır. Bu yüzden tam istihdam durumunda devalüasyonun dış ticaret açığını büyütmesi nedeniyle kullanımı tercih edilmemektedir⁵⁹.

Esneklik yaklaşımı döviz kuru teorilerinin temelini oluşturması bağlamında önemlidir. Ancak bu yaklaşım, ne 1970'lerdeki büyük kur dalgalanmalarını, ne de 1980'lerin başında ABD dolarının ani değerenmesini açıklayabilmiştir. Bu durum, söz konusu yaklaşımın kurun belirlenmesinde yanlış olduğu anlamını taşımamaktadır. Bu yaklaşım, kısa dönemden ziyade uzun dönem denge kurunun tespitine katkı sağlamaktadır. Kısa dönem denge kurunun tespitinde ek önemli değişkenlere ihtiyaç olduğu aşıkardır⁶⁰.

1960'lı yıllarda açık ekonomiyi mercek altına alan araştırmalardan birini Mundell-Fleming modeli oluşturmaktadır⁶¹. Modelin temel varsayımları yurtiçi fiyatların sabit olması, uluslararası alanda sermayenin tam mobiliteye sahip olması ve uluslararası faiz oranlarının eşitlenmesi biçiminde sıralanmaktadır⁶². Bu modelde

⁵⁸Isard, a.g.e., p. 95.

⁵⁹Husted and Melvin, a.g.e., p. 428.

⁶⁰Dominick Salvatore, **International Economics**, Fifth Edition, New Jersey: Prentice-Hall Inc., 1995, p. 425.

⁶¹Lance Taylor, "Exchange Rate Determination in Portfolio Balance, Mundell-Fleming and Uncovered Interest Parity Models", **CEPA** (Center for Economic Policy Analysis) **Working Paper Series II**, No: 8, April 2001, p. 1.

⁶²Paya, a.g.e., ss. 139-142.

uzun dönemde tam bir fiyat esnekliğinin yaşandığı mal, varlık ve para piyasası öne çıkmaktadır⁶³.

Mundell-Fleming modelinin çıkış noktası, kurlarda bir değişimin beklenmediği bir ortamda, iki ülke arasındaki sermaye akımlarının, söz konusu ülkelerde ortaya çıkan faiz farklarını izleyeceği yönündedir⁶⁴. Şöyle ki, kurların değişmediği, sermaye hareketleriyle ilgili kısıtlamaların bulunmadığı bir ortamda, A ülkesinde faizlerin biraz yüksek olması durumunda, B ülkesinden A ülkesine sermaye akışı başlamakta ve bu akış ülkelerin faiz oranlarının birbirine eşitlenmesine kadar devam etmektedir.

Mundell-Fleming modeline göre, sabit döviz kuru ve tam bir sermaye mobilitesi koşulları altındaki ülke, bağımsız bir para politikası izleyememektedir. Faiz oranları, dünyada geçerli olan faiz oranlarından farklılaşmamakta, bağımsız para politikasına yönelik her bir girişim, sermaye akımlarına ve faiz oranları dünya piyasası seviyesine ulaşmaya kadar bir müdahale ihtiyacına yol açmaktadır⁶⁵. Yine bu modele göre, esnek kur rejiminde parasal otoritenin piyasalardaki gelişmelere uymak zorunda olmaması bakımından, merkez bankaları, para politikalarını dış dengelerden bağımsız olarak oluşturabilmektedir. Başka bir deyişle, para politikası uygulamak isteyenler, esnek kur rejimlerini benimseme zorunluluğu ile karşı karşıyadırlar⁶⁶.

1.3.2.1.2. Satınalma Gücü Paritesi

Temelleri 19. yüzyıl iktisatçılarına kadar uzanan Satınalma Gücü Paritesi (SGP-Purchasing Power Parity), bir ülkede ödemeler bilançosu dengesizliği olduğunda, kısa yoldan denge döviz kuru tahmin etme metodudur. Böyle bir gereksinimin ortaya çıkması, ülkelerin döviz talep ve arz eğrilerinin şekillerini tam olarak bilmemesi nedeniyledir⁶⁷. Söz konusu teori, I. Dünya Savaşı sırasında sabit döviz kuru sisteminin işleyişinin bozulmasından sonra, yeni döviz kurunun ne olması gerektiği sorusuna cevap aramak için ilk kez İsveçli iktisatçı Cassel tarafından ortaya atılmıştır. Buna göre döviz kurlarının piyasalarda serbestçe belirlenmesi durumunda

⁶³Pongsak Hoontrakul, "Exchange Rate Theory: A Review", **Discussion Paper**, <http://www.library.ucla.edu/libraries/url/colls/asia/papers/ph/exchange.pdf>, 23.09.2005. pp. 1-2.

⁶⁴Paya, a.g.e., s. 140.

⁶⁵Dornbusch and Fischer, a.g.e., p. 168.

⁶⁶Paya, a.g.e., s. 142.

⁶⁷Salvatore, a.g.e., p. 489.

alacağı değer, ülkeler arasındaki nispi fiyat oranlarının bir ölçüsü olmaktadır. Başka bir deyişle, denge döviz kuru, fiyat seviyelerinin oranı ile doğru yönlü bir ilişkiye sahip olmaktadır⁶⁸.

Tek fiyat kanununun* döviz piyasalarına uygulanmış şekli olan SGP, bir ulusal para ile yabancı para arasındaki kurun, onların ulusal para cinsinden satın alma güçlerinin eşitlendiği noktada dengede olduğunu ifade etmektedir. Yani, ulusal paranın yabancı para cinsinden değeri, yurtiçi fiyat düzeyindeki artışa bağlı olarak düşmektedir⁶⁹.

SGP teorisinin mutlak ve nispi olmak üzere iki versiyonu bulunmaktadır. *Mutlak* SGP'ne göre, iki ülkenin paraları arasındaki döviz kuru, söz konusu ülkelerin fiyat seviyeleri oranına eşit olmalıdır:

$$E = \frac{P}{P^*} \quad (1.2)$$

“E”, A ve B ülkelerinin paraları arasındaki nominal döviz kurunu, “P” A ülkesindeki fiyat seviyesini, “P*” ise, B ülkesindeki fiyat seviyesini göstermektedir⁷⁰. Bu yaklaşıma göre döviz kuru, iki fiyat endeksi arasındaki basit oranlama yoluyla hesaplanmaktadır.

Mutlak yaklaşımdan türetilmiş ve daha az kısıtlayıcı olan *Nispi* SGP, döviz kurunun, iç ve dış fiyatlarının mutlak düzeylerinin oranına eşit olması yerine, döviz kuru değişikliklerinin, iç ve dış fiyatlardaki değişimlere bağlı olduğunu ortaya koymaktadır⁷¹. Formülüne edilirse⁷²:

$$E = k \frac{P}{P^*} \quad (1.3)$$

⁶⁸Oğuz Yıldırım, “Döviz Kurları Çerçevesinde Satınalma Gücü Paritesinin Zaman Serisi Analizi ve Türkiye Ekonomisi Uygulaması”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı: 44, 2003, s. 3.

*Tek fiyat kanunu, tam rekabetin ve serbest ticaret varsayımı altında ticarete konu olan bir malın yurtiçi fiyatının o malın ulusal para birimi cinsinden yurtdışı fiyatına eşit olmasını belirtmektedir.

⁶⁹İsmail Seyrek, “Purchasing Power Parity and The Turkish Exchange Rate”, **Akdeniz İİBF Dergisi**, (6), 2003, p. 152.

⁷⁰Isard, a.g.e., p. 58; Jorgen Ulff-Moller Nielsen, Erik Strojger Madsen and Kurt Pedersen, **International Economics, The Wealth of Open Nations**, London: McGraw-Hill Book Comp. 1995, pp. 132-134.

⁷¹Plihon, a.g.e., s. 55

⁷²Isard, a.g.e., p. 58.

k , sabit bir parametredir. (1.2) ve (1.3)'ün logaritmik transformasyonu sonucunda;

$$e = \alpha' + p - p^* \quad (1.4)$$

ortaya çıkacaktır. s , p ve p^* sırasıyla, S , P ve P^* 'in logaritmik değerleridir. Mutlak SGP'de $\alpha = 0$ olacaktır. İki yaklaşımda da, fiyat seviyelerinde oransal bir değişim, döviz kurunda eş oranlı bir değişimi göstermektedir. Formülle gösterilirse;

$$\Delta e = \Delta p - \Delta p^* \quad (1.5)$$

olacaktır. (1.5), döviz kurundaki nispi değişimin ülkeler arasındaki enflasyon farkı nedeniyle ortaya çıktığını göstermektedir. Burada, Δ değişimi ifade etmektedir.

Uygulamada nispi SGP'nin, fiyat seviyesi ve kur değişikliklerini dikkate alması nedeniyle, yalnız belli bir andaki fiyat ve döviz kuru düzeylerini göz önünde bulunduran mutlak SGP'ye göre daha geçerli olduğu görülmektedir. Mutlak SGP geçerli iken nispi SGP de geçerli olmaktadır. Fakat mutlak SGP geçerli olmadığı zaman nispi SGP geçerli olabilmektedir⁷³.

1980'li yıllara gelinceye kadar SGP konusundaki ampirik çalışmaların çoğunluğu, Frenkel⁷⁴ ve Officer'in⁷⁵ çalışmaları gibi, gelişmiş ülkeleri analiz etmektedir. II. Dünya Savaşı sonrası yapılan araştırmaların sonuçlarının SGP aleyhine çıkması dikkat çekicidir. Krugman ve Obstfeld'e⁷⁶ göre bu durum, savaşın olumsuz etkilerini gidermek için Avrupa ülkelerinin korumacı ve müdahaleci politika uygulamaları nedeniyle ortaya çıkmaktadır.

1980'li yıllardan itibaren SGP ile ilgili olarak gelişmekte olan ülkeleri ele alan çalışmaların sayısında artış görülmektedir. Oskooe (1998), Chou-Shih (1998), Boyd-Smith (1999) ve Nagayasu'nun (1998) araştırmaları söz konusu çalışmalardandır. Bu çalışmaların genelinde anılan ülkelerin uluslararası ticarete koydukları kısıtlamalar nedeniyle, SGP'nin tam olarak geçerli olmadığı dile getirilmektedir.

⁷³Krugman and Obsfeld, a.g.e., p. 392.

⁷⁴Jacop A. Frenkel, "Purchasing Power Parity: Doctrinal Perspective and Evidence From The 1920s", **Journal of International Economics**, 1978, Vol: 8, pp. 169-191.

⁷⁵Lawrence H. Officer, "The Relationship Between Absolute and Relative Purchasing Power Parity", **The Review of Economics and Statistics**, 1978, Vol. 60, pp. 562-568.

⁷⁶Krugman and Obsfeld, a.g.e., pp. 390-392.

Telatar-Kazdağı⁷⁷, Doğanlar⁷⁸, Sarno⁷⁹ ve Çakmak-Çınar⁸⁰ tarafından yapılan ampirik çalışmalarda, Türkiye için SGP'nin uzun dönemde geçerliliğini doğrulayan güçlü bulgulara ulaşılmıştır.

1.3.2.2. Finansal Yaklaşımlar

Denge döviz kurunun belirlenmesinde, finansal faktörlerin rolünün ihmal edilmesi, dış ticarete dayalı yaklaşımın en önemli kısıtlarındandır. Bu da dış ticarete dayalı yaklaşımların çoğunun, finansal işlemlerin henüz gelişmediği ve aşırı düzenlemelerin hüküm sürdüğü yıllarda ortaya atılmasından ileri gelmektedir. 1960'lı yıllarda ortaya çıkan gelişmeler, ülkelerarası sermaye hareketlerinin hacminin ve hızının artmasına yol açmıştır. Kısa vadeli hareketler biçiminde ifade edilen sermaye transferleri, döviz kurlarının belirlenmesinde etkileyici faktör olarak araştırmacıların modellerinde yer almıştır⁸¹. Günümüzde finansal işlemler, cari işlemlerin meydana getirdiğinden çok daha önemli oranda döviz hareketliliğine yol açmaktadır.

Denge döviz kurunun belirlenmesine yönelik finansal yaklaşım, monetarist yaklaşım ve portföy tercihi modelleri olmak üzere iki alt başlık altında ele alınmaktadır.

1.3.2.2.1. Döviz Kurlarına Monetarist Yaklaşım

Monetarist yaklaşım, 1970'li yıllarda Mundell (1969), Johnson (1977) ve Frenkel (1976) gibi iktisatçılar tarafından geliştirilmiştir⁸². Bu yaklaşım, para arzı ve para talebi arasındaki denge ile ödemeler dengesi arasında çok yakın ilişki olduğunu ileri sürmektedir.

Ödemeler bilançosundaki dengesizliğin parasal dengesizliğe -para talebi ile para arzı arasındaki fark- bağlı olması, monetarist yaklaşımın temel önerisini

⁷⁷Erdinç Telatar and Hasan Kazdağı, "Re-Examine The Long-Run Purchasing Power Parity Hypothesis for A High Inflation Country: The Case of Turkey 1980-1993", **Applied Economic Letters**, 1998, Vol. 5, pp. 51-53.

⁷⁸Murat Doğanlar, "Testing Long-Run Validity of Purchasing Power Parity for Asian Countries", **Applied Econometric Letters**, 1999, Vol. 6, pp. 147-151.

⁷⁹Lucio Sarno, "Real Exchange Rate Behaviour in High Inflation Countries: Empirical Evidence from Turkey, 1980-1997", **Applied Economic Letters**, 2000, Vol. 7, pp. 285-291.

⁸⁰Erol Çakmak ve Sema Çınar, "Satınalma Gücü Paritesi ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama: 1980-2002", **Gazi Üniv. İİBF Dergisi**, 2004, Cilt. 1, ss. 33-46.

⁸¹Plihon, a.g.e., p. 58.

⁸²Isard, a.g.e., p. 103.

oluşturmaktadır. Şöyle ki, para talebi para arzını aştığı zaman, fazla talep miktarı yurt dışından para akışıyla karşılanmaktadır. Tersine, para arzı para talebini aştığında, fazla arz miktarı yurt dışına para çıkışıyla elimine edilmektedir. Dolayısıyla ödemeler dengesini etkilemesi nedeniyle, monetarist yaklaşım para arz ve talebinin belirleyicilerini önemsemektedir⁸³.

Monetarsit yaklaşım bağlamında, döviz kuru değişmelerinin kaynağını, piyasadaki para arz ve talebinde ortaya çıkan dengesizlik oluşturmaktadır⁸⁴. Para arz veya talebindeki dengesizlik, doğrudan milli geliri ve harcamaları etkilemektedir. Bu yüzden ödemeler dengesi sorunu parasal bir sorundur⁸⁵.

Para talebi fonksiyonu kapalı olarak aşağıdaki gibi yazılabilir⁸⁶:

$$M = P.L(Y, i) \text{ ve} \quad (1.6)$$

$$M^* = P^*.L(Y^*, i^*) \quad (1.7)$$

Burada, M ve M^* , sırasıyla, yurtiçi ve yurtdışı para stoklarını; P ve P^* , yurtiçi ve yurtdışı fiyat seviyelerini; Y ve Y^* , iç ve dış gelir düzeylerini; i ve i^* , yurtiçi ve yurtdışı faiz oranlarını göstermektedir. Gerek yurt içinde, gerekse yurt dışında, para talebi, fiyatlar genel seviyesi, milli gelir ve faiz oranlarına bağlı olmaktadır.

Yukarıdaki modelde, iktisadi birimler, nakit tercihlerini, yalnızca ulusal para cinsinden yapmakta; nakit yabancı parayı ellerinde tutmamaktadırlar. Bunun yanında, yerli ve yabancı paralar arasında ikame olmamasına karşın, reel ve finansal varlıklar arasında ikame olmaktadır. SGP'de P ve P^* değerleri yukarıdaki formüllerden elde edilip yerine konulduğunda:

$$S = (M / M^*) \left[\frac{L(Y^*, i^*)}{L(Y, i)} \right] \quad (1.8)$$

eşitliğine ulaşılmaktadır. Bu eşitliğe göre, döviz kuru, para arz ve talebine bağlı olmakta ve para arzını kontrol eden para otoritelerinin ve parasal varlıkları ellerinde tutan iktisadi birimlerin kararları tarafından belirlenmektedir.

⁸³Husted and Melvin, a.g.e., p. 429; Francisco L. Rivera Batiz and Luis A. Rivera Batiz, **International Finance and Open Economy Macroeconomics**, New York: Macmillan Pub. Comp., 1994, pp. 579-583.

⁸⁴Ercan Eren, **Makro İktisat**, Bursa: Ezgi Kitabevi, 1992, s. 183.

⁸⁵Tamer İşgüden ve Müfit Akyüz, **Uluslararası İktisat**, İstanbul: Evrim Kitabevi, 1990, s. 101.

⁸⁶Çağlar, a.g.e., ss. 92-93.

Faiz oranlarının ve reel gelirlerin veri kabul edilmesi durumunda, para arzındaki değişim döviz kurundaki değişimin belirleyicisi olmaktadır. Yani, döviz kurundaki değişim, ülkelerin para stoklarının büyüme oranları arasındaki fark kadar ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte, para talebi ile reel gelir ve faiz oranları arasında doğru yönde ilişki olması nedeniyle, ceteris paribus, milli gelir arttığında, ek bir para talebi ortaya çıkarak ülke parasının değer kazanması -döviz kurunun düşmesi- beklenmektedir.

Hodrick⁸⁷ tarafından BWS'nin çöküşünü müteakip döviz kurlarının belirlemesinde parasal yaklaşımı test etmek için bir ampirik çalışma yapılmıştır. Aylık verilerin kullanıldığı araştırmada, ABD Dolarının İngiliz Poundu karşısında 1972-1975 arası değişimi ve Alman Markı karşısında 1973-1975 arası değişimi ele alınmıştır. Bu çalışma söz konusu yaklaşımı destekleyici güçlü bulgulara ulaşmaktadır.

Taşkın⁸⁸ tarafından Türkiye'de kurların belirlenmesinde parasal yaklaşımının uygulanabilirliğini test etmek amacıyla bir uygulamalı çalışma yapılmıştır. Tek denklemlili model ve Çoklu kointegrasyonun benimsendiği çalışmada, döviz kurunun belirlenmesinde etkili olan değişkenler arasında uzun dönem ilişkinin olduğu fakat bu ilişkinin Monetarist yaklaşımının öngördüğü biçimde olmadığı tespit edilmiştir. Başka bir ifadeyle, bu çalışma döviz kurunun belirlenmesinde Monetarist yaklaşımını destekleyici bulgular ortaya koymamaktadır.

1.3.2.2.2. Portföy Tercihi Modelleri

Varlık stok denge modellerinin ikincisi olan portföy dengesi yaklaşımı, monetarist yaklaşım gibi, varlık stoklarındaki ayarlamalara ve ödemeler dengesi akımları arasındaki bağlantıya odaklanmaktadır. Monetarist yaklaşım ile portföy yaklaşımları arasındaki temel farklılık, ulusal varlıklar ile yabancı varlıklar arasındaki ayırmadan kaynaklanmaktadır. Monetarist yaklaşım iki aktif arasında tam ikame durumunun olduğunu ifade ederken, portföy denge yaklaşımı iki varlık arasında tam olarak ikame olmadığını kabul etmektedir. Tam ikame imkanının

⁸⁷Robert J. Hodrick, "An Empirical Analysis of The Monetary Approach To The Determination of The Exchange Rate", in Ronald Macdonald and Mark P. Taylor (eds), **Exchange Rate Economics Volume I**, Edward Elgar Publishing Limited, London, 1992, pp. 309-327.

⁸⁸Fatma Taşkın, "Monetary Approach To Exchange Rate Determination: Single Equation Versus Multicointegrating VAR System Estimation For Exchange Rates in Turkey", **Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, 1995, Cilt: 13, pp. 41-61.

bulunmaması nedeniyle portföy dengesi, en azından menkul kıymet piyasaları arasında dengenin sağlanması için açıklayıcı bir modelin oluşturulması gerektiğini ifade etmektedir. Portföy dengesi yaklaşımında karşılanmayan faiz paritesi* (uncovered interest parity) olduğu için yurt içi senetlerin üzerindeki faiz oranları, yurt dışı senetlerin faiz oranları ile kolaylıkla eşitlenemez. Bunun yanında, döviz kurunda beklenen değişim oranı da aynı değildir.

1960'lı yılların sonuna doğru ortaya çıkan portföy dengesi yaklaşımında, ilk gelişmeler sermaye akımlarının hareketlerini açıklamaya yönelik ekonometrik çalışmalardan destek almıştır. Branson⁸⁹, sermaye akımları eşitliğine stok dengesi kavramını dahil etmekle öne çıkmıştır. Modelleri sınırlı sermaye hareketliliği durumuna çözüm getirmemesine ve parasal olmaktan ziyade finansal yanı ağır basmasına karşın, Mc Kinnon-Oates⁹⁰ ve Mc Kinnon portföy dengesi yaklaşımına katkı yapanlardır. Argy-Porter döviz kuru beklentilerinin içsel ve dışsal şoklar ile birlikte parasal ve maliye politikaları tarafından nasıl etkilendiğini ortaya koymaya çalışmışlardır. Girton-Henderson iki ülke modeli ile finansal sermaye hareketliliği üzerine merkez bankası politikalarının etkilerini ele almışlardır. Portföy dengesi modellerinin betimlenmesi Branson ve Henderson tarafından yeniden yapılandırılmıştır⁹¹.

Portföy tercihi modelleri kişisel portföylerin optimal dağılımını çeşitli yatırım alternatiflerinin nispi risk ve getirilerinin bir fonksiyonu olarak ele almaktadırlar⁹². En basit şekildeki denge modellerinde, iktisadi birimlerin yabancı döviz bulunduramadıkları ve aşağıdaki temel fonksiyonların geçerli olduğu bir ülke için model kurulmaktadır⁹³.

$$M = a(i, i^*, r, r^*)W \quad (1.9)$$

$$B = b(i, i^*, r, r^*)W \quad (1.10)$$

*Karşılanmayan faiz paritesi, ulusal ve yurt dışı faiz oranları arasında oluşacak bir farkın vadeli kurlarda herhangi bir indirim veya prim ile dengelenmemesi durumunu ifade etmektedir.

⁸⁹Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz: William H. Branson, **Financial Capital Flows in The US Balance of Payments**, Amsterdam: North Holland, 1968.

⁹⁰Ronald I. McKinnon and Willy Qates, "The Implications of International Economic Integration, For Monetary, Fiscal and Exchange Rate Policy", **Princeton Studies in International Finance**, Vol. 16. 1966.

⁹¹Isard, a.g.e., pp. 107-108.

⁹²Hans Visser, **A Guide To International Monetary Economics, Exchange Rate Theories, Systems And Policies**, Cheltenham: Edward Elgar Pub. Ltd., 2000, pp. 21-25.

⁹³Plihon, a.g.e., s. 63.

$$SF = c(i, i^*, r, r^*)W \quad (1.11)$$

$$W = M + B + SF \quad (1.12)$$

Burada M , ulusal para stoğunu; B , ulusal varlıkların arzını; F , yabancı para cinsinden varlıkların elde tutulan net miktarını; W , toplam serveti; S , ulusal para cinsinden döviz kurunu; i ve i^* , iç ve dış faiz oranlarını; r ve r^* , iç ve dış varlıklara ilişkin risk seviyelerini ifade etmektedir.

(1.9), (1.10) ve (1.11) eşitlikleri, piyasa denge koşullarını ve iktisadi birimlerin kullanımına sunulan ulusal para, ulusal ve yabancı finansal varlıkların talep yapılarını göstermektedirler. Söz konusu üç varlığın talebi, mevcut servetin pozitif fonksiyonu olmaktadır. Bununla birlikte, (1.9) eşitliğiyle gösterilen ulusal para talebinin, iç ve dış faiz oranının yükselmesiyle azaldığı varsayılmaktadır. (1.10) eşitliğiyle gösterilen ulusal varlıklar talebi, iç faiz oranı ve yabancı varlıkların risk seviyesi arttıkça azalmaktadır. (1.11) eşitliğiyle ifade edilen yabancı varlıklar talebi, dış faiz oranı ve ulusal varlıkların risk seviyesi arttıkça yükselirken, iç faiz oranı ve yabancı varlıkların risk seviyesi arttıkça azalmaktadır.

Yukarıdaki tüm eşitlikler birleştirildiğinde, aşağıda görülen, modelin kısaltılmış şekli ortaya çıkmaktadır.

$$SF = (1 - a - b)W = f(i, i^*, r, r^*)W \quad (1.13)$$

(1.13) eşitliği aşağıdaki şekilde yeniden düzenlenebilir.

$$S = f(i, i^*, r, r^*) \frac{W}{F} \quad (1.14)$$

(1.14) eşitliğinde, döviz kuru, servetin yatırımcıların isteklerine uygun olarak, ulusal para, ulusal ve yabancı varlıklar arasında dağıtılmasına imkan sağlayan portföy tercihleri süresince belirlenen bir değişken olarak ifade edilmektedir. Başka bir deyişle döviz kuru, çeşitli ulusal ve yabancı varlık piyasalarının dengeye gelmesini sağlayan fiyat olmaktadır⁹⁴.

Modelin işleyiş mekanizması somutlaştırılmak istenirse, yurtiçi faiz oranında bir azalış olduğu zaman, servetin yurtiçi varlıklar cinsinden tutulmak istenen kısmı azalacak; buna paralel olarak, ulusal paraya olan talep düşecek;

⁹⁴Plihon, a.g.e., ss. 63-64.

dolayısıyla ulusal para değeri kaybedecektir. Dış faiz oranının azalması durumunda da bunun tersi söz konusu olacaktır.

Ülkede para arzı arttırıldığı zaman, söz konusu fazla para gerek yurtiçi gerekse yurtdışı varlıkların talebini arttıracaktır. Yurtdışı varlık alımların artması, ülkeden sermaye çıkışına yol açacaktır. Bu durum, ülke parasının değeri kaybetmesiyle sonuçlanacaktır.

Portföy tercihi modellerinin test edilmesine yönelik uygulamalı araştırmaların yapılması, çeşitli finansal varlıklarla ilgili verilerin yetersiz olması nedeniyle oldukça güçtür. Fakat mali varlıklar arasında tam ikamenin olmadığı yönünde önemli varsayımları içermesi, döviz kurlarının belirlenmesine geniş bakış açısı sağlamaktadır⁹⁵.

1.3.2.3. Dinamik Döviz Kuru Modelleri

BWS'nin çöküşünü müteakip, sabit kur sisteminin terk edilmesi ve dalgalı kur sistemine geçilmesi, döviz kurlarında büyük dalgalanmalara yol açmış ve söz konusu dalgalanmaları açıklamak için iktisatçılar tarafından çeşitli modeller geliştirilmiştir. Bu modeller, birinci tip ve ikinci tip modeller olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Birinci tip modeller, döviz kurlarında ortaya çıkan aşırı tepkiyi mal ve varlık piyasalarının yeni duruma uyum sağlama hızları arasındaki farklılığa bağlarken; ikinci tip modeller ise, psikolojik faktörlerin ve beklentilerin önemli olduğunu ortaya koymaya çalışmışlardır⁹⁶.

1.3.2.3.1. Döviz Kurlarının Aşırı Tepkisi ya da Hedefi Aşma

Hedefi aşma (Overshooting) terimi, dışsal şok veya politika değişimini müteakiben, bir iktisadi değişkenin kısa dönem tepkisinin uzun dönem denge değerinden sapmasını belirtmek için kullanılmaktadır. Örneğin şok yaşanan bir ekonomide, uzun dönem denge değerini sağlayan oran % 20 (1'den 1.2'e) iken, döviz kuru aniden % 40 (1'den 1.4'e) artmış olsun. Bunun anlamı, döviz kurundaki ilk % 40 artıştan sonra, uzun dönem denge değerine ulaşmak için döviz kurunda % 20 azalma olması gerekmektedir. Böylece şok değişime, ilk tepkinin gereğinden fazla olması, hedefi aşma kavramı ile ifade edilmektedir. 1997'de Güney Doğu Asya

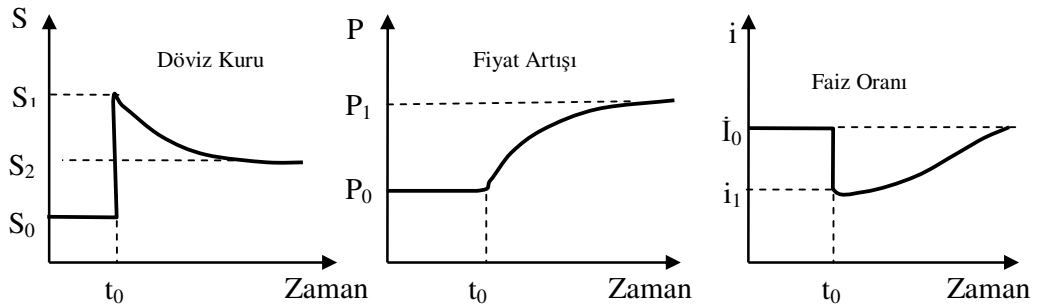
⁹⁵Çağlar, a.g.e., s. 96.

⁹⁶Plihon, a.g.e., s. 67.

ekonomilerinde yaşanan kur değişimleri hedefi aşma olgusuna örnek oluşturmaktadır⁹⁷.

Hedefi aşma yaklaşımıyla Dornbusch, Mundell-Fleming modelinin yeni bir formülasyonunu rasyonel beklentiler ışığında genişletmiştir⁹⁸. Bu yaklaşım, döviz kurlarının kararsızlığı konusunda ilk birleştirici yaklaşım olması ve döviz kuru oluşumunu reel faktörlere ve finansal faktörlere bağlayan yaklaşımların bir sentezini oluşturması nedeniyle uluslararası iktisat literatüründe önemlidir⁹⁹.

Bu modelin önemli varsayımları, tam istihdam durumunun olması, malların fiyatlarının yapışkan olması, faiz oranları ve döviz kurunun esnek olması biçiminde sıralanmaktadır. Menkul değerler piyasasına oranla, mal fiyatlarının yapışkan olması yaklaşımdaki anahtar rolü oluşturmaktadır. Kısa dönemde, parasal genişlemenin etkileri sermaye hareketleri ve beklentiler tarafından yönlendirilmektedir. Uzun dönemde, para arzı fiyat düzeyini belirlemekte ve SGP geçerli olmaktadır¹⁰⁰.



Şekil 1.1 Döviz Kurlarındaki Aşırı Yükselmeye Karşı Fiyat, Faiz ve Kurların Hareketi

Model doğrultusunda döviz kuru, fiyat seviyesi ve faiz oranlarının zaman içerisindeki değişimleri Şekil-1'de görülmektedir. t_0 zamanında para arzının artmasıyla döviz kurlarında yukarıya doğru ani sıçramanın sonucunda faiz oranları başlangıçta azalmakta, fakat daha sonra eski seviyesine geri dönmektedir. Fiyatlarda başlangıçta herhangi bir hareket gözlenmezken, zaman içerisinde fiyatlarda artış meylili görülmekte, son olarak döviz kurlarındaki ani sıçramayı takip eden süreçte

⁹⁷Marrewijk, a.g.e., pp. 72-73.

⁹⁸Rudiger Dornbusch, "Expectations and Exchange Rate Dynamics" **Journal of Political Economy**, 1976, Vol. 84, No. 6. pp. 1161-1176.

⁹⁹Kenneth Rogoff, "Dornbusch's Overshooting Model After Twenty-Five Years", **Second Annual IMF Research Conference**, November 29-30, 2001, Washington D.C., p. 1.

¹⁰⁰Hoontrakul, a.g.e., p. 17.

kurların seviyesinde azalma meydana gelmekte ve kurlar başlangıç seviyesinin biraz üzerinde dengeye gelmektedir¹⁰¹.

1.3.2.3.2. Spekülatif Kabarcıklar Teorisi

Spekülatif kabarcıklar (baloncuklar) kavramı daha çok hisse senedi piyasasına özgü bir kavram olarak kullanılmasına karşın, son dönemlerde serbest döviz kuru rejimlerinin yaygın hale gelmesiyle döviz piyasalarında kullanılmaya başlanmıştır. Söz konusu kavram, ekonomik konjonktür dışında gelişen döviz kuru artış ve azalışlarının açıklanmasını içine almaktadır¹⁰². Temel ekonomik göstergeler doğrular gözükmemesine rağmen, fiyatın bugün yüksek olmasının tek sebebi, yatırımcıların, satış fiyatının yarın daha yüksek olacağına dair inançları ise, piyasada kabarcık olduğu söylenebilmektedir¹⁰³.

Bu yaklaşımın temel noktasını, piyasada oluşan döviz kurlarıyla (veya finansal varlıkların fiyatlarıyla), temel ekonomik göstergelere göre oluşması gereken denge döviz kuru arasında kalıcı farklılıkların bulunabileceği varsayımı oluşturmaktadır. Söz konusu farklılık, önce genişleme sonra yok olma eğilimi göstermesi sebebiyle, spekülatif kabarcık olarak ifade edilmektedir. Matematiksel olarak,¹⁰⁴

$$E = E^* + B \quad (1.21)$$

biçiminde ifade edilmektedir. Burada, E , piyasadaki döviz kurunu; E^* , denge döviz kurunu ve B de spekülatif kabarcığı göstermektedir.

Döviz kuru kabarcığı süreci şöyle gerçekleşmektedir¹⁰⁵: Piyasadaki bireylerin çoğunluğu, makroekonomik verilere bakmaksızın bir paranın değerinde artış (azalış) olacağı öngörüsünde bulunurlar. Bu beklentiyle, söz konusu paranın talebinde artış (azalış) olur. Bu talep artışı (azalışı) nedeniyle paranın değeri hızla artarak (azalarak) temel ekonomik denge değerinden uzaklaşır. Böylece, beklentiler kendini gerçekleştirmiş olur ve piyasa döviz kurunun gelişimini doğru öngörmüş olması nedeniyle etkin hale gelir. Ancak, bir zaman sonra, söylentilerin yerini

¹⁰¹ **Dornbusch Model**, http://econ.lse.ac.uk/courses/ec315/G/ec315_LTlec7.pdf, 22.08.2005. p. 7.

¹⁰² Kenneth D. West, "A Specification Test for Speculative Bubbles", **NBER Working Paper**, No: 2067, November, 1986, p. 1.

¹⁰³ Ted Walther, **Dünya Ekonomisi**, (çev. Ünal Çağlar), İstanbul: Alfa Yayınevi, 2000, s. 89.

¹⁰⁴ Plihon, a.g.e., ss. 72-73.

¹⁰⁵ Çağlar, a.g.e., s. 101.

gerçekçi hesaplamalar aldığında, kurun aşırı yükseldiği (düştüğü) fark edilir ve beklentiler tersine döner ve kabarcık patlayarak ortadan kalkar.

1.3.2.3.3. Döviz Piyasalarının Etkinliği Varsayımı

Uluslararası sermaye piyasalarında entegrasyon sürecinin hız kazanmasıyla birlikte, 1980'li yıllar sonrasında denge döviz kurlarının açıklanmasında döviz piyasalarının etkinliği varsayımına yer verilmiştir. Piyasaların etkinliği, t dönemindeki döviz kurunun, o dönemdeki mevcut bütün bilgiyi içerecek şekilde oluştuğunu ifade etmektedir¹⁰⁶.

Döviz piyasaların etkinliği, iki varsayımın gerçekleşmesine bağlı olmaktadır. Varsayımların birincisi, mükemmel arbitrajın olması; finansal varlıklar arası tam ikamenin mümkün olmasıdır. Buna göre arbitrajcılar, işlem yaptıkları farklı varlıkların taşıdıkları risklere karşı kayıtsız kalmaktadırlar. Başka bir deyişle, farklı paralar cinsinden finansal varlıkların beklenen getirileri eşit olmaktadır. Bu varsayımın gerçekleşmesiyle karşılanmayan faiz oranı paritesi (uncovered interest rate parity) koşulu sağlanmış olmaktadır.

$$e^{\bullet}_{t+n} - e_t = i_t - i_t^* \quad (1.22)$$

Burada, $e^{\bullet}_{t+n}$; t+n dönemi için öngörülen döviz kurunun logaritmasını; e_t , t döneminde gözlenen döviz kurunun logaritmasını; i_t ve i_t^* , t dönemindeki iç ve dış faiz oranını temsil etmektedir.

(1.22) eşitliğinin sağlanması, yatırımcıların farklı varlıkları tam ikame edilebilir bulduklarını ortaya koyacaktır. Başka bir ifadeyle, bu varsayıma göre, döviz kurunda beklenen oransal değişme, ülkeler arası faiz oranları farkına eşit olacaktır.

Piyasa etkinliğinin ikinci varsayımı, piyasada işlem yapanların akılcı beklentilere sahip olmalarıdır. Bu koşul, işlem yapan bireylerin, işlem anında piyasada varolan tüm bilgileri etkin olarak kullanmaları ve aynı anda, hakkında öngörüle bulundukları değişkenin modelini bildiklerini kabul etmektedir¹⁰⁷.

Ekonometrik tahmin modelleri ile yapılan çalışmaların çoğunluğu, piyasada etkinlik varsayımını sağlamamıştır. Bu durumun nedeni olarak, genellikle, farklı

¹⁰⁶Çağlar, a.g.e., s. 103.

¹⁰⁷Plihon, a.g.e., ss. 69-70.

paralar cinsinden varlıklar arasında tam ikamenin olmaması gösterilmiştir. Diğer bir deyişle, söz konusu varlıklar arasında risk primlerinin olması, etkinlik varsayımının reddedilmesine yol açmıştır¹⁰⁸.

1.3.2.3.4. Rasyonel Beklentiler

Matematiksel beklenti kavramını temel alan rasyonel beklentiler hipotezine göre, bir değişkenin gelecekteki değerine ilişkin piyasa tahmini, mevcut bilgiler bağlamında onun matematiksel beklentisine eşit olmaktadır¹⁰⁹. Diğer bir ifadeyle, bu hipotezle, mevcut bütün bilgi kanalları kullanılarak, döviz kurunun gelecek değeri öngörülmeğe çalışılmaktadır. Söz konusu bilgilerin kaynağını kendi gözlemleri ve haber kanalları (kaynakları) oluşturmaktadır. Bu yaklaşımın matematiksel ifadesi¹¹⁰,

$$e_t = E_t e_{t+1} + Z_{t+1} \quad (1.23)$$

dir. (1.23) eşitliğinde, Z_{t+1} , beklenmeyen değerleri ifade etmektedir. Buna göre, cari döviz kuru tüm cari değerlerin yanında dışsal değişkenlerin tüm gelecekteki değerlerine de bağlı olmaktadır. Başka bir deyişle, eğer para arzının beklenen gelecekteki değeri değişirse, cari spot döviz kuru da değişecektir. Bu modeli oluşturanların başında Mussa (1976) ve Bilson (1978) gelmektedirler. Söz konusu modelin temel noktası, ana değişkenler kullanılarak yapılan döviz kurlarıyla ilgili tahminlerin yanılma payını içermesi ve onlar istikrarlı olsa bile döviz kurlarında büyük dalgalanmaların olabileceğini ifade etmesidir.

Hoffman ve Schlagenhauf¹¹¹ tarafından yapılan ampirik çalışma, rasyonel beklentiler hipotezini destekleyici bulgulara ulaşarak gelecek döviz kurunun cari kuru değiştirdiğini/etkilediğini vurgulamıştır.

1.3.2.3.5. Haberler ve Döviz Kurları

Döviz kurlarının gelecekteki değerinin tahmin edilmesinin çok zor olduğu görülmektedir. Araştırmacıların döviz kurlarındaki sistematik değişimleri açıklamak üzere kapsamlı teoriler geliştirmelerine rağmen, beklenmedik olayların çıkması

¹⁰⁸ Çağlar, a.g.e., s. 105.

¹⁰⁹ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, 4. Baskı, İstanbul: Güzem Can Yayınları, No: 19, 2003, s. 168.

¹¹⁰ Ertürk, **Döviz Ekonomisi**, s. 145.

¹¹¹ Dennis L. Hoffman and Don E. Schlagenhauf, "Rational Expectations and Monetary Models of Exchange Rate Determination An Empirical Examination", in Ronald Macdonald and Mark P. Taylor (eds), **Exchange Rate Economics Volume I**, London: Edward Elgar Publishing Limited, 1992, pp. 321-344.

nedeniyle söz konusu teorilerin kur tahminindeki başarıları sınırlı kalmaktadır. Beklenmedik olayların ortaya çıkmasına haberler (news) denilmektedir. Bu olaylar ekonomik olacağı gibi politik de olabilmektedir. Haberler, faiz, fiyat, gelir vb. değişkenleri, dolayısıyla döviz kurlarını etkilemektedirler. Böylece döviz kurlarının kısmen öngörülemeyen olaylar tarafından etkilenmesi, gelecekteki spot kurların tahminini de güçleştirmektedir¹¹².

Bu saptama, matematiksel olarak aşağıdaki gibi ifade edilebilmektedir¹¹³:

$$e_t - E_t e_{t+1} = k(Z_t - E_t Z_{t+1}) + u \quad (1.24)$$

(1.24) eşitliğinde e_t şimdiki döviz kurunu, $E_t e_{t+1}$ ise beklenen spot kuru ifade etmektedir. Z_t temel değişkenlerin yeni bilgiden ya da haberlerden önceki durumunu, $E_t Z_{t+1}$ ise bilgiden sonra değiştirilmiş durumunu göstermektedir. Kısaca, şimdiki döviz kuruyla beklenen spot kur arasındaki fark, temel değişkenlerin bugünkü durumu ile revize edilmiş beklentilere göre ortaya koyacağı durum arasındaki farkın bir fonksiyonudur.

Buraya kadar, uluslararası para sisteminin işleyişini ve tarihsel seyrini, denge döviz kurunun oluşumuna yönelik teorik yaklaşımları gelişim aşamalarına göre ve küresel finansal sisteme genel bir bakış açısı sağlayarak ele almış bulunuyoruz. Döviz Kuru Rejimleri ve Kur Rejimi Tercihi adını taşıyan ikinci bölümde, özellikle ampirik çalışmalarda benimsenen kur rejimlerinin sınıflandırılmasına yönelik yaklaşımları, buna bağlı olarak sınıflandırılan kur rejimleri ve kur rejimi tartışmalarını, kur rejimi tercihinde etkili olan faktörleri ve temel kur rejimlerinin ekonomik etkilerine yönelik argümanları incelemeye çalışacağız.

¹¹²Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, s. 167.

¹¹³Ertürk, **Döviz Ekonomisi**, s. 146.

II. BÖLÜM

DÖVİZ KURU REJİMLERİ VE KUR REJİMİ TERCİHİ

Çift metal sisteminden altın standardına, altın değişim standardından dalgalı kur rejimlerine, çıpa rejimlerinden optimum kur alanlarına doğru gelişme süreci gösteren döviz kuru rejimleri, ülkelerin makroekonomik performanslarını etkilemeleri nedeniyle uluslararası parasal ilişkiler bakımından tartışılan konuların başında yer almaktadır. Bu sebeple ikinci bölümün konusunu günümüzde ülkelerce benimsenen kur rejimleri ve bunların tercihinde etkili olan faktörler ele alınmaktadır.

2.1. DÖVİZ KURU REJİMLERİNİN SINIFLANDIRILMASINA YÖNELİK YAKLAŞIMLAR

Günümüzde ülkelerin benimsedikleri döviz kuru rejimleri, sabit kur rejiminden serbest kur rejimine kadar uzanan geniş bir yelpaze oluşturmaktadır. 1990'lı yıllarda dalgalı kur rejimlerini uygulayan ülkelerin sayısı artsa da, halen dünyada ülkelerin yarısından fazlası sabit veya gözetimli döviz kuru rejimlerini devam ettirmektedirler.

İktisat literatüründe kur rejimlerinin sınıflandırılmasında farklı kategoriler ortaya çıkmaktadır. IMF 1990'ların ikinci yarısına kadar üye ülkelerde uygulanan kur rejimlerinin sınıflandırılmasında, sabit, sınırlı esnek, yönetimli dalgalı ve serbest dalgalı olmak üzere dört kategori kullanmıştır¹¹⁴. Edwards ve Savastona¹¹⁵ gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru rejimleriyle ekonomik performans arasındaki ilişkiyi ortaya koymak için yaptıkları çalışmada, kur rejimlerini dokuz farklı kategoride ele almışlardır. Reinhart ve Rogoff¹¹⁶ önceki sınıflandırmaların eksikliklerini gidermeye yönelik çalışmalarında, kur rejimlerini 11 farklı kategoriye ayırmışlardır. Bubula ve Ötke-Robe¹¹⁷ kur rejimlerinin gelişimini ele alan çalışmalarında, döviz kuru rejimlerini 13 kategoride toplamışlardır.

¹¹⁴IMF, "Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Economic Performans in Developing Countries", **World Economic Outlook**, Washington D.C.:IMF, 1997, pp. 78-97.

¹¹⁵Sebastian Edwards and Miguel A. Savastona, "Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need to Know?", **NBER Working Papers**, 7228, 1999, <http://www.nber.org/papers/w7228>, 23. 05. 2005, pp. 4-8.

¹¹⁶Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation", **NBER Working Papers**, 8963, 2002, <http://www.nber.org/papers/w8963>, 17. 07. 2005, pp. 5-15.

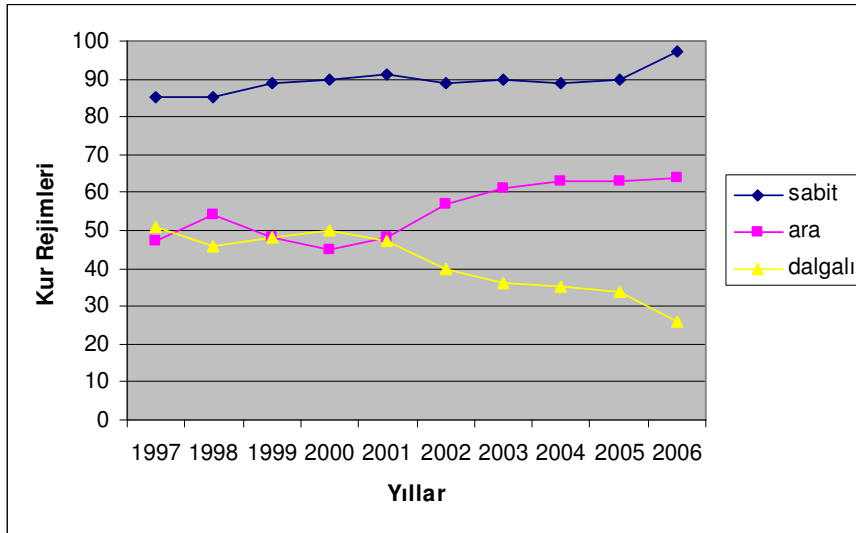
¹¹⁷Andre Bubula and İnci Ötke-Robe, "The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence From De Facto Policies", **IMF Working Paper**, 02/155, pp. 13-15.

Literatürdeki döviz kuru rejimlerinin sınıflandırılması ile ilgili çeşitli görüşlerden ikisinin ön plana çıktığı görülmektedir. Bunlardan birincisi IMF tarafından düzenlenen geleneksel resmi (de jure) yaklaşımı¹¹⁸, ikincisi Levy-Yeyati ve Sturzenegger tarafından ortaya atılan¹¹⁹ fiili (de facto) yaklaşımdır. Resmi yaklaşım merkez bankasının kamuoyuna duyurduğu döviz kuru rejimini temel alırken, fiili yaklaşım döviz kurunun gözlenen hareketlerini esas almaktadır¹²⁰.

2.1.1. Resmi (De jure) Yaklaşım

IMF sınıflandırması olarak ifade edilen bu yaklaşım, kur rejimlerini üye ülkelerin IMF'e bildirdikleri resmi tebliğe göre sınıflandırmaktadır. Bu yaklaşımda döviz kurunun esnekliği önem arz etmektedir. Dolayısıyla ampirik çalışmalarda bu yaklaşım, kur rejimlerini sabitlenmiş, sınırlı esneklik kazandırılmış ve daha esnek/serbest dalgalı olmak üzere üç ana kategoriye ayırmaktadır¹²¹.

Şekil 2.1 Ülkelerin 1997-2007 Yılları Arasında Tercih Ettikleri Kur Rejimleri



Kaynak: IMF Annual Report 'un çeşitli sayılarından alınan veriler kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

¹¹⁸IMF, **World Economic Outlook**, 1997. pp. 78-98.

¹¹⁹Eduardo Levy-Yeyati and Federico Sturzenegger, "Exchange Rate Regimes and Economic Performance", **IMF Staff Papers**, Vol. 47, 2001, pp. 66-67; Aynı Yazarların, "Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words", **European Economic Review**, 49, 2005, pp. 1603-1635.

¹²⁰Atish R. Ghosh, ve diğerleri, "Does The Nominal Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth", **IMF Economic Issues**, 1996, 2. pp. 1-13; Hans Genberg and Alexander K. Swoboda, "Exchange-Rate Regimes: Does What Countries Say Matter?" ", **HEI Working Paper**, No: 07/2004, <http://hei.unige.ch/sections/cc/pdfs/working-paper/HEIWP07-2004.pdf>, 08.12.2005. pp. 1-15.

¹²¹Bubula and Ötker-Robe, a.g.e., p. 6; Michael D. Bordo, "Exchange Rate Regimes for The Twenty-First Century: An Historical Perspective", **Oesterreichische Nationalbank Working Paper**, No: 92, 2004, pp. 12-13.

IMF tarafından yayımlanan son rapora göre, ülkelerin % 52'si sabit kur rejimlerini, % 34'ü ara kur rejimlerini ve % 14'ü dalgalı veya esnek kur rejimlerini sürdürmektedir¹²². Sabit kur rejimlerinin oransal olarak yarıdan fazla olması dikkat çekicidir.

Şekil 2.1'de 1997-2006 yılları arasında ülkeler tarafından uygulanan kur rejimlerinin değişimi görülmektedir. Son on yılda dalgalı kur rejiminden ara kur rejimlerine geçişin olduğu göze çarpmaktadır. IMF'in 2006 yılı raporu bağlamında kur rejimleri; sabit (pegged), dalgalı (floating) ve sınırlı dalgalı/ara olmak üzere üç ana grup altında toplanmaktadır.

Sabit kur rejimleri de kendi içinde dolarizasyon, para kurulu ve diğer geleneksel sabit kur düzenlemeleri biçiminde üç kısımda ele alınmaktadır. Dolarizasyonu benimseyen ülke parasal bağımsızlığına son vermekte ve başka bir ülkenin para birimini kullanmaktadır. Euro'ya geçen AB ülkeleri bu rejime dahil edilmektedir. Para Kurulunu uygulayan ülke parasının seçilecek olan yabancı bir parayla sabit kurdan değişimi öngörmekte ve bu rejimde merkez bankası ülke parasını yabancı para girişi karşılığı basmaktadır.

İkinci grubu sınırlı esnek kur veya ara kur rejimleri oluşturmaktadır. bu grup da kendi arasında yönetimli dalgalı kur rejimi (managed float), sürünen çapa (crawling peg), sürünen şerit (crawling band) ve yatay şerit içinde çapalanmış kur olmak üzere dörde ayrılmaktadır. Yönetimli dalgalı kur rejiminde döviz kurları arz ve talep koşullarına bırakılmakta fakat enflasyon, ödemeler bilançosu, uluslararası rezervler gibi makroekonomik değişkenlerde ortaya çıkan istikrarsızlık durumlarında merkez bankası kurlara müdahale edebilmektedir. Bu rejimde merkez bankasının belli bir döviz kuru hedefi yoktur. Önceden açıklanmış kurallara bağlı olarak yapılmayan bu müdahaleler, ülke ekonomisinin hareket alanını genişletmektedir. Ayrıca bu şekilde yönlendirilebilen kurlarla, serbest dalgalı kur rejiminin yol açtığı bir takım risk ve belirsizlikler azaltılabilmektedir. Sürünen çapada merkezi kur adı verilen bir parite tespit edilir ve piyasada kurların bu parite kuru etrafında küçük oranlarda dalgalanmasına izin verilir, kurların önceden ilan edilmesine imkan tanıyan bu rejimde enflasyon gibi seçilmiş ekonomik göstergelere bağlı olarak kurda ayarlamalar yapılabilmektedir. Sürünen şerit rejiminde, ülke parasının değeri

¹²²IMF, **Annual Report**, Washington D.C.:International Monetary Fund, 2006, pp. 145-146.

merkezi kur etrafında dalgalanma marjı en az $\pm$ % 1’le sınırlandırılmış limitler içinde dalgalanmaktadır. Merkezi oran, seçilmiş ekonomik göstergeler çerçevesinde periyodik olarak ayarlanmaktadır. Yatay şerit içinde çapalanmış kur rejiminde ise, sürünen çapada olduğu gibi, ülke parasının değeri resmi veya fiili sabit merkezi oran etrafındaki dalgalanma marjı en az $\pm$ % 1’le sınırlandırılmakta, ancak bu kur rejiminde, merkezi oranda ekonomik göstergelere göre herhangi bir ayarlama yapılmamaktadır. Bu kur rejimi, Avrupa Para Sisteminin (EMS) döviz kuru mekanizmasına dahil ülkelerin kur ayarlamaları ile ilgili düzenlemelerini kapsamaktadır.

IMF’e göre bir diğer sınıflandırma dalgalı veya esnek kur rejimlerinde ise döviz kurlarına herhangi bir devlet müdahalesi söz konusu olmamakta, döviz kurları piyasada arz ve talep tarafından belirlenmektedir. Bu rejimlerde kural olarak para politikası kur politikasından bağımsız çalışmaktadır¹²³.

Resmi yaklaşımın başlıca avantajları olarak ülkeleri içermesi bağlamında daha kapsamlı olması, sık sık güncellenebilmesi, uzun dönemi kapsamı ve birçok ampirik çalışmanın bu yaklaşımı esas almış olması sayılabilmektedir. Buna karşın ülkelerin gerçekte uyguladıkları kur rejimiyle kamuoyuna duyurdukları rejimin farklı olması durumunda, söz konusu ülke/ülkelerin kur rejimlerinin yanlış kategoriye dahil edilmesi bu yaklaşımın olumsuz yanını ortaya koymaktadır¹²⁴.

2.1.2. Fiili (De facto) Yaklaşım

Fiili yaklaşım, döviz kuru rejimini belirlemek için nominal döviz kurunun gözlenen davranışını kullanmaktadır¹²⁵. Bu yaklaşım döviz kuru davranışıyla ilgili olarak üç değişkeni esas almaktadır. Bunlar¹²⁶:

1. *Döviz kuru değişkenliği*: Yıl boyunca nominal döviz kurundaki mutlak aylık yüzde değişimlerin ortalaması olarak ölçülmektedir.

2. *Döviz kuru değişimlerindeki oynaklık*: Döviz kurunda ortaya çıkan aylık yüzde değişimlerin standart sapması şeklinde ölçülmektedir.

¹²³IMF, **Annual Report**, 2006, pp. 144-146.

¹²⁴Bubula and Ötör-Robe, a.g.e., pp. 6-7.

¹²⁵Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde and Holger C. Wolf, **Exchange Rate Regimes Choices & Consequences**, London: The MIT Press, 2003, p. 42; Helene Poirson, “How Do Countries Choose Their Exchange Rate Regime?”, **IMF Working Paper**, WP/01/46, April 2001, pp. 6-8.

¹²⁶Levy-Yeyati and Sturzenegger, “Exchange Rate Regimes and Economic Performance”, p. 66.

3. *Rezervlerin değişkenliği:* Önceki aydaki parasal tabana göre uluslararası rezervlerde meydana gelen mutlak aylık değişimin ortalaması biçiminde ölçülmektedir.

Tablo 2.1 Fiili Yaklaşımına Göre Döviz Kuru Rejimlerinin Sınıflandırılması

Döviz Kuru Rejimleri	Ortalama Döviz Kurundaki Yüzde Değişim	Döviz Kurundaki Yüzde Değişimin Standart Sapması	Rezervlerin Değişkenliği
Tanımsız	Düşük	Düşük	Düşük
Dalgalı	Yüksek	Yüksek	Düşük
Kirli Dalgalanma	Yüksek	Yüksek	Yüksek
Sürünen Parite	Yüksek	Düşük	Yüksek
Sabit	Düşük	Düşük	Yüksek

Kaynak: Levy-Yeyati ve Sturzenegger, 2005, a.g.e., p. 1611.

LYS sınıflaması* olarak ifade edilen bu yaklaşımda, Tablo 2.1’de belirtilen üç değişkenin davranışına göre, bir ülkenin hangi kur rejimini uyguladığı belirlenebilmektedir. Şöyle ki, bir ülkede dalgalı kur rejimi uygulanmışsa, aylık döviz kuru değişimlerinin hareketliliği/oynaklığı yüksek olmaktadır. Diğer yandan, sabit kur rejiminde nominal döviz kurundaki değişim az olmasına rağmen rezervlerdeki hareketlilik yüksek olmaktadır. Başka bir ifadeyle, rezerv hareketliliği ile ülkenin uyguladığı kur rejimi arasında sıkı bir ilişki vardır. Rezervlerde önemli bir hareketliliğin olması sabit kur rejiminin uygulandığı anlamını taşıırken, rezerv hareketliliğin düşük olması ise dalgalı kur rejiminin uygulandığını ifade etmektedir.

Fiili yaklaşımın bazı dezavantajları vardır. Bunlardan en önemlisi, söz konusu yaklaşımın, doğasında geriye dönük olmasıdır. Resmi sınıflandırma, prensip olarak gelecek politika hedefleri hakkında bilgi naklederken, gözlenmiş faaliyetler ister istemez geçmişe ait olmaktadır. Dolayısıyla, fiili sınıflandırma kamuoyuna

*LYS sınıflaması, adını Levy-Yeyati ve Sturzenegger adlı yazarların baş harflerinden almaktadır.

duyurulan kur rejimleri tercihinin işlevlerinin işaretlerini elde etmenin zorluklarıyla karşı karşıya gelmektedir¹²⁷.

Yukarıdaki kaygının ötesinde fiili sınıflandırmanın birçok kavramsal zorluklar ve uygulama sorunlarıyla mücadele etme zorunluluğu vardır. Fiili ölçümlerin en önemli unsuru nominal döviz kurunun istikrarı, ya şokların olmadığını ya da şokları dengeleyici aktif politikanın uygulandığını göstermektedir. Böyle bir durumda ikincisi uygulanan politika hakkında bilgi verebilmektedir. Genel olarak, ülkelerin ekonomik yapılarının aynı olmaması ve farklı şoklarla karşı karşıya kalmaları nedeniyle, gözlenen kur hareketlerinden, uygulanmakta olan esas döviz kuru rejimini anlamak zordur¹²⁸. Örneğin, dalgalı kur rejimini benimseyen ve ihracatının çeşitliliği az olan küçük, dışa açık bir ülkede, aynı kur rejimini benimseyen ve ihracatının çeşitliliği çok olan büyük ülkeye nazaran daha büyük kur dalgalanmasının görülmesi beklenmektedir. Fiili ölçümler, doğal olarak göreceli olduğu için, büyük ülke hatalı olarak sabitlenmiş kur rejimi kategorisine dahil edilebilirken, küçük ülke doğru olarak dalgalı kur rejimi şeklinde sınıflandırılabilir.

İlke olarak, bir ülkede uygulanan kur rejiminin belirlenmesi o ülkenin özelliklerinin kontrol edilmesi, kur müdahalesi ve faiz oranı hareketlerinin de facto sınıflamasına dahil edilmesi yoluyla yapılabilmektedir¹²⁹. Uygulamada bunların hiçbirisi açık değildir. Birçok gelişmekte olan ülkede faiz oranları parasal otorite tarafından belirlenmektedir.

Bazı çalışmalar, toplam rezervlerdeki değişimi müdahale yerine vekil (proxy) biçiminde kullanmaktadır. Kur rejimine yönelik amaç ve faaliyetler farklılaşabilmekte; dolayısıyla döviz rezervlerine yönelik veride istatistik ve realite birbirinden farklı olabilmektedir. Forward piyasalarının, swapların vb. enstrümanların merkez bankaları tarafından kullanımı yaygınlaştıkça, toplam rezervler daha az aydınlatıcı olmaktadır.

Ayrıca merkez bankası rezervlerindeki hareketler, özellikle düşük gelirli ülkelerde, başka birçok faktör tarafından etkilenmektedir. Bunlar arasında yabancı

¹²⁷Ghosh, Gulde and Wolf, a.g.e., pp. 42-44.

¹²⁸Ghosh, Gulde and Wolf, a.g.e., pp. 42-44.

¹²⁹Calvo and Reinhart, a.g.e., pp. 5-15.

borçların geri ödemesi, petrol ve uçak ithalatı gibi büyük satın alımlar vb. sayılabilmektedir. Bu tür faaliyetlerin amaca yönelik kur müdahalesiyle ilgisi olmamasına rağmen, bunlar rezervlerde büyük ve ciddi hareketlere yol açabilmektedirler.

Daha temel belirleme sorunu, açık bir kur hedefini karşılamak üzere girişilen müdahale ile başka politika hedeflerine yönelik müdahale arasındaki farkla ilgili olmaktadır. Enflasyon hedeflemesi bu duruma örnek gösterilebilmektedir. Döviz kurunun iç piyasadaki fiyatları önemli ölçüde etkilediği küçük açık bir ekonomide, enflasyon hedeflemesi kur istikrarı üzerine nominal şoklar halinde önemli yük getirmekte¹³⁰ ve böylece düşük kur esnekliği ortaya çıkarmaktadır. Ancak, aynı yapı reel şok esnasında önemli kur ayarlamasını zorunlu kılabilmektedir. Reel ve nominal şokların ortaya çıkış sıklığına bağlı olarak fiili yaklaşımı, dolayısıyla, enflasyon hedeflemesini sabit veya esnek olarak sınıflandırabilmektedir. Ayrıca bu şokların ortaya çıkış sıklığı zamana ve ülkeye göre değiştiğinden, temeldeki politika rejimi aynı kalsa bile, fiili sınıflandırma kuralının sonucu da değişebilmektedir¹³¹.

Resmi ve fiili yaklaşımlarının avantaj ve dezavantajları konusunda yukarıdaki değerlendirmenin sonucuna göre, resmi sınıflandırma yaklaşımının olumsuz yanlarının daha az olması nedeniyle, ampirik çalışmaya yönelik döviz kuru rejimlerinin sınıflandırılmasında temel yöntem olarak resmi yaklaşım benimsenmektedir.

2.2. DÖVİZ KURU REJİMLERİ

Bretton Woods Sistemi'nin hüküm sürdüğü dönemlerde, ülkeler paralarını dolara sabitlemiş; fakat değişen şartlar, söz konusu sistemin sürdürülmesini güçleştirerek daha dalgalı kur rejimine geçilmesine yol açmıştır. Günümüzde tek bir döviz kuru rejiminin bütün ülkeler için uygulanabilmesi, ülkelerin ekonomik yapıları farklı olduğu için, mümkün değildir.

¹³⁰Micheal Devereux, "A Simple Dynamic General equilibrium Model of Trade-off Between Fixed and Floating Exchange Rates", **CEPR Working Paper No. 2403**, 2000; Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff, "New Directions for Stochastic Economy Models", **Journal of International Economics**, (February), 2000, pp. 117-154; Lars Svensson, "Open-Economy Inflation Targeting", **Journal of International Economics**, 50, pp. 155-183.

¹³¹Ghosh, Gulde and Wolf, a.g.e., pp. 42-44.

Bu çalışmada döviz kuru rejimleri, sabit kur rejimleri, ara kur rejimleri ve dalgalı kur rejimleri olmak üzere üç ana başlık altında ele alınmaktadır.

2.2.1. Sabit Kur Rejimleri

Sabit kur rejimleri, merkez bankalarının ulusal paralarını başka bir para cinsinden belirlenmiş sabit bir fiyat üzerinden alıp satmaya hazır bulundukları rejimler olarak ifade edilmektedir. Başka bir deyişle, sabit döviz kuru rejimlerinde merkez bankası, kendi para birimini, altın, gümüş ya da yabancı para cinsinden alış ve satış paritesini tanımlarken, talep edildiğinde sınırsız miktarda alış veya satış yapacağını taahhüt etmektedir¹³². Sabit kur rejimlerinin en önemli özelliği, istikrar sağlanması amacıyla para politikasının kullanılmamasıdır. Söz konusu rejimlerin, döviz kuru dalgalanmalarını minimize etme yoluyla uluslararası ticarete belirsizliği ortadan kaldırması, ülkelerde enflasyonist baskıları azaltması ve fiyat istikrarını sağlaması vb. avantajları vardır¹³³. Öte yandan sabit kur rejimleri, kendine özgü sorunları beraberinde getirmektedir. Öncelikle ülke paraları arasında değişmeyen bir dış değer ilişkisinin korunması son derece zordur. Yurtiçi ekonomik hedeflere uygun para ve maliye politikalarının uygulanması güçleşmektedir. Para arzındaki genişlemeler veya daralmalar, ülkeler arasındaki enflasyon düzeylerinin farklılaşmasında önemli rol oynamaktadır. Bununla birlikte, sabit kurun sürdürülmesi amacıyla yapılan kontroller ve baskılar, kısa dönemde ortaya çıkan önemsenmeyecek boyutlardaki dış ödeme dengesizliklerinin uzun dönemde büyümesine yol açmaktadır. Bu durum, uzun dönemde yüksek oranlı döviz kuru değişimlerinin gerçekleştirilmesine ilişkin uygun bir zemin oluşturmakta ve dolayısıyla döviz kuruna yönelik spekülasyon da artmaktadır¹³⁴.

Dünya genelinde BWS'nin yıkılışına kadar temel kur rejimi olarak benimsenen sabit döviz kuru rejimleri çift metal standardı, altın standardı ve altın değişim standardına doğru bir gelişim göstermiştir. Günümüzde sabit kur rejimleri dolarizasyon, para birliği ve para kurulu biçimindedir.

¹³²Dornbusch and Fischer a.g.e., p. 153; Jeff Madura, **International Financial Management**, Ohio: South-Western College Publishing, 1998, pp. 176-177.

¹³³Alövsat Müslümov, Mübariz Hasanov ve Cenktan Özyıldırım, **Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye'de Uygulanan Döviz Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri**, İstanbul: Scala Basım, Yayım, Tanıtım San. ve Tic. Ltd. Şti., 2003, s. 25.

¹³⁴Özbek, a.g.e., s. 18.

2.2.1.1. Dolarizasyon

Dolarizasyon kavramının genellikle para ikamesiyle eş anlamlı kullanılmasına rağmen bu çalışmada döviz kuru rejimi karşılığını ifade etmektedir. Bilindiği gibi para ikamesinde, ulusal parayı ikame edecek yabancı para, tasarruf ve değişim aracı olarak kullanılmakla birlikte, ulusal paranın geçerliliği de söz konusudur.

Kur rejimi olarak dolarizasyon uygulayan ülke, parasal bağımsızlığına son vermekte ve başka bir ülkenin para birimini kullanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, söz konusu ülke kendi merkez bankasının para yaratma fonksiyonunun sona ermesini kabul ederek para politikası gibi bir araçtan vazgeçmektedir¹³⁵.

Dolarizasyonun sağladığı en önemli avantaj ülkedeki kur riskini ortadan kaldırmasıdır. Kur riskinin ortadan kalkması ülke içindeki faiz ve yurtdışı tahvil faizleri arasındaki farkı azaltmaktadır.

Dolarizasyonun sağladığı bir diğer avantaj ülkeye mali disiplin getirmesidir¹³⁶. Ülkede merkez bankasının para basma yetkisinin olmaması, mali açıkların para basılarak finanse edilmesi imkanını ortadan kaldırmaktadır.

Dolarizasyonun sağladığı bir diğer katkı, işlem maliyetlerini azaltma yoluyla kambiyo giderlerini azaltmasıdır. Ayrıca, söz konusu rejim kur riskine karşı kullanılan enstrümanların (opsiyon, futures vb.) kullanımını gereksiz kılması nedeniyle yatırım maliyetlerini de azaltmaktadır. Bunların yanında, işlem maliyetlerinin düşmesi ve para basımından kaynaklanan enflasyonist baskıların ortadan kalkması yoluyla finansal sistemin güçlenmesine katkıda bulunmaktadır¹³⁷.

Senyoraj gelirinin kaybı, merkez bankasının son kredi merci rolünü sınırlaması ve ekonomiyi döviz kuru krizlerine karşı duyarlı hale getirmesi, dolarizasyonun önemli olumsuzlukları arasında görülmektedir¹³⁸.

¹³⁵IMF, **Annual Report**, 2006, p. 144; Andrew Berg and Eduardo Borensztein, "Full Dollarization The Pros and Cons", **Economic Issues**, No 29, December 2000, IMF, pp. 1-3.

¹³⁶Eduard Hochreiter and Pierre L. Siklos, "Alternative Exchange-Rate Regimes: The Options for Latin America", **North American Journal of Economics and Finance**, 13, 2002, p. 198.

¹³⁷Kürşad Arat, "Türkiye'de Optimum Döviz Kuru Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi", (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), T.C. Merkez Bankası Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, 2003, ss. 16-17.

¹³⁸K. Azim Özdemir ve Gülbin Şahinbeyoğlu, "Alternatif Döviz Kuru Sistemleri", T.C. Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, Eylül 2000, s. 6.

2.2.1.2. Para Kurulu

Para Kurulu, döviz rezervi karşılığı sabit bir kur üzerinden para çıkaran bir kuruluş olarak ifade edilmektedir. Bir ülke parasının seçilecek olan yabancı bir para ile sabit kurdan değişimini öngören ve bazı yasal düzenlemelerle garanti altına alınmış bir rejimdir¹³⁹. Bu rejimin temelini, para otoritesinin para basma işlemini ülkeye giren yabancı parayla sınırlandırması oluşturmaktadır. Bu bağlamda para otoritesi olan merkez bankasının da son kredi mercii ya da dış şokları dengeleme gibi görevleri ortadan kalkmaktadır¹⁴⁰.

Para kurulu rejiminin genel özellikleri aşağıda sıralanabilir¹⁴¹:

a) Para kurulunda rezerv para birimi, söz konusu para biriminin beklenen istikrar ve uluslararası kabul edilebilirliğine bakılarak belirlenmektedir. Bu yüzden, günümüzde uygulanan para kurullarında, rezerv para birimi olarak, Dolar, Sterlin veya Euro kullanılmaktadır.

b) Para kurullarında döviz kuru sadece para politikası gereği değil, aynı zamanda yasa gereği sabitlenmektedir.

c) Para kurulunda para rezervleri, tedavüldeki banknot ve madeni para hacmine karşılık birebir oranda değil, genellikle, % 105-110 oranında tutulmaktadır. Genel olarak ise, para rezervleri para birimi olarak değil, anahtar para cinsinden ihraç edilmiş, düşük riskli ve faiz getirisi sağlayan finansal varlıklar biçiminde tutulmaktadır.

d) Para kurulunun kendini ayarlayan bir mekanizması vardır. Ödemeler bilançosu açığı para arzını kısımakta, böylece harcamalarda daralmaya yol açmaktadır.

Parasal ve mali disiplinin sağlanması, para kurulu rejiminin sağladığı avantajların başında gelmektedir. Bu rejime geçişle birlikte para arzı otomatik bir mekanizmaya bağlanmaktadır. Dolayısıyla ihtiyari para politikası uygulama imkanı ortadan kalkmaktadır. Bunun yanında, döviz kurunun sabitleştirilmesi ve para arzının

¹³⁹Charles Enoch ve Anne-Marie Gulde, "Are Currency Boards a Cure For All Monetary Problems", **Finance & Development**, (December) 1998, Volume: 35, Number: 4, p. 1.

¹⁴⁰Micheal D. Bordo, "Exchange Rate Regime Choise in Historical Perspective", **IMF Working Paper**, WP/03/160, (Agust) 2003, p. 23; Michael Mussa ve diğerleri, "Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy", **IMF Occasional Paper**, No 193, 2000, p. 26.

¹⁴¹Müslümov, Hasanov ve Özyıldırım, a.g.e., s. 31.

yalnız yabancı varlıklara karşılık değiştirilmesi gibi düzenlemeler parasal disiplinin sağlanmasında önemli rol oynamaktadır. Fakat, parasal disiplinin sağlanmasında para kurulunun tek başına yeterli olmadığı ortaya çıkmaktadır. Parasal disiplinin sağlanması mali disiplinin sağlanmasıyla mümkün olmaktadır. Para kurulu rejiminde, kurulun, devlete ve yerel yönetimlere borç verememesi nedeniyle, bütçe açıklarını finanse etmesinin mümkün görülmemesine rağmen, uygulamada para kurullarının mali disiplini sağlayamadığı görülmüştür. Örneğin Arjantin’de yerel yönetimlerin mali disiplinden uzaklaşmaları, kamu borcunun çevrilmemesine yol açan faktörlerin başında yer almaktadır¹⁴².

2.2.1.3. Para Birliği (Parasal Birlik)

Para birliği, daha çok yakın ekonomik ilişki içinde olan ülkelerin ulusal paralarının sabit kurlarla birbirine bağlandıktan sonra, şartların gelişimine bağlı olarak ortak para birimini kullanmaları durumunu ifade etmektedir¹⁴³. Bu rejim temelini optimum para alanları düşüncesinden almaktadır¹⁴⁴. Uygulaması çok yaygın olmayan bu rejimin dünyadaki en önemli örneğini 2002 başından itibaren Avrupa Birliği ülkelerinin büyük çoğunluğunun ulusal parasının yerini alan Euro oluşturmaktadır.

Para birliğinin temel avantajları aşağıda sıralanmaktadır¹⁴⁵:

a) **Yabancı ülkenin para politikasının benimsenmemesi:** Para birliğinde, dolarizasyondan farklı olarak, para politikası tamamen terk edilmemekte, yabancı bir ülkenin para politikası benimsenmemektedir. Bu rejimde ilke olarak, tüm üye ülkeler para politikasının oluşturulmasında oy hakkına sahiptir. Bu oy hakkı, üye ülkelerin para politikası kararlarını etkilemesine imkan vermektedir.

b) **Döviz işlemleri maliyetlerinin düşmesi:** Para birliği, ülkeler arasında döviz işlemleri maliyetlerinin düşmesine yol açmaktadır.

¹⁴²Sebastian Edwards, “The Great Exchange Rate After Argentina”, *North American Journal of Economics and Finance*, 13, 2002, pp. 237-252.

¹⁴³Yusuf Bayraktutan, *Global Ekonomide Bütünleşme Trendleri Bölgeselleşme ve Küreselleşme*, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım Ltd. Şti., 2003, s. 20.

¹⁴⁴Fahrettin Yağcı, “Choice of Exchange Rate Regimes For Developing Countries”, *Africa Region Working Paper Series No:16*, April 2001, p. 2.

¹⁴⁵Müslümov, Hasanov ve Özyıldırım, a.g.e., ss. 29-30.

c) **Faiz giderlerinin düşmesi:** Gelişmekte olan ülkeler, para birliğinin yardımıyla yurtiçi faiz oranlarını, aynı birliğe üye gelişmiş ülkelerin yurtiçi faiz oranlarına yakın bir orana çekerek, faiz giderlerini azaltabilmektedirler.

d) **Döviz kuru riskinin* minimize edilmesi:** Para birliği, birliğe üye ülkeler arasındaki nominal döviz kuru riskini ortadan kaldırarak, birlik içinde dış ticaret önündeki belirsizliği minimize etmektedir.

e) **Emisyon kazançlarının paylaşılması:** Dolarizasyonda, ülke emisyon kazançlarından tamamen mahrum kalırken, para birliğinde söz konusu kazanç üye ülkelerin nispi büyüklüklerine göre paylaşılmaktadır.

Para birliğinin iki önemli kısıtından söz edilmektedir¹⁴⁶. Birincisi, para birliğinin ülkenin bağımsız yurtiçi para politikası izleme imkanını ortadan kaldırmasıdır. Böyle bir durum talep şoklarını yönetmeyi ve ülkenin enflasyon oranını etkilemesini oldukça zorlaştırmaktadır. İkincisi, para birliğine üye olmak, özellikle gelişmekte olan ülkelerin, rekabetçi devalüasyonlara gitmesine engel olmaktadır. Rekabetçi devalüasyonlar ülkenin rekabet gücünü arttırdığı için, para birliğinin gelişmekte olan ülkelerin elinden böyle bir aracı alması, kısa dönemde, söz konusu ülkelerin kendi dış ticaretlerini olumlu yönde etkileyici unsurdan alıkoymaktadır.

2.2.2. Dalgalı Kur Rejimleri

Dalgalı kur rejimleri, parasal otorite tarafından hiçbir müdahale olmaksızın kurların döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarına göre belirlendiği rejimler olarak ifade edilmektedir. Bu rejimin para politikası üzerinde hiçbir sınırlaması yoktur¹⁴⁷.

Dalgalı kur rejimleri, sabit kur rejiminden farklı olarak hükümetin politika tercihlerini kısıtlamamaktadır. Dalgalı kur rejimi, sabit kur rejiminde olduğu gibi para ve maliye politikalarını belirli bir amaca yönelik kullanma zorunluluğu getirmemektedir. Fakat politika tercihindeki esneklik başka problemlere neden olabilmektedir. Bu rejimde, enflasyonu kontrol altına almak için güvenilir ve etkili

*Döviz kuru riski, gelecekte bir döviz geliri elde edecek veya döviz ödemesi yapacak olanların bu süre içinde döviz kurlarında ortaya çıkacak olumsuz bir değişim nedeniyle zarara uğramaları olasılığını ifade etmektedir.

¹⁴⁶Müslümov, Hasanov ve Özyıldırım, a.g.e., s. 30.

¹⁴⁷Ghosh, Gulde and Wolf, a.g.e., p. 41.

bir politikanın uygulanması çok güçleşmektedir. Bununla birlikte, enflasyonun artacağı yönündeki olumsuz beklentileri engellemek zorlaşmaktadır¹⁴⁸.

Dalgalı kur rejimleri, döviz kurlarının sürekli bir biçimde ayarlanabilmesine imkan tanıdığından, kur değişimleriyle ilgili gecikmelerin yol açabileceği sorunlar kendiliğinden çözümlenebilmektedir. Döviz kurlarının uzun dönemde istikrarda olması sonucunda parasal otoritelerin döviz kurlarına müdahale etmesi ve bu sebeple rezerv bulundurma zorunluluğu ortadan kalkmaktadır¹⁴⁹.

Dalgalı kur rejimleri yönetimli dalgalı kur rejimi ve müdahalesiz kur rejimi olmak üzere iki başlık altında ele alınmaktadır.

2.2.2.1. Yönetimli Dalgalı (Managed Floating) Kur Rejimi

Yönetimli dalgalı kur rejiminde döviz kurları ilke olarak döviz piyasalarındaki arz ve talep güçlerine bırakılmıştır. Yani, bu rejimde sabit kur rejimlerine benzer parite kurları oluşturulmamaktadır. Bu rejimde parasal otorite, döviz kurlarına müdahale etmektedir. Fakat bu müdahale önceden belirlenmiş döviz kuru çizgisi veya patikasına göre yapılmamaktadır¹⁵⁰. Parasal otorite tarafından yapılan müdahaleler dolaylı ya da dolaysız olabilmektedir. Parasal otorite, söz konusu kur çizgisini, ödemeler dengesi pozisyonu, uluslararası rezervler, benzer piyasalardaki gelişmeler ve düzenlemeler gibi bazı kriterlere göre kapsamlı araştırma yaparak belirlemektedir. Dolayısıyla bu ayarlamalar otomatik olarak gerçekleşmezler¹⁵¹. Söz konusu müdahaleler veya ayarlamalar, ülke ekonomisinin hareket alanını genişletmektedir. Bunun yanında müdahaleler yoluyla yönlendirilen kurlarla, serbest dalgalı kur rejiminin yol açtığı bazı risk ve belirsizlikler azaltılabilmektedir¹⁵².

Ortada açıklanmamış bir döviz kuru hedefinin bulunmaması sonucunda spekülâtörlerin bu piyasaya hücum edecek pariteleri bulunmamaları, bu rejimin en önemli faydalarından birini oluşturmaktadır¹⁵³. Öte yandan para otoritesinin belli bir

¹⁴⁸Francesco Caramazza and Jahangir Aziz, “Fixed or Flexible? Getting The Exchange Rate Right In The 1990s”, **Economic Issues**, April 1998, IMF, p. 5.

¹⁴⁹Özbek, a.g.e., s. 19; Steve H. Hanke, “Reflections on Exchange Rate Regimes”, <http://www.cato.org/cgi-bin/scripts/printtech.cgi/dailys/o4-27-99b.html>, 25.09.2004, pp. 2-3.

¹⁵⁰Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, s. 21.

¹⁵¹Bubula and Ötke-Robe, a.g.e., p. 15.

¹⁵²Özdemir ve Şahinbeyoğlu, a.g.e., s. 2.

¹⁵³Saruhan Özel, **Türkiye’de Enflasyon Devalüasyon ve Faiz**, İstanbul: Alkım Yayıncılık, 2000, s. 97.

taahhütte bulunmaması, para politikası kullanımının esnekliğini artırarak reel şoklara karşı ekonominin savunma gücünü kuvvetlendirmektedir.

2.2.2.2. Müdahalesiz (Serbest) Dalgalı Kur Rejimi

Serbest dalgalı kur rejiminde döviz kurunun serbestçe dalgalanmasına izin verilmekte ve parasal otorite döviz kuru piyasalarına ilke olarak müdahale etmemektedir. Dolayısıyla bu rejimde döviz kuru piyasadaki arz ve talep tarafından belirlenmektedir¹⁵⁴. Bu rejimde para politikası üzerindeki sınırlamalar tamamen kalktığı için para politikası daha etkin hale gelmekte ve ülkenin tutması gereken uluslararası rezerv miktarı azalmaktadır. Bu durum reel şokların olumsuz etkilerini azaltmaktadır.¹⁵⁵ Ancak bu olumlu yanlarına rağmen rejim, sürekli değişen kurlar nedeniyle dış ticaret ve mali akımları caydırması, yurtiçi enflasyonu artırması, kaynak dağılımını bozması ve istikrar bozucu spekülasyona yol açması gibi olumsuzlukları da bünyesinde barındırmaktadır¹⁵⁶.

Serbest dalgalı kur rejimini tam anlamıyla uygulayan ülkeye pek rastlanılmamaktadır. Ancak dolar, euro ve yen gibi uluslararası para sisteminde önemli olan paraların birbirleriyle değişim değerleri genellikle piyasadaki arz ve talep koşullarına göre oluşmaktadır. Bununla birlikte, döviz kurlarındaki dalgalanma bu ülkelerin ekonomilerine zarar verecek duruma geldiğinde müdahale edilmektedir.

Para piyasaları sığ olan Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde genellikle yatırımlar döviz borçlanmasıyla finanse edildiği için, serbest kurlar bu ülkelerin finansal sisteminde tahribata neden olabilmektedir¹⁵⁷.

2.2.3. Ara Kur Rejimleri

Ara kur rejimleri, dalgalı kur rejimleri ile sabit kur rejimi dışında kalan diğer tüm rejimleri içermektedir. Bu rejimlerin bir kısmı dalgalı kur rejimlerinin özelliklerini taşıırken bir kısmı da sabit kur rejiminin özelliklerini taşımaktadır. Bu çerçevede ara kur rejimleri, resmi bir kur hedefi olmadan döviz kurunun fiili olarak piyasalar yerine hükümet tarafından belirlendiği rejimler olarak ifade edilmektedir¹⁵⁸.

¹⁵⁴Ghosh, Gulde and Wolf, a.g.e., p. 41.

¹⁵⁵Özdemir ve Şahinbeyoğlu, a.g.e., s. 2.

¹⁵⁶Seyidoğlu, *Uluslararası Finans*, s. 20.

¹⁵⁷Özel, a.g.e., ss. 98-99.

¹⁵⁸Arat, a.g.e., s. 12.

Para otoritelerinin kurlara müdahalesi arttıkça ara rejim, sabit kur rejimine yaklaşmakta, kurlara müdahale azaldıkça dalgalı kur rejimine yaklaşmaktadır.

Ara veya orta kur rejimlerinde ülke ulusal parasını çeşitli biçimlerde yabancı paraya bağlamakta, fakat sabit kur rejimlerinde olduğu gibi katı taahhütte bulunmamaktadır. Bu rejimlerde ülkeler zaman içinde döviz kurlarında dönemsel ayarlamalar yapabilmektedirler. Söz konusu rejimlerin sabit kur rejimlerine göre nispi avantajı para politikasını kısmen kullanabilmesi, dalgalı kur rejimlerine göre nispi avantajı ise parasal istikrar sağlamaya daha yatkın olmasıdır¹⁵⁹.

2.2.3.1. Geleneksel Sabit Çıpa (Ayarlanabilir Sabit Kur)

Geleneksel sabit çıpa rejimlerinde, ulusal para yabancı bir paraya ya da döviz sepetine sabit bir parite üzerinden bağlanmaktadır. Döviz sepeti olarak genellikle, ülkenin yoğun ticari ilişkilerinin bulunduğu ülkelerin döviz sepeti ya da SDR gibi standart döviz sepeti tercih edilmektedir. Bu rejimde döviz kurunun merkezi parite etrafında en fazla $\% \pm 1$ oranında dalgalanmasına izin verilmektedir. Belirli bir paritenin olması ve söz konusu paritenin sürdürülmesinin gerekliliği, para politikasının kullanımını daraltmasına karşın tam sabit kur rejiminde olduğu gibi katı kurallar yoktur¹⁶⁰.

Geleneksel sabit çıpa rejimleri BWS'nin işleyiş mekanizmasına sahiptir. Bu rejimde, kur sabit olmakla birlikte parasal otorite uzun dönemde söz konusu kuru sürdürmek zorunda değildir. Tespit edilen kur, uygulanan ekonomik politikalarla tutarlı değilse, istenilen yönde değiştirilebilmektedir. Bu rejim dış ticaret üzerindeki kur riskini azaltarak ekonomik istikrara katkıda bulunmasına karşın, devalüasyon beklentisinin yoğun spekülasyonlara yol açması nedeniyle ekonomide krize yatkın bir durum oluşturmaktadır¹⁶¹.

2.2.3.2. Yatay Şeritler

Yatay şerit rejiminde yatay bant içindeki sabit kurun merkezi parite etrafında dalgalanmasının $\% \pm 1$ 'den daha fazla olmasına izin verilmektedir. Bu kur rejiminin para politikasının kullanımını sınırlandırması bandın genişliğine bağlı

¹⁵⁹Müslümov, Hasanov ve Özyıldırım, a.g.e., ss. 33-34.

¹⁶⁰IMF, **Annual Report**, 2006, p. 144.

¹⁶¹Özdemir ve Şahinbeyoğlu, a.g.e., s. 5.

olarak değişmektedir¹⁶². Başka bir deyişle, şeridin büyüklüğüne bağlı olarak para politikasının bağımsızlığı kısmen sağlanmaktadır. Avrupa Para Birliğine geçiş öncesinde bazı Avrupa ülkeleri söz konusu rejimi uygulamışlardır.

2.2.3.3. Sürünen Çıpa (Crawling Peg)

Sürünen parite rejimlerinde nominal döviz kuru dar bir aralık içinde dalgalanmakta ve periyodik olarak belirli ekonomik göstergelere göre ayarlanmaktadır¹⁶³. Bu rejim ileriye bakan sürünen çıpa ve geriye bakan çıpa olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. İleriye bakan sürünen çıpada, döviz kurunun belirlenmesinde, öngörülen enflasyon dikkate alınmakta ve döviz kuru çıpa olarak kullanılmaktadır. Sabit çıpa rejiminden farklı olarak bu rejim, reel döviz kurundaki aşırı değerlenmeleri kısmen önlemekte ve para politikasının kullanımını aktifleştirmektedir. Geriye bakan sürünen çıpada ise, döviz kurunun düzenlenmesinde geçmiş enflasyon farklılıkları dikkate alınmakta, beklentilere fazla önem verilmemektedir. Bu rejimin nihai olarak yüksek enflasyona yol açması, önemli sakıncalarındandır¹⁶⁴.

2.2.3.4. Sürünen Şerit (Crawling Band)

Sürünen şerit rejiminde, merkezi parite belirli bir aralık içinde belirlenmekte ve zamanla paritede ayarlamalara gidilebilmektedir. Paritenin şerit içinde dalgalanma boyutu geçmiş dönemlerdeki enflasyon farkları veya beklenen enflasyon oranına bağlı olarak değişmektedir. Fakat merkezi paritenin bu şekilde tespit edilmesinin sakıncaları vardır. Geçmişe dönük enflasyon oranlarına göre belirlenmesi, enflasyon ataletine neden olabilmektedir. Beklenen enflasyona göre kurun tespitinde yapılan yanlış tahminler, paranın aşırı değerlenmesine ve dolayısıyla döviz kurları üzerinde spekülasyon baskılara sebep olabilmektedir¹⁶⁵.

Sürünen şerit kur rejiminin önemli avantajlarının başında, belirsizliği ortadan kaldırması gelmektedir. Sabit kurun düzeyi önceden tespit edildiği için ekonomik birimler kararlarını ona göre belirleyeceklerdir. Ancak, bu kur rejimi de para politikasının kullanımını kısıtlamaktadır. Para politikasının kurun

¹⁶²IMF, **Annual Report**, 2006, p. 144.

¹⁶³Edwards and Savastano, a.g.e., p. 7.

¹⁶⁴Müslümov, Hasanov ve Özyıldırım, a.g.e., s. 36.

¹⁶⁵Edwards and Savastano, a.g.e., p. 6.

sürdürülmesini engelleyecek biçimde kullanılması spekülâtif baskılara yol açabilmektedir¹⁶⁶.

Tablo 2.2 İktisat Literatüründe Kur Rejimi Sınıflandırması

IMF (1997)	IMF (2001)	Edwards ve Savastano(1999)
-Sabit Kur -Sınırlı Esneklik -Yönetimli Dalgalı Kur -Bağımsız Dalgalı Kur	-Resmi Para Birimi Yok -Para Kurulu -Geleneksel Çıpa -Yatay Şeritli Çıpa -Sürünen Çıpa -Sürünen Şerit -Önceden İlan Edilmiş Çizgisi Olmayan Yönetimli Dalgalı Kur -Serbest Dalgalı Kur	- Tam Dolarizasyon - Para Kurulu - Sabit, fakat Ayarlanabilir Kur - Sürünen Çıpa - Sürünen Şerit - Kayan Şerit - Şerit İçinde Dalgalı Kur (Hedef Alan) - Kirli Dalgalı Kur - Serbest Dalgalı Kur
Levy-Yeyati ve Sturzenegger (2001)	Reinhart ve Rogoff (2002)	Bubula ve Ötker-Robe (2002)
- Sabit Kur - Ara Kur - Dalgalı Kur - Tanımsız	- Resmi Para Birimi Yok - Para Kurulu - Çıpa - Şerit - Sürünen Çıpa - Sürünen Şerit - Hareketli Şerit - Yönetimli Şerit - Yönetimli Dalgalı Kur - Serbest Dalgalı Kur - Serbest Düşen Kur	- Tam Dolarizasyon - Para Birliği - Para Kurulu - Tek Para Birimi Çıpası - Döviz Sepeti Çıpası - Yatay Şerit - İleriye Bakan Sürünen Çıpa - Geriye Bakan Sürünen Çıpa - İleriye Bakan Sürünen Şerit - Geriye Bakan Sürünen Şerit - Önceden Belli Yolu Olmayan Diğer Yönetimli Dalgalı Çıpa - Bağımsız Dalgalı Kur

Kaynak: Müslümov, Hasanov ve Özyıldırım, a.g.e., s. 22.

Tablo 2.1, uluslararası parasal iktisat literatüründe yapılan kur rejimi sınıflandırmalarını sunmaktadır.

¹⁶⁶Kansu, a.g.e., s. 30.

2.2.3.5. Sıkı Yönetimli Dalgalı Kur Rejimi

Sabit kur rejiminden daha fazla dalgalı kur rejiminin temel özelliklerini taşıyan bu rejimde, parasal otorite müdahaleler yoluyla, döviz kuru paritesinde sabitliği korumaktadır. Ancak, kurun hangi yolu takip edeceği önceden duyurulmamaktadır. Bu durum para politikasının esnekliğini arttırmaktadır¹⁶⁷.

2.3. KUR REJİMİ TERCİHİ VE KUR REJİMİ TERCİHİNDE ETKİLİ OLAN FAKTÖRLER

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizler, bu ülkeler için kur rejimi tercihi tartışmalarını gündeme taşımıştır. Dolayısıyla bu başlık altında kur rejimi tercihi ve kur rejimi tercihinde etkili olan faktörler ele alınmaktadır.

2.3.1. Kur Rejimi Tercihi Tartışması

1990'lı yılların ikinci yarısından günümüze gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerin doğmasında ve/veya derinleşmesinde en önemli etkenlerden biri olarak kur rejimleri gösterilmektedir. Özellikle 2000'den beri gelişen ve halen devam eden 'kur rejimi tercihi' tartışmalarının belli başlı argümanlarının başında İmkansız Üçleme hipotezi (impossible trinity) gelmektedir.

Frankel'e göre kur rejimi seçilirken dikkate alınacak iki önemli unsur vardır. Bunlardan birincisi, her ekonominin üretim çeşitliliği, nominal milli gelirinin büyüklüğü ve coğrafi konumu gibi kendine özgü koşullardır. İkinci unsuru tüm ekonomiler için geçerli olan imkansız üçleme hipotezi oluşturmaktadır. Buna göre, bir ekonominin aynı anda, hem finansal serbestiyi, hem bağımsız bir para politikasını, hem de kurda istikrarı sağlaması mümkün değildir. Bu üç hedeften en az biri bırakılmalıdır. Başka bir ifadeyle, hem dış açık, hem bağımsız para politikası uygulayıcısı, hem de kurda istikrarı sağlayacak bir politikalar demeti yoktur. Eğer dışa açıklık koşulu ihmal edilirse, kur rejimi tercihi, doğrudan bağımsız bir para politikası mı yoksa döviz kurunda istikrar mı daha önemlidir sorusuna dönüşmektedir. Bu noktada ekonominin kendine özgü koşulları devreye girmektedir¹⁶⁸.

¹⁶⁷Ghosh, Gulde and Wolf, a.g.e., pp. 40-41.

¹⁶⁸Jeffrey A. Frankel, "No Single Currency Regime Is Right For All Countries or At All Times", **NBER Working Paper**, No: 7338, 1999, pp. 1-35.

Gelişmekte olan ülkelerde hangi kur rejimlerinin tercih edilmesi gerektiği konusunda devam eden tartışmalarda öne sürülen önemli iki argüman iki kutup (bipolar view) ve dalgalanma korkusu (fear of floating) hipotezleridir.

2.3.1.1. İki Kutup Hipotezi (Bipolar View)

İmkansız üçleme hipotezine dayanan iki kutup hipotezini Fischer öne sürmüştür. Buna göre, uluslararası sermaye hareketlerinin son derece oynak olduğu günümüzde ülkeler, kur istikrarı ya da bağımsız bir para politikası hedeflerinden birini tercih etmelidirler. Kur istikrarını katı çıpa/sabitleme (hard pegs) sağlayabilmekte, esnek çıpalar (soft pegs) ise başarısız olmaktadır. Son yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan döviz kuru krizleri bu duruma örnek gösterilebilir.

Katı çıpalar yerine dalgalı kur rejimi tercih edildiğinde, kur istikrarı hedefi olmadığından parasal otorite etkin bir para politikası uygulama imkanına sahip olmaktadır. Bir ülkede dalgalı kur rejimi seçildiğinde, ona uygun bir para politikası uygulanmalıdır¹⁶⁹.

1991’de IMF’e üye ülkelerin % 62’si ara kur rejimi uygulanırken, bu oran 1999 yılında % 34’e düşmüştür. Buna karşın, 1991 yılında % 23 oranında uygulanan dalgalı kur rejimi, 1999 yılında ise % 42’ye ulaşmıştır. Buna yanında 1991’de % 16 oranında uygulanan katı çıpalar veya sabit kur rejimleri, 1999’da ise % 24’e yükselmiştir¹⁷⁰. Tüm bu göstergeler, Fischer’in tezini destekleyici nitelik taşımaktadır.

Fischer, iki kutup hipotezi bağlamında dünya ekonomilerinin, para kurulu gibi çok katı çıpalar ile tamamen dalgalı kur rejimi olmak üzere iki temel kur rejimi tercihinin doğru kutuplaştığını ifade etmektedir. Bunların arasındaki ara kur rejimleri ise imkansız üçleme argümanı nedeniyle tercih edilmemektedir. Tercih edilse bile ülke ekonomilerine maliyeti yüksek olmaktadır¹⁷¹.

2.3.1.2. Dalgalanma Korkusu (Fear of Floating) Hipotezi

Dalgalanma korkusu hipotezini önerenler, resmi olarak (de jure) dalgalı kur rejimi uyguladığını ifade eden birçok ülkenin, özellikle gelişmekte olan ülkelerin,

¹⁶⁹Stanley Fischer, “Exchange Rate Regimes: Is The Bipolar View Correct?”, **Konferans Sunumu**, Meeting of The American Economic Association and IMF, 2001, pp. 2-8.

¹⁷⁰IMF, **Annual Report**, 2000, pp. 141-143.

¹⁷¹Fischer, a.g.e., pp. 2-8.

fiilen (de facto) kura müdahale ettiğini belirtmektedirler¹⁷². Bu durumun ortaya çıkması, döviz kurunun dalgalanmaya bırakılmasının ülke ekonomisine olumsuz etkisinin yüksek olmasından kaynaklanmaktadır¹⁷³.

Bu hipotezi ileri sürenlerden Calvo ve Reinhart'a göre, dalgalanma veya dalgalı kur korkusunun temel nedenleri şunlardır¹⁷⁴:

a) Eğer bir ülkenin güvenilirlik (lack of credibility) sorunu varsa ve aynı zamanda sermaye hareketlerine açık bir ülkeyse, bu ülkede dalgalanma korkusu yaşanmaktadır. Bunun sebebi, dalgalı kur rejimini uygulayan gelişmiş ülkelerde döviz kurundaki oynaklık ve sermaye hareketlerinin son derece düşük olmasına karşın, gelişmekte olan ülkelerde bu iki göstergenin oynaklığının yüksek olması ve ciddi finansal krizlere yol açmasıdır.

b) Dalgalı kur rejimlerinde, güven eksikliği sorunu nedeniyle, döviz kuru ve faiz oranları arasında pozitif bir ilişki söz konusudur. Yine aynı nedenle, döviz kuru ile uluslararası rezervlerin düzeyi arasında negatif bir ilişki söz konusudur.

c) Gelişmekte olan ülkelerde önemli ölçüde dolarizasyon sorunu vardır. Bu sorun, başta finansal araçlar olmak üzere, ekonomideki pek çok birimin önemli miktarda döviz cinsinden borcunun bulunması anlamını taşımaktadır. Daha da önemlisi, bu birimlerin borçlarını dengeleyebilecekleri (hedge) piyasalar, ya kendi ülkelerinde yoktur veya yeterince gelişmemiştir ya da uluslararası piyasalara korunma (hedge) işlemini yapabilmeyi sağlayacak ölçüde girmelerini sağlayan güvenilirlikleri yoktur.

d) Gelişmekte olan ülkelerde döviz kurundaki oynamalar, genellikle gelişmiş ülkelerdekinden çok daha şiddetli olmakta ve ciddi bir resesyona beraberinde getirebilmektedir.

e) Gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru hareketlerinin enflasyonu gelişmiş ülkelere oranla daha fazla etkilemesi nedeniyle, kurun hareketli olması istenmemektedir.

¹⁷²N. Oğuzhan Altay ve Mehmet Güçlü, "The Choice of Foreign Exchange Regime: Fear of Pegging or Fear of Floating", **Yapı Kredi Economic Review**, Vol. 16, No: 2, 2005, pp. 85-97.

¹⁷³Emre Alpan İnan, "Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye", Şubat 2002, www.tbb.org.tr/turkce/arastirmalar/Kurrejimlerleilulverileri.doc, 20.09. 2005. ss. 1-16.

¹⁷⁴Guillermo A. Calvo and Carmen M. Reinhart, "Fear of Floating", **NBER Working Paper Series**, 7993, November 2000, pp. 5-26.

Yukarıda ifade edilen nedenlerle, gelişmekte olan ülkelerde karar vericiler, döviz kuru veya faiz oranlarını stabilize etmek gibi bir tercihle karşılaştıklarında genellikle döviz kurunu stabilize etmeyi tercih etmektedirler.

Calvo ve Reinhart'ın görüşlerini destekleyen başka çalışmalar görülmektedir. Hausmann, Panizza ve Stein, bir ülkenin uluslararası piyasalardan kendi parası cinsinden borçlanabilme yeteneğinin kur riskini dengeleme yeteneğini belirlediğini ve ülkelerin kur riskini dengeleme imkanları yoksa dalgalı kurlarını çok fazla dalgalandırmama eğiliminde olduklarını ifade etmektedirler¹⁷⁵. Aynı şekilde, Levi-Yeyati ve Sturzenegger, uluslararası finans piyasalarında artan istikrarsızlığın özellikle gelişmekte olan ülkeleri, ilan ettiklerinden farklı bir kur rejimi uygulamaya mecbur bıraktığını ortaya koymuşlardır¹⁷⁶.

Poirson da benzer sonuçlara ulaşmıştır¹⁷⁷. Eğer ülkedeki önemli aktörlerin döviz cinsinden açık pozisyonları varsa ve bu durumun doğurduğu riskin dengelenme imkanı yoksa, o zaman fiili kur rejimi, uygulanacağı ilan edilen kur rejiminden farklılaşmakta ve döviz kurlarına yoğun bir müdahale olmaktadır.

2.3.2. Kur Rejimi Tercihinde Etkili Olan Faktörler

Kur rejimi tercihi genellikle gelişmekte olan ülkelerin önemli bir sorunu olarak görülmektedir. Gelişmiş ülkelerin makroekonomik büyüklüklerinin gelişmekte olan ülkelere göre daha iyi düzeyde olması, kur rejimi tercihinin gelişmiş ülkeler bakımından sorun olmaktan çıkarmaktadır.

Kur rejimini değiştirmenin bir ekonomiye büyük maliyetler getirebilmesi nedeniyle, kur rejimi tercih edilirken, ülke koşullarına uygunluğunun iyi analiz edilmesi önem taşımaktadır. Hatalı kur tercihi, mevcut ekonomik sorunları düzeltmek yerine daha da kötüleştirmekte ve hatta krize yol açabilmektedir.

Tek bir kur rejiminin uzun yıllar ülkede uygulanmasının mümkün olamayacağı, kur rejimi tercihinde etkili olan faktörlere geçmeden vurgulanması gereken önemli noktalardan biridir. Çünkü, başlangıçta doğru yapılan bir kur rejimi

¹⁷⁵Inan, a.g.e., s. 10.

¹⁷⁶Levy-Yeyati and Sturzenegger, "Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words", pp. 1603-1635.

¹⁷⁷Poirson, a.g.e., pp. 21-23.

tercihinin zaman içinde değişen ekonomik koşullar nedeniyle sürdürülmesi zorlaşabilmektedir¹⁷⁸.

Doğru kur rejimi tercihiyle birlikte değişimin zamanında yapılması önem taşımaktadır. Çünkü zaman içinde ortaya çıkan gelişmeler hesaba katılarak kur rejiminden uygun bir zamanda çıkılması muhtemel bir krizi önleyebilmektedir.

Döviz kuru rejimi tercihinde rol oynayan pek çok faktör vardır. Ülkenin dışa açık olup olmaması, üretim yapısı ve ihracatın çeşitliliği, geçmiş dönemlerdeki ve cari enflasyon düzeyi, iç ve dış şoklardan etkilenme düzeyi, hükümetin ekonomideki öncelikli tercihleri, politik istikrar, hükümete ve kurumlara olan güven düzeyi vb. söz konusu faktörlerdendir¹⁷⁹.

2.3.2.1. Finansal Sistem

Kur rejimi tercihinde finansal piyasalar önemli rol oynamaktadır. Özellikle 1990'lı yılların ikinci yarısından sonra yaşanan krizlerde, finansal piyasaların dışa açık olduğu halde gerekli düzenlemelerin yapılmaması, denetim ve gözetim eksikliği, finansal piyasaların sıkı olması, sermaye giriş ve çıkışları piyasalarda büyük dalgalanmalara yol açmıştır¹⁸⁰.

Gelişmekte olan ülkelerde, hangi kur rejimi tercih edilirse edilsin başarılı sonuçlar elde edilmesi özellikle de uzun dönemde makroekonomik büyüklüklerin iyi seviyede olmasına ve bankacılık sektörünün kırılgan olmamasına bağlı olmaktadır¹⁸¹.

Kırılgan bankacılık sistemine sahip ülkelerin sabit kur rejimini tercih etmeleri halinde sabit kuru sürdürme maliyetleri oldukça artmaktadır. Bankacılık sisteminde başlayan kriz, sabit kurun sürdürülmesini zorlaştırarak döviz krizine neden olabilmektedir. Kısaca, sabit kur rejimini tercih edecek ülkelerin finansal sisteminin istikrarlı olmasını gerek şart olarak görmeleri gerekmektedir¹⁸².

2.3.2.2. Şokların Kaynağı

Yurtiçinde para piyasasından kaynaklanan şoklarda sabit kur rejimi, reel sektörde meydana gelen şoklarda ise dalgalı kur rejiminin tercih edilmesi daha

¹⁷⁸Kansu, a.g.e., s. 33.

¹⁷⁹Yağcı, a.g.e., p. 1.

¹⁸⁰Kansu, a.g.e., s. 36.

¹⁸¹Caramazza and Aziz, a.g.e., p. 2.

¹⁸²Alan C. Stockman, "Exchange Rate Systems in Perspective", 2000, <http://www.cato.org/pubs/journal/cj20n1/cj20n1-14.pdf>, 15.07.2005.

uygundur¹⁸³. Örneğin, sabit kur rejiminin geçerli olması halinde para arzındaki artışa rezervlerle müdahale edilip fazla paranın piyasadan çekilmesi, reel piyasalardaki arz ve talep değişikliğini engelleyecektir. Ancak reel sektörden kaynaklanan bir şok söz konusu ise, döviz kurunun dış talebi olumsuz etkilemeyecek şekilde düzenlenmesi gerekecektir. Sabit kur rejiminde ulusal paranın değerlenmesi ihracatı olumsuz etkilemektedir.

Doğu Asya krizinde dış şoklarda kur rejimlerinin etkilerini Hong Kong ve Singapur'un o dönemdeki ihracatlarını karşılaştırarak görmek mümkündür¹⁸⁴. Her iki ülkenin ihracatlarında söz konusu kriz nedeniyle keskin düşüşler görülmüştür. Singapur, kuru dalgalanmaya bırakarak ulusal paranın değer kaybetmesini sağlamış ve dolayısıyla şokun etkilerini azaltmak istemiştir. Bu ülke kısa sürede ekonomik durgunluktan çıkabilmiştir. 1980'lerden beri ulusal parasını Amerikan Doları'na sabitleyen Hong Kong ise, kur rejimini değiştirmemesi nedeniyle yakın tarihindeki en önemli milli gelir düşüşünü yaşamıştır.

2.3.2.3. Sermaye Hareketleri

Dalgalı kur rejimi her türlü ekonomik, politik ve dış etkilere açık olması nedeniyle kurun aşağı veya yukarı hareketi tam olarak tahmin edilememektedir. Bu kur rejiminde kur riskinin yüksek olması, kısa dönemli spekülatif sermaye hareketlerini engellemektedir¹⁸⁵.

Sabit kur rejimi ve sermaye hareketlerinin olduğu bir ülkede, otoriteler tarafından bankalara döviz kuru risklerinin finanse edileceği yönünde verilen garanti, yurtiçindeki bankaları aşırı borçlanmaya yöneltmektedir. Aşırı borçlanma da bankaları spekülatif ataklara karşı savunmasız bir konuma getirmektedir¹⁸⁶.

Sabit kur rejimlerinde krizlerin maliyetinin diğer kur rejimlerine göre yüksek olması iki nedene bağlı olarak açıklanmaktadır¹⁸⁷. Birincisi, tüketim patlamasının sermaye girişine bağlı olması ve sermaye girişinin aniden durması sonucu ekonomik faaliyetleri olumsuz etkilemesidir. İkincisi, bankacılık sisteminin likidite ihtiyaçlarının karşılanmasının sabit kur rejimiyle tutarsızlık göstermesidir.

¹⁸³ Aghevli, Khan ve Montiel, a.g.e., p. 6.

¹⁸⁴ Jeffry Sachs ve Felipe Larrain, "Dolarizasyon: Kurtuluş mu Deli Gömleği mi?" **Foreign Policy**, Türkiye Baskısı, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayını, Güz 1999, ss. 60-61.

¹⁸⁵ Caramazza and Aziz, a.g.e., p. 8.

¹⁸⁶ Kansu, a.g.e., s. 38.

¹⁸⁷ Domaç and Peria, a.g.e., p. 30.

2.3.2.4. Enflasyon Düzeyi

Yıllık enflasyon oranı belli seviyenin üzerinde (ortalama % 30) olan ve kronik enflasyona sahip ülkelerde döviz kuruna dayalı nominal çıpanın kullanılmasının, enflasyon ataletinin kırılmaması ve kredibilitenin düşük olması nedenleriyle başarılı sonuçlar verdiğini söylemek oldukça güçtür. Sıkı maliye politikaları uygulanmasına rağmen, döviz kuruna dayalı istikrar programları ulusal paranın aşırı değerlenmesine ve dolayısıyla büyük miktarlardaki cari açıklara yol açmaktadır¹⁸⁸.

Döviz kurunun sabitlenerek enflasyonun düşürülmesi, enflasyon ataletinin ortadan kaldırılmasına ve enflasyon oranında belirlenen zamanda, hedeflenen düzeyde düşüşün sağlanabilmesine bağlı olarak gerçekleştirilebilmektedir. Aksi halde, sabit kur rejiminden biraz daha esnek olan ara kur rejimlerine geçilme zorunluluğu ortaya çıkmaktadır¹⁸⁹.

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon oranının gelişmiş ülkelere kıyasla daha yüksek olması nedeniyle faiz oranları da yüksek olmaktadır. Faiz oranının yüksek olması kısa vadeli sermaye girişini hızlandırmaktadır. Maliyet düşük olduğu için yurtiçindeki firmalar yurt dışından borçlanmaktadırlar. Sabit kur rejiminin zımnen garanti sağlaması aşırı borçlanma ve aşırı yatırımlara yol açmaktadır. Döviz kurunun çıpa olarak kullanılması sonucunda enflasyonun düşmesi, bir anlamda ulusal paranın değerlenmesini ifade etmesi nedeniyle, cari işlemlerde oluşan açıklar, söz konusu rejimin sürdürülemeyeceği beklentisine yol açarak sermaye kaçışını özendirmektedir. Likidite sıkıntısı varken, hükümetin sabit kuru korumak amacıyla faiz oranlarını yükseltmesi mevcut sıkıntıyı daha da arttırmaktadır. Bu gibi sorunlar sabit kur rejiminin daha fazla sürdürülmesini engellemekte ve terk edilmesine neden olmaktadır. Sonuçta bu tür süreçleri yaşayan ülkelerde geriye yüksek faiz oranları ve bozulan makroekonomik büyüklükler kalmaktadır¹⁹⁰.

¹⁸⁸Barry Eichengreen ve diğerleri, "Exit Strategies Policy Options For Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility", **Occasional Paper**, 168, IMF, Washington D.C., 1998, p. 21.

¹⁸⁹Eichengreen ve diğerleri, a.g.e., p. 22.

¹⁹⁰UNCTAD, "Exchange Rate Regimes And The Scope For Regional Cooperation", Trade And Development Report, 2001, <http://www.unctad.org/en/decs/tdr01ch5.en.pdf>, 22.06. 2005. pp. 111-112.

2.3.2.5. Üretim Yapısı ve İhracat Çeşitliliği

Bir ülkenin üretim yapısı ve ihracat yaptığı ülkelerin ekonomik yapısı kur rejimi tercihinde önemli rol oynamaktadır. İhracatın bir bölgeden ziyade çeşitli bölgelere yapılması, ihracat yapan ülkenin riskini azaltıcı etki doğurmaktadır¹⁹¹. Şöyle ki, ulusal paranın sadece tek yabancı para birimine bağlı olarak sabitlenmesi yerine, kur sepeti şeklinde oluşturulması, söz konusu ülkeyi diğer ülkelerin uygulayacağı politikaların meydana getireceği olumsuzluğa karşı koruyucu faktör olmaktadır.

Sabit kur rejiminin benimsendiği bir ülkede ulusal paranın değerlendirilmesi, ihracatı azaltıcı ve ithalatı arttırıcı rol oynamaktadır. Eğer bir ülke ihracatını sadece devalüasyon sonrası arttırabiliyorsa, o ülkenin sabit kur rejimini tercih etmesi sakıncalı olabilmektedir¹⁹². Ulusal paranın değer kazanması, diğer ülkelere nispeten ülkenin rekabet gücünü azaltacağı için ihracatın verimlilik nedeniyle artması sabit kur rejimini sürdürme şansını arttıracaktır.

Sabit kur, sadece devalüasyona bağlı olarak mallarını ihraç etmeye alışmış firmaları disipline edici rol oynamaktadır¹⁹³. Sabit kurun ihracat artışını ulusal paranın değerini düşürerek değil de, üretimde verimliliği arttırarak bu farkı kapatma hususunda teşvik edici rolünü de göz ardı etmemek gerekmektedir.

Kurun belli bir seviyede sabitlenmesi ve gelecekte devalüasyon olmayacağına yönelik politikaların devam ettirilmesi, ihracatçı firmaların belirsizlik nedeniyle meydana gelen kayıplarını ortadan kaldırmaktadır. Fakat döviz kurunda belirsizlik oluşmuşsa, söz konusu ihracatçılar devalüasyon ihtimaline karşın yüksek fiyat belirleme yoluyla, yurt dışında pazar payının azalmasına yol açabilecek rekabet gücünün düşmesine neden olmaktadır. Kısaca, sabit kur rejimi ihracatçı firmaların doğru fiyatlandırmalarına yardımcı unsur olmaktadır. Gelişmelerinde ihracatın önemli rol oynadığı Doğu Asya ülkelerinin uzun yıllar bu rejimi tercih etmelerindeki

¹⁹¹Eichengreen ve diğerleri, a.g.e., p. 23; Ramkishan S. Rajan, "Currency Basket Regimes For Southeast Asia: The Worst System With The Exception of All Others", **CIES Policy Discussion Paper**, No: 0028, June 2000, pp. 13-15.

¹⁹²Kansu, a.g.e., s. 43.

¹⁹³UNCTAD, a.g.e., p. 112.

önemli faktörlerden birini ihracatçı firmalar bakımından belirsizliği ortadan kaldırması oluşturmaktadır¹⁹⁴.

Döviz kuru çıpa olarak kullanılacağı zaman, ülkenin diğer ülkelerle olan ticari ilişkisinin nasıl olduğuna dikkat edilmesi gerekmektedir. Ulusal paranın sadece bir paraya bağlanması durumunda, kendisine bağlanan paranın diğer paralar karşısındaki dalgalanmaları ulusal parayı etkilemektedir. Dolayısıyla, ulusal paranın sadece bir para yerine kur sepetine bağlanması dalgalanmaların ortaya çıkaracağı riski azaltacaktır. Örneğin Doğu Asya ülkelerinin ulusal paralarını dolara bağlamaları ve doların yen karşısında aniden değerlendirilmesi çapraz kurda birkaç Doğu Asya ülkesinin reel döviz kurunda artışa neden olmuş ve bu durum, 1997’de başlayan krizde önemli rol oynamıştır¹⁹⁵. Bu ülkelerin ihracatlarını çeşitli ülkelere yapmalarına rağmen paralarını kur sepeti yerine dolara bağlamış olmaları kriz riskini arttırmıştır.

2.3.2.6. Rezerv Düzeyi

Sabit kur veya ara kur rejimleri uygulayan ülkelerin döviz kurunun belirlenen düzeyde tutulabilmesi ve muhtemel spekülasyon atakları önleyebilmek için rezerve ihtiyaç duyulması nedeniyle rezerv düzeyi önemli olmaktadır¹⁹⁶. Düşük seviyedeki rezervler, ara kur rejimlerinde döviz krizine yol açan önemli faktörlerdendir. Rezervlerin tükenmesi, sabit kur rejiminin sürdürülmesini ve spekülasyon atakları engelleme imkanını ortadan kaldırdığı için kriz ortamını oluşturabilmektedir.

Dalgalı kur rejimlerinde döviz kuru serbestçe dalgalandığı için rezervlerin çok yüksek seviyede olmasına gerek yoktur¹⁹⁷. Rezerv düzeyi daha çok ara kur rejimlerinde ön plana çıkmaktadır.

¹⁹⁴Özel, a.g.e., s. 89.

¹⁹⁵Andres Velasco, “Exchange-Rate Policies For Developing Countries: What Have We Learned? What Do We Still Know?”, Haziran 2000, <http://www.unctad.org/EN/ocs/progdsmdplag24d5.en.pdf>, 20.02. 2005, p. 5.

¹⁹⁶Esteban Jadresic, Paul Mason and Paolo Mauro, “ Exchange Rate Regimes of Developing Countries: Global Context and Individual Choices”, **Journal of The Japanese and International Economies**, 15, 2001, pp. 80-82.

¹⁹⁷Kansu, a.g.e., s. 45.

2.3.2.7. Para İkamesi

Para birimi değersiz olan ülkelerde ulusal paralar uluslararası alanda geçerliliği olan güçlü paralarla ikame edilmektedir. Sürekli değer kaybeden para birimleri değer saklama ve değişim aracı olma özelliklerini kaybedebilmektedirler. Özellikle kronik enflasyona sahip ülkelerde, ulusal para da meydana gelecek değer kaybından zarar görmemek amacıyla istikrarlı ve güçlü paralar tercih edilmektedir. Para ikamesinin yüksek olması, sabit kur rejiminin getirmiş olduğu sınırlandırmaya benzer şekilde, parasal otoritenin para politikası uygulama alanını daraltmaktadır.

İlk günah (original sin) görüşü para birimleri değersiz olan ülkelerde döviz kurlarını kontrol etmenin zor olduğunu ve bu nedenle söz konusu ülkelerin krize açık bir duruma geldiğini ileri sürmektedir¹⁹⁸. Döviz kurunun kontrol edilememesi piyasalarda dalgalanmaya yol açarak belirsizliği arttırmaktadır. Buna ilaveten, ülkelerin kendi para birimleri yerine güçlü para birimleriyle iç veya dış borçlanmaları para birimi ve vade uyumsuzluğu oluşturmakta ve sabit kur rejiminin terk edilmesi durumunda büyük kayıplara neden olmaktadır.

Para ikamesinin yüksek olduğu ülkelerde yabancı finansal varlıklardan yerli finansal varlıklara geçişin maliyetinin düşük olması nedeniyle ortaya çıkacak olan hareketlilik, dışarıdan gelen sermaye hareketlerinin meydana getirdiği etkileri oluşturabilmektedir. Bu etki, kur rejimi tercihinde farklı şekillerde kendini göstermektedir. Eğer sermaye hareketleri ve para ikamesi yüksek düzeyde ise sabit kur rejiminin tercih edilmesi, sterilizasyonun gerçekleştirilmesinin zorlaşması ve maliyetinin yükselmesi nedeniyle yanlış bir karar olacaktır. Dolayısıyla bu ülkelerde dalgalı kur rejimi tercih edilmelidir¹⁹⁹.

Para ikamesinin yüksek olduğu ülkelerde kurdaki dalgalanmaların temel nedenlerinden birini para arzındaki değişim oluşturmaktadır. Para arzı ile döviz kuru arasındaki etkileşim, yerli ve yabancı paranın piyasada serbest dolaşımının yoğun olduğu ülkelerde, para ikamesinde elastikiyetin yüksek olması nedeniyle para

¹⁹⁸Ricardo Hausmann ve diğerleri, "Financial Turmoil And The Choice Of Exchange Rate Regime", 1999, <http://www.iadb.org/oce/pdf/400.pdf>, 23.05. 2005, pp. 48-49; Carmen M. Reinhart and Vincent R. Reinhart, "Twin Fallacies About Exchange Rate Policy in Emerging Markets", **NBER Working Paper**, No: 9670, 2003, pp. 4-5.

¹⁹⁹Poirson, a.g.e., p. 6.

arzındaki değişmelerden daha kolay etkilemektedir. Bu durumda, sabit kur rejiminin tercih edilmesi daha uygun olmaktadır²⁰⁰.

2.3.2.8. Ekonomi Dışı Kriterler

Bir ülkede uygulanan ekonomi politikası ve döviz kuru rejimi hükümetin ekonomiyi nasıl y nettiğinin göstergelerini oluşturmaktadır. Bir anlamda ekonomi politikaları ve özellikle döviz kuru rejimi hükümetin politika tercihinde etkili olmaktadır. İktisadi birimlerin beklentileri, hükümetin ekonomi politikalarını ne şekilde kullanacağı ve değişen şartlara uyum sağlayıp sağlamayacağı önemlidir. Döviz kuru rejiminde ve hükümetin uyguladığı ekonomi politikalarında ani ve beklenmedik değişimler, iktisat politikalarının kredibilitesini ve özellikle ekonomik performansı olumsuz etkilemektedir²⁰¹.

Merkez bankasının kredibilitesinin olmaması sabit kur rejiminin sürdürülmesini zorlařtırmaktadır²⁰². Enflasyonu düşürme hedefinin gerçekleştirilemeyeceği ve para politikasının sabit kurla tutarsız kullanılacağı beklentisinin hakim olması, söz konusu rejimin uzun dönemde devam ettirilmesini engellemektedir.

Siyasi istikrarsızlık, ekonomi dışı önemli kriterlerdendir. Seçimlerin sık yapılması ve daha çok koalisyon şeklinde olan hükümet içindeki görüş ayrılıkları istikrarsızlığa yol a tığından sabit kur rejimini sürdürmek zorlaşmaktadır.

Seçimlerin zamanından önce yapılmasını gerektiren olayların ortaya çıkması, yeni hükümetin eski hükümetin icraatlarını devam ettirip ettirmeyeceği konusundaki şüpheler, piyasalarda belirsizlik oluşturarak sabit kurun sürdürülmesini riske atmaktadır. Özetle, siyasal alanda ortaya çıkan sorunlar ekonomiyi olumsuz etkilemektedir²⁰³. Nitekim, Türkiye’de, şubat 2001’deki krizde, siyasi istikrarsızlık krize yol açan faktörlerden birini teşkil etmiştir.

Tablo 2.3, bir ülke ekonomisinin özelliklerine göre hangi döviz kuru rejimini benimsemesinin uygun olabileceğini  zet olarak göstermektedir.

²⁰⁰ Andrew Berg and Edvardo Borensztein, “The Choice Of Exchange Rate Regime And Monetary Target In Highly Dollarized Economies”, **IMF Working Paper**, No: 29, 2000, p. 5.

²⁰¹ Eichengreen ve diğerleri, a.g.e., p. 2.

²⁰² Eichengreen ve diğerleri, a.g.e., p. 23.

²⁰³ Kansu, a.g.e., s. 49.

Tablo 2.3 Ekonominin Özelliklerine Göre Uygun Kur Rejimleri

Ekonominin Özellikleri	Uygulanması Önerilen Kur Rejimleri
Ekonominin Büyüklüğü	Daha büyük ekonomiler için dalgalı kur rejimi daha uygundur.
Açıklık Derecesi	Daha açık ekonomi için dalgalı kur rejimi daha az cazip olmaktadır.
Üretim Çeşitliliği/İhracat Yapısı	Üretim yapısı çeşitli olan bir ekonomi için dalgalı kur rejimi daha uygun görülmektedir.
Ticaretin Coğrafik Dağılımı	Bir ülke dış ticaretinin önemli bir kısmını büyük bir ülke ile gerçekleştiriyorsa parasını o ülke parasına sabitlemesi teşvik edilmektedir.
Yurtiçi Enflasyon Oranının Dünya Enflasyon Oranından Farkı	Bir ülkenin enflasyon oranı, belli başlı ticaret yaptığı ülkelerin enflasyon çok farklı ise, sık sık döviz kuru ayarlamalarına ihtiyaç olmaktadır (ancak bir ülkenin enflasyon oranı aşırı yüksekse, sabit döviz kuru istikrar programına politika disiplini ve kredibilite bakımından katkı sağlayabilir).
Ekonomik ve Finansal Gelişmenin Derecesi	Ekonomik ve finansal gelişme derecesinin büyük olması, dalgalı kur rejimi uygulamalarını daha çok kolaylaştırmaktadır.
İşgücü Hareketliliği	Ücretlerin ve fiyatların aşağıya doğru katı olduğu durumda, işgücü hareketliliğinin yüksek olması, sabit kur aracılığıyla dışsal şokları dengelemek daha kolay olmaktadır.
Sermaye Hareketliliği	Yüksek derecede sermaye hareketliliği, sabit kur rejimlerinin sürdürülmesini zorlaştırmaktadır.
Dışsal Şoklar	Ülkenin dışsal nominal şoklara açık olması, dalgalı kur rejimi uygulamasını gerektirmektedir.
İçsel Şoklar	Ülkenin içsel nominal şoklara açık olması, sabit kur rejimi uygulamasını gerektirmektedir.
Reel Şoklar	Bir ekonomi reel şoklara, içsel veya dışsal, büyük ölçüde duyarlı ise, dalgalı kur rejimi daha avantajlı olmaktadır.
Politika Yapıcının Kredibilitesi	Politika yapıcının enflasyonla mücadelede kredibilitesinin düşük olması, nominal çıpa olarak sabit kurun uygulanmasını daha cazip kılmaktadır.

Kaynak: IMF, *World Economic Outlook*, 1997, p. 83.

2.4. TEMEL KUR REJİMLERİNİN EKONOMİK ETKİLERİNE YÖNELİK ARGÜMANLAR

1960'ların sonlarında ayarlanabilir sabit kura dayalı Bretton Woods Sistemi'nde bazı zorlukların görülmesi nedeniyle, birçok iktisatçı tarafından ülkelerin paralarının döviz piyasasında serbestçe belirlenmesi önerilmiştir. 1970'lerin ilk yarısında gelişmiş ülkelerin yöneticileri dalgalı/esnek kur rejimini benimserken, iktisatçıların fikirlerini takip etmekten daha çok, bu davranışlarını geçici acil bir önlem olarak görmüşlerdir. Ancak günümüze kadar yaşananlar bu durumun kalıcı olduğunu ortaya koymaktadır.

Dalgalı kur savunucuları, dalgalı kur rejimini, katı BWS altında sık sık ortaya çıkan iç ve dış denge tartışmalarından çıkış olarak görmüşlerdir. Fakat 1980'lerin ortalarında iktisatçılar ve politika uygulayıcılarının dalgalı kur rejimi hakkındaki kuşku artmıştır. Günümüzde birçok iktisatçı kur sisteminin reforma ihtiyacı olduğunu düşünmektedirler.

Dalgalı kur rejiminin tarafında ve karşısında olan bazı argümanlar öne sürülmektedir. Söz konusu rejim bilimsel çevrelerde destek bulurken, politika uygulayıcıları tarafından sınırsız kur dalgalanmaları sakıncalı bulunmaktadır. Kur dalgalanmalarının lehinde ve aleyhinde olan tartışmaları ortaya koyarak sabit ve dalgalı kur rejimlerini karşılaştırmak öğretici bir yaklaşımdır.

2.4.1. Dalgalı Kur Rejimi Lehindeki Görüşler

Dalgalı kur rejimi lehindeki görüşler ilke olarak serbest piyasa mekanizmasının faydaları ile açıklanmaktadır²⁰⁴. Yani, bu rejimin benimsendiği ülkelerde kaynakların etkin dağılımı en az maliyetle sağlanmaktadır²⁰⁵.

Rejimin tercih edilmesinin nedenleri sekiz başlık altında incelenmektedir.

2.4.1.1. Basit Olması

Dalgalı kur rejiminin basit bir ilkeye dayanması veya basitliğidir. Döviz kurları piyasadaki arz ve talep koşulları tarafından serbestçe belirlendiği için, piyasada herhangi bir yabancı paraya karşı karşılanmamış arz ve talep fazlalığı

²⁰⁴Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama*, s. 319.

²⁰⁵Erol İyibozkurt, *Uluslararası İktisat Teori ve Politika*, Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, 1995, s. 300.

olması söz konusu olmamakta ve piyasada denge sağlanmaktadır²⁰⁶. Yani, ulusal paranın gerçek değeri piyasa güçleri tarafından belirlenmektedir. Bu basitlik, ülkelerin döviz kurlarının piyasada hemen oluşmasını sağlayan kurumsal düzenlemeleri de kolaylaştırmaktadır.

2.4.1.2. Dış Dengenin Kendiliğinden Oluşması

Dış dengesizliğin döviz kurlarındaki serbest değişimlerle giderilmesi ve dış dengenin kendiliğinden oluşmasıdır. Halbuki sabit kur rejimlerinde dış denge hükümet kararları ve yoğun bürokratik işlemler aracılığıyla sağlanmaktadır²⁰⁷.

2.4.1.3. Kaynak Kullanımı Açısından

Dalgali kur rejiminin, sabit kur rejimlerinin tersine, ülkenin mukayeseli üstünlüklere dayalı biçimde uzmanlaşmasına ve dolayısıyla da dış ticaretten yarar sağlamasına yol açmasıdır²⁰⁸. Başka bir deyişle, kaynak dağılımında etkinliği bozan ve böylece ülkenin dış ticaretten faydalanmasını engelleyen durumlar, bu rejimde söz konusu değildir.

2.4.1.4. Para Politikasında Özerklik

Dalgali kur rejiminin para politikasında özerkliği sağlamasıdır. Bu rejimde merkez bankaları döviz kurunu ayarlamak için piyasaya müdahale etmek zorunda kalmamakta, dolayısıyla iç ve dış dengeyi sağlamak için para politikasını etkin kullanabilmektedir²⁰⁹. Başka bir ifadeyle, bu rejimin yurtiçi ekonomik istikrarı sağlamada para politikasını daha etkili kılmaya yatkın olmasıdır. Bunun sebebi, dalgali kur rejimi altında para politikasının mal ve hizmet hareketleri kadar yurtiçi harcama seviyesi aracılığıyla ülke ekonomisini etkileyebilmesidir²¹⁰.

Dalgali kur rejiminin benimsendiği bir ülkede para politikası bağımsız olarak belirlenmektedir. Uygulamada para politikası kuralları yerine ülkelerin kendi yönetim tercihleri doğrultusunda tespit edilebilmektedir²¹¹. Örneğin yurtiçinde üretilmiş mallara talebin azalması durumunda ülkenin resesyona girmemesi için para

²⁰⁶Öney, a.g.e., s. 104; Mordachai E. Kreinin, **International Economics A Policy Approach**, New York: Harcourt Brace Jovanovich Inc., 1987, p. 205.

²⁰⁷Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama**, s. 319; Kreinin, a.g.e., p. 205.

²⁰⁸Ünsal, a.g.e., s. 673.

²⁰⁹Krugman and Obstfeld, a.g.e., p. 569; Kreinin, a.g.e., pp. 205-206.

²¹⁰İyiboçkurt, a.g.e., s. 301.

²¹¹Jeannine Bailliu and John Murray, "Exchange Rate Regimes in Emerging Markets", **Bank of Canada Review**, Winter 2002-2003, p. 16.

politikası etkin kullanılabilmektedir. Finansal kriz anında mevduat sahipleri bankalardan mevduatlarını çekmek isterler ve bu parayı döviz almak için kullanabilirler. Bu gibi durumlarda merkez bankaları son borç verme mercii işlevini yerine getirmek amacıyla para basma tercihini elinde bulundurabilmektedir. Sabit kur rejiminin uygulandığı ülkelerde merkez bankalarının söz konusu özerkliği bulunmamaktadır. Bununla birlikte merkez bankaları mevcut rezervleri spekülasyon ataklarına karşı kur istikrarını devam ettirmek amacıyla kullanma zorunluluğu yoktur.

2.4.1.5. Asimetriyi Ortadan Kaldırması

Altın değişim standartlarının temel sorunlarından biri olan asimetriyi ortadan kaldırmasıdır. Her ülke kendi parasal koşullarını etkileme ve düzenleme yetkisine sahip olmakta ve tek başına diğer ülkelerin parasal koşullarını etkileyememektedir²¹².

2.4.1.6. Dışsal Şoklara Karşı Ülkeyi Koruması

Ekonomiyi dışsal şoklara ve reel sektörden gelen şoklara karşı daha yüksek bir koruyucu etki sağlamasıdır²¹³. Oysa sabit kur rejimlerinin ulusal ekonomiyi dış kaynaklı enflasyon ve deflasyon gibi istikrarsızlıkların etkilerine karşı savunmasız bıraktığı ifade edilmektedir²¹⁴.

2.4.1.7. Rezerv İhtiyacı

Dalgalı kur rejiminin döviz rezervlerine olan ihtiyacı en düşük düzeylere indirmesidir. Bu rejim sayesinde ülkeler, kıt kaynaklarını döviz rezervlerine bağlama zahmetinden kurtulmaktadırlar. Bu rejimde resmi bir sabit kurun bulunmaması, söz konusu kuru sürdürmek amacıyla döviz rezervi tutma ihtiyacını ortadan kaldırmaktadır²¹⁵. Bu rejimde olası rezerv ihtiyacı, sadece döviz arz ve talebi arasındaki meydana gelebilecek geçici dengesizliklerin karşılanmasından kaynaklanmaktadır.

²¹²Krugman and Obstfeld, a.g.e., p. 570.

²¹³John Murray, "Why Canada Needs a Flexible Exchange Rate", **Bank of Canada Working Paper 99-12**, July 1999, pp. 2-3.

²¹⁴Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama**, s. 320.

²¹⁵Seyidoğlu, **Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama**, ss. 319-320; Kreinin, a.g.e., p. 205.

2.4.2. Dalgalı Kur Rejimi Karşıtı Saptamalar

Birçok teoriysen dalgalı kur rejiminin yararları olduğunu fikir birliği derecesinde ifade etmektedir. Fakat politika uygulayıcıları ise bu rejimin faydalılığının sınırlı olduğunu ileri sürmektedirler.

Rejim karşıtı saptamalar beş başlık altında ele alınmaktadır.

2.4.2.1. Disiplin Sorunu

Bu rejimde para otoritelerinin parasal genişlemeyi sınırlayan mekanizmalardan yoksun kalmalarıdır²¹⁶. Disiplin sorunu olarak ifade edilen bu durum, merkez bankalarının enflasyonist politikalar izlemesi para disiplininin kopuşu beraberinde getirdiğini dile getirmektedir. Oysa sabit kur rejimlerinde kur sabitlendiği için böyle bir sorun söz konusu olmamaktadır²¹⁷.

2.4.2.2. İstikrarsızlığa Neden Olması

Döviz arz ve talep esnekliklerinin düşük olduğunu (Marshall-Lerner koşulunun sağlanmaması) ve bu sebeple döviz piyasasının istikrarsız olacağını ifade etmektedir²¹⁸. Esnekliğin düşük olacağını ileri sürenler, döviz kurundaki yükselme ile dış açığın kapanamayacağını, Marshall-Lerner koşulu sağlansa bile ödemeler dengesinde nispi bir iyileşmenin ancak yüksek oranlı kur oynaması durumunda sağlanabileceğini ifade etmektedirler²¹⁹.

2.4.2.3. Belirsizlik

Dalgalı kurların döviz kurlarındaki değişimleri belirsiz hale getirmesi nedeniyle fiyatlar ve dolayısıyla, uluslararası ticaret ve yatırımlar üzerinde olumsuz etkiye sahip olduğu yönündedir²²⁰.

2.4.2.4. Spekülasyonlara Yatkın Olması

Rejimin istikrar bozucu spekülasyona yol açarak, kurdaki dalgalanmaları şiddetlendirmesidir²²¹. Bu argümana göre, dalgalı kur rejiminde spekülâtörler döviz kurunu temel iktisadi göstergelere dayalı olarak tahmin etmek yerine, mevcut döviz

²¹⁶Öney, a.g.e., s. 106.

²¹⁷Krugman and Obstfeld, a.g.e., p. 573.

²¹⁸Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama*, ss. 321.

²¹⁹Öney, a.g.e., s. 107.

²²⁰Krugman and Obstfeld, a.g.e., p. 575; Kreinin, a.g.e., p. 206.

²²¹Salvatore, a.g.e., p. 656; Kreinin, a.g.e., p. 209.

kuru trendinin kısa dönemde geçerli olacağını beklemektedirler. Bu durum ve anılan tahmine uygun davranmaları, yakın geçmişte düşen kurun yakın gelecekte daha fazla düşmesine, yakın geçmişte yükselen kurun da yakın gelecekte daha fazla yükselmesine yol açmaktadır. Dolayısıyla döviz kurunun böyle bir spekülasyonun olmadığı duruma göre dalgalanması daha fazla olmaktadır. Bu durum ise belirsizliği ve riski arttırarak uluslararası ticareti ve yatırımları olumsuz etkilemektedir²²². Dalgalı kur rejimi savunucuları, bu argümanın geçersiz olduğunu iddia etmektedirler. Zira bir spekülâtörün istikrar bozucu spekülasyon yapması, döviz kurunu sürekli yanlış tahmin etmesi ve sonunda piyasadan çekilmek zorunda kalması demektir. Dolayısıyla istikrar bozucu spekülasyon sürecinde anılan spekülâtörler piyasadan çekilmekte ve piyasada istikrar sağlayıcı spekülasyon yapan (döviz kuru düşerken satın alan veya kur yükselirken satan) spekülâtörler kalmaktadır²²³.

2.4.2.5. Ödemeler Dengesindeki Disiplini Bozması

Rejimin ülke içinde yeni enflasyonların oluşumuna yol açarak ödemeler dengesi açıklarının azalacağı yerde giderek artmasına neden olacağı konusundadır²²⁴. Şöyle ki, ulusal para değer kaybettiği zaman ithal edilen temel gıda maddelerinin fiyatları yükselmektedir. Bu durum sendikaları, reel gelirleri korumak amacıyla ücret artışı talebinde bulunmaya yöneltmektedir. Diğer yandan, paranın değer kaybıyla birlikte, sanayide kullanılan hammadde ve yarı mamul malların fiyatları da artmaktadır. Böylece hem ücretler, hem de ithal malı girdilerinin fiyatlarındaki yükselişler yurtiçi üretim maliyetlerini yukarı itmektedir. Tüm bu olanlar ekonomiyi enflasyonist bir ortama sürüklemektedir. Bu duruma zemberek dişlisi etkisi (ratchet effect) denilmektedir²²⁵.

2.4.2.6. Özerklik İllüzyonu

Rejimin fazla özerklik illüzyonuna neden olmasıdır. Bu rejim ülkelere gerçekte daha fazla özerklik vermemektedir. Döviz kurlarındaki değişimin boyutu merkez bankalarının yoğun biçimde döviz piyasalarına müdahale etmesine yol

²²²Ünsal, a.g.e., s. 675.

²²³Ünsal, a.g.e., s. 676; Salvatore, a.g.e., p. 658.

²²⁴Öney, a.g.e., s. 110.

²²⁵Seyidoğlu, *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama*, ss. 323.

açabilmektedir. Dolayısıyla, bu rejim ülkelere makroekonomik politikalarda daha çok özerklik vermeden yalnızca ekonomide belirsizliği arttırabilmektedir²²⁶.

2.4.3. Sabit Kur Rejimi Lehindeki Görüşler

Ülkeler sabit kur rejimlerini güvenilirlik, disiplin, dış ticaret ile yatırımları teşvik etmesi ve antienflasyonist olmak üzere dört gerekçeyle tercih etmekteydiler.

2.4.3.1. Güvenilirlik

Sabit kur rejimlerinin tercih edilmesinin temel unsurlarından birisi para politikalarında inandırıcılık işlevinin olmasıdır²²⁷. Eğer bir ülke uygulanacak para politikasında güven oluşturamıyorsa, bu güvensizlik durumu o ülkenin ulusal parasının bir başka sağlam ulusal paraya bağlanmasıyla giderilebilmektedir. Katı sabitlenmiş kurlar (hard peg) merkez bankaları için büyük boyutlarda sıkıntı oluşturacak durumlarla karşılaşmadığı sürece sabitlenen kur düzeyini korumayı taahhüt ettiği zımni bir sözleşme biçiminde görülmektedir. Fakat bazı sorunlarla karşılaşıldığında yapılacak devalüasyonun oluşan güven ortamını sarsmaması önem arz etmektedir²²⁸.

Domaç ve Peria'nın yaptığı araştırmaya göre, sabit kur rejimleri ile güvenilirlik birbirini tamamlamakta ve finansal istikrarın oluşmasına yardım etmektedir. Bununla birlikte bu rejimler politikacıların kararsızlıklarını ve kendi istekleri doğrultusunda hareket etmelerini azaltmaktadır. Bunun yanında yurtiçi şoklar nedeniyle oluşabilecek bankacılık krizi riskinin düşmesine katkıda bulunmaktadır²²⁹.

2.4.3.2. Disiplin

Sabit döviz kuru rejimleri disiplin edici olduğu gerekçesiyle önerilmektedir. Bu güvenilirlik tartışmasına yakın bir durumdur. Geleneksel düşünceye göre sabit kurlar kamusal bağlamında daha fazla disiplini sağlayıcı durumdadırlar. Çünkü mali politikalarının gevşetilmesi rezervlerin tükenmesine ve bu rejimlerin terk edilmesine

²²⁶Krugman and Obstfeld, a.g.e., p. 576.

²²⁷Alan C. Stockman, "Choosing An Exchange Rate-System", **Journal of Banking & Finance**, 23, 1999, pp. 1483-1498.

²²⁸Andres Valesco, "Exchange Rate Policies For Developing Countries: What Have We Learned? What Do We Still Not Know?", **G-24 Discussion Paper**, No. 5, June 2000, p. 3.

²²⁹Ilker Domaç and Maria Soledad Martinez Peria, "Banking Crises and Exchange Rate Regimes: Is There a Link?", **World Bank Working Papers**, August, 2000, http://worldbank.org/research/interest/prr_stuff/working_papers/BankingCrisesExchangeRateRegimes.pdf, 17.12.2005, p. 27.

neden olmaktadır. Sabit kur rejimlerinin terk edilemesi politikacılar açısından büyük maliyet oluşturmaktadır. Yani, bir anlamda cezalandırılmaktadırlar, bu cezanın verdiği korku, politikacıları disiplinli davranmalarına yol açmaktadır²³⁰.

2.4.3.3. Dış Ticaret ve Yatırımları Teşvik Etmesi

Sabit kur rejimleri işlem maliyetlerini azaltarak ve kurlardaki belirsizliği ortadan kaldırarak dış ticaret ve yatırımları teşvik etmektedir. Dolayısıyla ekonomik etkinlik ve büyüme üzerinde olumlu etkide bulunmakta ve enflasyonist eğilimleri azaltmaktadır. Bu durum aynı zamanda büyümenin süreklilik kazanmasına olumlu katkı sağlamaktadır²³¹. Liberalizasyon, özelleştirme ve istikrar artışları ekonomik etkinliğin sağlanmasıyla birlikte ülkelerin uzun dönemde karşılıklı biçimde büyümelerinde destek vermektedir. Fakat sabitlenmiş nominal kurların uzun vadede reel kurlardaki dengeyi değiştirmesi durumunda, ticaret, yatırım ve büyümeye olumsuz etkileri olmaktadır. Bu durum, devalüasyonun dengeyi oluşturmak için en iyi yöntem olduğuna inanılması nedeniyle oluşmaktadır²³².

2.4.3.4. Antienflasyonist olması

Sabit kur rejimlerinin uygulanmasıyla birlikte finansal disiplinin de sağlanmış olması, politikacıların enflasyonist finansman kaynağının kırılganlığına neden olmaktadır. Böylece fiyat istikrarının sağlanması kolaylaşmaktadır²³³. Aynı zamanda enflasyonist eğilimin azalması ve faiz oranlarının düşmesinin sonucu olarak yatırımlarda artış ortaya çıkmaktadır.

2.4.4. Sabit Kur Rejimi Karşıtı Saptamalar

Sabit kur rejimleri bazı yönleriyle ekonomileri sıkıntıya soktuğu için eleştirilmektedir. Bu eleştiriler aşağıda dört başlık altında verilmektedir.

²³⁰Aaron Tornell and Andres Velasco, "Fixed Versus Flexible Exchange Rates: Which Provides More Fiscal Discipline", **NBER Working Paper**, No: 5108, 1995, p. 2.

²³¹Guillermo A. Calvo and Frederic S. Mishkin, "The Mirage of Exchange Rate Regimes For Emerging Market Countries", ", **NBER Working Paper**, No: 9808, 2003, 18-20.

²³²Thorvaldur Gylfason, "Fix or Flex? Alternative Exchange Rate Regimes in an Era of Global Capital Mobility", **The North American Journal of Economics and Finance**, August, 2000, <http://www.sciencedirect.com>, 23.05.2006, p. 173.

²³³Aghevli, Khan and Montiel, a.g.e., p. 13; Jeffrey A. Frankel, "Experience of and Lessons From Exchange Rate Regimes", **NBER Working Paper**, No: 10032, October 2003, pp. 9-10.

2.4.4.1. Parasal Bağımlılık

İmkansız üçleme yaklaşımına göre sermayenin serbest olduğu durumda sabit kuru benimsemiş olan bir ülke, para politikalarında bağımsız hareket edememekte ve parasal otorite gücünü ekonomik hedefler doğrultusunda kullanamamaktadır. Para arzının aşırı miktarda artması, örneğin bütçe açıklarının finansmanında kullanılması, sermayenin yurt dışına çıkmasına ve rezerv kayıplarına neden olmaktadır. Bu durum sabit kur rejiminin uygulamasına olan güveni zedeleyici olmaktadır²³⁴.

2.4.4.2. Spekülatif Ataklara Maruz Kalma

Sabit kur rejimlerini tercih eden ülkeleri sıkıntıya sokan durumlardan birisi spekülatif ataklar karşısında ülkelerin kurları savunma mecburiyetinde kalmalarıdır. Özellikle piyasa tarafından döviz kurlarının düşük değerde olduğunun hissedilmesi güvenilirlik durumunu ortadan kaldırmaktadır. Artan döviz taleplerini karşılayacak yeterli seviyede rezervin bulunmaması durumunda panik havası oluşmaya başlamakta ve dövize olan talepte sıçrama olmaktadır. Eğer kredi verenler ülkenin geri ödemelerde sıkıntı yaşayacağını hissederlerse para çıkışları hızlı ve büyük miktarlarda olmaktadır. Böyle bir durumda politikacılar sabit kurları savunmakta zorluklarla karşılaşmaktadırlar. Eğer spekülatif atakların şiddeti yüksek ise uygulamadaki kur rejiminin çökmesine neden olabilmektedir. Bir ülkenin taahhüt ettiği kur rejimini devam ettirebilmesi, ulusal paranın dövize dönüştürülmesine yönelik talepler için güven verici rezerv miktarına sahip olmasıyla mümkün olmaktadır²³⁵.

2.4.4.3. Krizler Anında Esnek Olmaması

Sabit kur rejimlerinin kriz zamanlarında ekonomi politikalarına esneklik sağlamaması bu rejimlerin dezavantajlarından görülmektedir. Örneğin, 1990'ların başında İngiltere sterlinin Alman markı karşısında değer kaybetmesine izin vermesine karşın Fransa ise frankın mark karşısındaki değerini birebir korumuştur.

²³⁴William H. Branson, "Intermediate Exchange-Rate Regimes for Groups of Developing Countries", **Don't Fix Don't Float**, Ed., By., Jorge Braga De Macedo, Daniel Cohen and Helmut Reisen, OECD Publishing, 2001, p. 58.

²³⁵Joseph E. Stiglitz, "Capital Market Liberalization and Exchange Rate Regimes: Risk Without Reward", **Annals**, Vol: 579, January 2002, p. 237.

Sonuçta İngiltere’de işsizlik oranı düşerken, Fransa’da ise güçlü frank ve esnek olmayan iş piyasası nedeniyle işsizlik oranında artış görülmüştür²³⁶.

Sabit kur rejimlerinde parasal tabana bağlı olarak ulusal paranın artması, piyasadan yabancı paranın çekildiği anlamını taşımaktadır. Bu durumda merkez bankaları son borç verme mercii işlevini kaybetmektedir. Finans piyasaları özellikle bankacılık sistemi ani taleplerle karşılaştığında merkez bankasından ihtiyaç duyulan fonları karşılayamaması, bu piyasada ciddi sıkıntı yaşanmasına neden olmaktadır. Bu sıkıntının reel ekonomiye yansması kaçınılmazdır.

2.4.4.4. Ulusal Paranın Doğru Para Birimine Bağlanması Sorunu

Ulusal para biriminin doğru para birimine sabitlenmesi, sabitlenen para biriminin uluslararasıdaki dalgalanması dolaysız biçimde sabitlemeyi yapan ülkeyi etkilemesi nedeniyle önemli olmaktadır. Ticaretini belirli coğrafi bölgeler üzerinde yoğunlaştırmış ve parasını büyük ticaret ortağına bağlayan bir ülke için bu durum sorun oluşturmamaktadır. Ancak bu şekilde olmayan için çapraz kurlardaki dalgalanmalar ciddi sorunlara neden olabilmektedir. 1997 yılında Doğu Asya ülkelerinin yaşadığı sorun bu duruma örnek gösterilmektedir. Ülkeler ulusal paralarını ABD dolarına çıpalamışken, doların yen karşısında değer kazanması sonucu bu ülkelerin reel efektif kurlarında ortaya çıkan aşırı değer artışları, dünyada etkisi büyük olan krizi tetiklemiştir. Ulusal paranın tek bir para birimi yerine farklı ulusal paralardan oluşan bir sepete çıpalanması, başka bir yöntem olarak sunulmaktadır. Bu yöntem ilke olarak çapraz kurlarda istikrarın sağlanmasına katkıda sağlamasına rağmen, uygulamada çok sayıda yabancı paraya bağlı oluşturulan sepetle ilgili sorunlar ortaya çıkmaktadır. Kur sepetinde kullanılacak ağırlıkları finansal piyasalar tercih etmemekte, ayrıca yapısal değişiklikler karşısında sepetteki ağırlıkların değiştirilmesi gerekmektedir²³⁷.

Bu bölümde ayrıntılı olarak incelenen döviz kuru rejimlerinin makroekonomik performans sonuçlarının enflasyon ve büyüme üzerindeki etkilerinin değerlendirilmesi, III. Bölüm’ün konusu olacaktır.

²³⁶Gylfason, a.g.e., p. 177.

²³⁷Velasco, a.g.e., p. 5.

III. BÖLÜM

DÖVİZ KURU REJİMLERİNİN MAKROEKONOMİK PERFORMANS SONUÇLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

1990'lı yıllarda yaşanan finansal krizlerle beraber ortaya çıkan istikrarsızlıkların pek çok ülkede görülmeye başlanması ve söz konusu istikrarsızlıkların çoğunun döviz kuru rejimleriyle bağlantılı olması, kur rejimleriyle makroekonomik performans arasındaki ilişkilerin araştırılmasına yönelik çalışmaların sayısının giderek artmasına yol açmıştır.

Bir ülke ekonomisinin makroekonomik performans bakımından değerlendirilmesinde genellikle üç kriter kullanılmaktadır. Bunlar, büyüme oranı, enflasyon oranı ve işsizlik oranıdır²³⁸. Dolayısıyla bu bölümün konusunu, ulaşılabilen veri ışığında söz konusu kriterlerle ilişkili olarak enflasyon ve büyümenin kur rejimleriyle arasındaki ilişki oluşturmaktadır.

3.1. DÖVİZ KURU REJİMLERİNİN ENFLASYON VE BÜYÜME ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİN TEORİK ANALİZİ

Kur rejimlerinin ve döviz kuru hareketlerinin enflasyon ve büyüme üzerine etkileri, gelişmekte olan ülkeleri konu alan birçok ampirik çalışmada tartışılmaktadır. Bu çalışmaların özellikle büyümeye ilişkin bulguları farklıdır ve genelleştirilememektedir.

Teorik olarak ilişkiler belirsiz olmasına karşın, uygulamalı çalışmalar makroekonomik performansla döviz kuru rejimi tercihi arasında güçlü bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Sabit kur rejimini uygulamak daha yavaş üretim artışıyla birlikte düşük enflasyona yol açmaktadır.

1990'lı yılların ortalarında, benimsenen kur rejimlerinin ülkenin makroekonomik performansını, örneğin enflasyon ve büyüme gibi, nasıl etkileyeceğine ilişkin sorular ortaya çıkmaya başlamıştır. Özellikle 1997 yılının sonlarında başlayan Güneydoğu Asya krizi sonrası, bu sorular artmaya başlamıştır. Teorik bağlamda açık olmayan ilişkileri oluşturmak, kur rejimlerinin diğer

²³⁸M. Hilmi Özkaya, "IMF İstikrar Politikaları ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Ekonomik Performans: Doğu Asya Örneği", (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2002, s. 25.

makroekonomik değişkenleri birçok şekilde etkilemesi ya da birçok yoldan etkilenmesi nedeniyle zor olmaktadır. Aynı şekilde, ampirik çalışmalar döviz kuru rejimleri ve makroekonomik performans arasındaki ilişkileri açık biçimde ortaya koyamamışlardır²³⁹.

Döviz kuru rejimlerinin makroekonomik performans kriterlerinden enflasyon ve büyüme oranları üzerindeki etkileri teorik bağlamda aşağıda ele alınmaktadır.

3.1.1. Döviz Kuru Rejimlerinin Enflasyon Üzerindeki Etkisi

Döviz kuru öncelikle dış ticaret fiyatları ve beklentiler yoluyla enflasyonu etkilemektedir²⁴⁰. Özellikle bütçe problemi nedeniyle sıkı maliye politikası ve yüksek kronik enflasyon nedeniyle de sıkı para politikası uygulayan ve geleceğe dönük beklentilerin de uygulanan bu politikaların başarısına endekslendiği ülkelerde enflasyonun tekrar yukarı yönelmesi istenmemektedir²⁴¹. Bu yüzden, döviz kurunun enflasyon ile ilişkisi ve benimsenen kur rejimi büyük önem taşımaktadır.

Sabit döviz kuru rejimlerinde enflasyonun geçiş kanalları birkaç şekilde gerçekleşmektedir²⁴². Bunlar, uluslararası ticarete konu olan mal ve fiyatlarındaki artış, dış talep artışları, ödemeler bilançosu fazlalığı ve diğer kanallar biçiminde sıralanmaktadır.

Uluslararası ticarete konu olan malların ulusal fiyatları, bu malların dış fiyatları ve döviz kuru esas alınarak belirlenmektedir. Yabancı malların fiyatları yükseldiğinde ithal mallara rakip mal üretenlerin, kar marjlarını sürdürmek için fiyatlarını arttırmaları, ekonomide genel fiyat düzeyinin yükselmesine neden olmaktadır²⁴³.

²³⁹Ghosh ve diğerleri, a.g.e., pp. 1-13.

²⁴⁰Corrinne Ho and Robert N Mccauley, "Living With Flexible Exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies", **BIS Working Papers**, No: 130, 2003, p. 4.

²⁴¹Sami Taban, "Döviz Kuru Rejimleri Türkiye’de Bir İstikrar Politikası Aracı Olarak Kullanılabilir mi?", **Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 5, No: 1, 2004, s. 133.

²⁴²Sami Taban ve Halil Altıntaş, "Döviz Kuru Rejimlerinin Enflasyon ve Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri ve Türkiye", **Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl: 41, Sayı: 486, 2004, s. 56.

²⁴³Temel Ergun, **İthal Edilen Enflasyon ve Türkiye Örneği**, İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları, 1987, s. 26.

Dış talep baskıları enflasyonun geçiş kanallarındandır. Bir ülkenin toplam talebinde meydana gelen artışlar, diğer ülkelerin ihracatının artması anlamını taşımaktadır. Keynesyen bakış açısıyla çarpan mekanizması, ihracat yapan ülkede gelir ve fiyat artışlarına yol açmaktadır²⁴⁴.

Ödemeler bilançosu fazlasının yol açtığı para arzındaki artış, enflasyonun başka bir geçiş kanalını oluşturmaktadır. Merkez bankasının ödemeler bilançosu fazlalığını sterilize edecek bir politika izlememesi, ülkenin para arzının artışına ve dolayısıyla fiyatlar genel düzeyinin yükselmesine neden olmaktadır²⁴⁵.

Dalgalı kur rejimlerinde de enflasyonu birkaç yoldan etkilemektedir. Bunlardan biri, daha önce kur rejimlerinin aleyhindeki argümanlarda anılan zemberek dışlısı etkisidir. Buna göre, bir ülkenin parasının değer kaybetmesi durumunda, ithal edilen temel gıda maddelerinin fiyatları yükselmektedir. Bu ise sendikaları, reel gelirleri korumak amacıyla ücret artışı talebinde bulunmaya yöneltmektedir. Diğer yandan, ulusal paranın değerinin düşmesiyle birlikte, sanayide kullanılan yabancı hammadde yarı mamul malların fiyatları da yükselmektedir. Böylece hem ücretler, hem de ithal malı girdilerinin fiyatlarındaki artışlar yurtiçi maliyetleri arttırarak, enflasyonun hızlanmasına neden olmaktadır.

Dalgalı kur rejimlerinin kendisi enflasyona neden olabilmektedir. Söz konusu kur rejimleri, dövizin ülkeye girişi ve çıkışına serbestlik getirmesi nedeniyle ülkelerin para politikası üzerindeki kontrolü daha elastik olmakta ve bu durum para otoritelerinin enflasyonist politikalar izlemelerine yol açabilmektedir. Yüksek enflasyon ve kredi kaybı bu rejimlerin ekonomiye getirdiği maliyet olarak kabul edilmektedir²⁴⁶.

Kur esnekliği ile beraber enflasyonist süreci açıklamada kısır döngü hipotezi kullanılmaktadır²⁴⁷. Buna göre, üretim yapısının ara malı ve sermaye ithalatına bağımlılığı yüksek olan bir ekonomide döviz kuru dalgalanmaları ile başlayan süreç, döviz kuru artışları - fiyat artışları - ödemeler bilançosu açığı artışları - döviz kuru artışları biçiminde devam etmektedir.

²⁴⁴Taban, a.g.e., s. 133.

²⁴⁵Taban ve Altıntaş, a.g.e., s. 56.

²⁴⁶Walther, a.g.e., s. 382.

²⁴⁷Çetin Doğan ve Suzan Ergün, "Enflasyonla Mücadelede Kur Rejimi Tercihi", **Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl: 41, Sayı: 481, 2004, ss. 31-32.

Sabit kur rejimlerinin dalgalı kur rejimlerine nispeten daha az enflasyonist olduğu kabul edilmektedir. 1990'lı yıllardan sonra kronik enflasyon yaşayan ülkelerde uygulanan programlarda döviz kuru veya para arzının nominal çıpa olarak kullanıldığı görülmektedir. Uygulanan programlara bakıldığında, döviz kuruna dayalı programların yaygın olduğu görülmektedir²⁴⁸.

Sabit kur rejimleriyle düşük enflasyon arasındaki güçlü ilişki, güven ve disiplin unsurlarına bağlanmaktadır²⁴⁹. Sabit kur rejimleri açık bir taahhüdü içermesi nedeniyle, bu kur rejimini terk etmenin siyasi maliyeti daha yüksek olmaktadır²⁵⁰. Ayrıca bazı araştırmalar dalgalı kur rejimlerini benimseyen ülkelerde sabit rejimli ülkelere nispeten enflasyonun daha inatçı bir özellik sergilediğini ve para politikasının enflasyonu daha besleyici olduğunu öne sürmektedirler²⁵¹.

Sabit kur rejimlerinin uygulanması, ulusal paraya daha çok güveni telkin ederek ve daha fazla politika disiplini sağlayarak enflasyonu düşürebilmektedir²⁵². Benzer şekilde, özellikle dolara endekslemelerde bu durum yaygındır, güvenilir bir çıpa devalüasyon beklentilerini sınırlandırarak enflasyon ataletini azaltmaya yardımcı olabilmektedir²⁵³.

Enflasyona ilişkin olarak parasal artışın enflasyonun ardında temel itici güç olduğu ya da başka faktörlerin neden olduğu enflasyonda belirleyici bir rolü olduğu hususunda konsensus oluşmuştur. Bununla birlikte nominal döviz kuru esnekliğinin enflasyon üzerine etkisi daha belirsizdir. Nominal döviz kurunun değer kaybetmesinin tüketici fiyatlarında geçici artışlarla ilişkili olduğunu tüm ampirik araştırmalar doğrulamaktadır²⁵⁴. Bundan başka Ghosh ve arkadaşları ortalama enflasyon oranının sabit kur rejimini tercih eden ülkelere dalgalı kur rejimli ülkelere oranla daha düşük olduğunu ortaya koymaktadır²⁵⁵. Aghevli ve arkadaşları da benzer

²⁴⁸Erdinç Telatar, "İstikrar Programlarında Nominal Çıpa Seçimi ve Uygulama Sonuçları", **Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt: 2, No: 18, 2000, ss. 459-487.

²⁴⁹Ghosh ve diğerleri, a.g.e., 1-13.

²⁵⁰David Romer, "Openness and Inflation: Theory and Evidence", **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 108 (November), 1993, pp. 869-903.

²⁵¹Michael Bleaney, "Exchange Rate Regimes and Inflation Persistence", **IMF Staff Papers**, Vol. 47, No 3, 2001, pp. 387-401.

²⁵²Ghosh ve diğerleri, a.g.e., pp. 1-13.

²⁵³Levy-Yeyati ve Sturzenegger, "Exchange Rate Regimes and Economic Performance", p. 68.

²⁵⁴Marc Klau, "Exchange Rate Regimes and Inflation and Output in Sub-Saharan Countries", **BIS Working Papers**, No, 53, 1998, pp. 9-11.

²⁵⁵Ghosh ve diğerleri, a.g.e., 1-13.

sonuçları elde etmiştir²⁵⁶. Ancak belirtmek gerekir ki, sabit kur rejimlerini benimseyen ülkeler uygun olmayan mali politikalar sonucu yüksek enflasyon deneyimi yaşamışlardır. Bu durumun aksine dalgalı kur rejimli birçok ülke, tutarlı mali politikalarla daha düşük enflasyon oranı sağlamışlardır. Benzer biçimde Siklos, sabit kur rejimlerinin güvenilir olmaması nedeniyle, bu rejimi uygulayan ülkelerin ortalamadan daha yüksek enflasyon deneyimi yaşadıklarını ifade etmektedir²⁵⁷. Neticede, Quirk'in gözlemlediği gibi, sabit kur rejimlerindeki ayarlamalar hesaba katıldığı zaman, alternatif kur rejimleri arasındaki farklılık azalmaktadır. Ayrıca Quirk'e göre enflasyon, döviz kuru istikrarı sağlandığında diğer politika tercihlerinin sonucu ortaya çıkmaktadır²⁵⁸. Öte yandan, 1980'lerin ortalarından beri, birçok gelişmekte olan ülke dış ticaret hadleri şoklarına maruz kalmaktadır ve bu sebeple dış rekabette bozulmadan kaçınmak için daha esnek kur rejimlerini benimsemektedir. Fakat Kamin'in Meksika örneğinde gösterdiği gibi, pezonun reel değer kaybı güçlü enflasyonist etki oluşturmaktadır²⁵⁹. Calvo, Reinhart ve Vegh Brezilya, Şili ve Kolombiya vakalarında azdeğerli (gerçek değerinin altında) döviz kurlarının daha yüksek tüketici fiyatı enflasyonu ile ilişkili olduğunu ortaya koyarak benzer sonuçlara ulaşmıştır²⁶⁰. Tüm bu anlatılanlar hem nominal döviz kurunda hem de reel efektif döviz kurunda ortaya çıkan değişimlerin enflasyon oranıyla ilişkili olduğunu göstermektedir.

3.1.2. Döviz Kuru Rejimlerinin Büyüme Üzerindeki Etkisi

Döviz kuru rejimlerine ilişkin literatür tercih edilen kur rejimlerinin ülke ekonomisinin büyümesini dolaysız ve dolaylı olmak üzere iki yolla etkileyebileceğini öne sürmektedir. Dolaysız olması, ekonomideki şokları ayarlamasını dolaylı olması da yatırım, ticaret ve finansal sektörlerdeki gelişimi etkilemesini ifade etmektedir²⁶¹.

²⁵⁶ Aghevli, Khan and Montiel, a.g.e., pp. 1-13.

²⁵⁷ Pierre L. Siklos, "The Connection Between Exchange Rate Regimes and Credibility: An International Perspective", **Exchange Rates and Monetary Policy**, Proceedings of a Conference held by The Bank of Canada, October, 1996.

²⁵⁸ Peter J. Quirk, "Fixed or Floating Exchange Rate Regimes: Does It Matter For Inflation?", **IMF Working Paper**, No. 94/134, 1994.

²⁵⁹ Steven B. Kamin, "A Multi-Country Comparison of The Linkages between Inflation and Exchange Rate Competitiveness", **BIS Working Papers**, No. 45, 1997.

²⁶⁰ Guillermo A. Calvo, Carmen M. Reinhart ve Carlos A. Vegh, "Targeting The Real Exchange Rate: Theory and Evidence", **IMF Working Paper**, No. 94/22, 1994.

²⁶¹ Jeannine Bailliu, Robert Lafrance and François Perrault, "Does Exchange Rate Policy Matter For Growth?", **Bank of Canada Working Paper 2002-17**, 2002, pp. 4-5.

Öncelikle tercih edilen kur rejimi bir ekonomideki mevcut şokları azaltabilir veya artırabilir. Bu etkinin ne yönde olduğu seçilen kur rejiminin büyüme regresyonuna kontrol değişkeni olarak dahil edilerek kanıtlanabilmektedir. Bir başka deyişle kur rejimlerinin şokları düzenlemede potansiyel rolü vardır. Bu konuya ilişkin literatür, bir şok sonrası ekonominin iyileşme süreci, benimsenen kur rejiminin yapısına bağlı olarak farklılaştığını vurgulamaktadır. Örneğin Mundell'e göre, sabit ve dalgalı kur rejimlerinde uzun dönem denge aynı olsa bile, dengeye ulaşma süreci kur rejimlerine bağlı olarak değişmektedir²⁶². Bununla birlikte Broda 1973-1996 dönemi ve 75 gelişmekte olan ülkeleri kapsayan çalışmasında negatif ticaret hadleri şokuna karşı kur rejimlerinin tepkilerinin önemli ölçüde farklılaştığını ortaya koymaktadır. Buna göre anılan şoka karşı tepkide sabit kur rejimlerini benimseyen ülkeler, fiyatlardaki düşme sayesinde reel döviz kuru yavaşça değer kaybederken, reel gelirde büyük ve önemli oranda azalma meydana gelmektedir. Dalgalı kur rejimlerini benimseyen ülkelerde nispeten daha az reel gelir azalması ve reel kurda büyük (ve ani) değer kayıpları meydana gelmektedir²⁶³.

Dalgalı kur rejimleri, ekonomik şokları daha kolay düzenleyebilmesi veya döviz kuru hareketlerinin ekonomik şokları emici rolü oynaması nedeniyle, büyümeyi daha fazla teşvik ettiği ifade edilmektedir. Aynı zamanda dalgalı kur rejimleri, bağımsız para politikasının uygulanmasını sağlamaktadır. Bu rejimlerin şokları daha sorunsuz düzenlediğinde, söz konusu ekonominin tam kapasiteye yakın çalıştığı varsayımıyla büyümenin daha yüksek olacağı belirtilmektedir.

Öte yandan konjonktürel dalgalanmaların azalması ekonominin uzun dönem büyüme oranını olumlu etkileyeceğini göstermektedir. Mesela Barlevy'nin geliştirdiği modele göre, konjonktürel dalgalanmaların azalması, ortalama yatırım seviyesini yükselterek ve yatırımların oynaklığını azaltarak büyümeyi arttırmaktadır²⁶⁴. Bundan başka Kneller ve Young 1961-1997 dönemi ve 24 OECD

²⁶²Robert A. Mundell, "The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates" **In International Economics**, Chapter 11, New York: The Macmillan Company, 1968'den aktaran Bailliu, Lafrance ve Perrault, a.g.e., p. 5.

²⁶³Christian Broda, "Terms of Trade and Exchange Rate Regimes in Developing Countries", **Journal of International Economics**, 63, 2004, pp. 31-58.

²⁶⁴Gadi Barlevy, "The Cost of Business Cycles under Endogenous Growth", <http://www.faculty.econ.northwestern.edu/faculty/barlevy/lucas6.pdf>, 15.05.2006.

Ülkelerini kapsayan çalışmasında üretim değişkenliği ile uzun dönem üretim artışı arasında ters yönlü ilişkinin olduğunu ortaya koymaktadır²⁶⁵.

Aynı zamanda dalgalı kur rejimlerinin döviz piyasalarında ekonomik krizle sonuçlanabilecek dengesizlik doğurması daha az ihtimaldir. Erken uyarı sistemlerine ilişkin literatür, aşırı değerlenmiş reel döviz kurunun, olması yakın para krizini belirten gelişmiş göstergelerinden biri olduğunu ortaya koymaktadır²⁶⁶. Dolayısıyla sabit kur rejimlerinin büyümeyi olumsuz etkileyeceğine ilişkin önemli bir neden, bu rejimlerin çökmeye eğilimli olmasıdır.

Ayrıca para krizleri ile kur rejimleri arasındaki ilişki açık değildir. IMF çalışmalarına göre 1975-1996 arasında yer alan 116 para krizlerinin yarıya yakını dalgalı kur rejimlerini tercih eden ülkelerde ortaya çıkmıştır. Öte yandan bu gözlem kur rejimlerinin özellikle gelişmekte olan ülkelerde hatalı tasnif edilebileceğini, gerçekte sabitken dalgalı şeklinde sınıflandırılabilirliğini gstermektedir²⁶⁷.

1990'lı yıllar sabit fakat ayarlanabilir kur rejimlerinin sürdürülemez olmaları ve hasarlı krizlerin ortaya çıkması nedeniyle bu rejimlerin terk edilmesi zorunluluğunun ortaya çıkmasına tanıklık etmiştir. Özellikle para krizinin banka kriziyle ilişkili olduğu zaman kriz sonrası olumsuz etkilerinin kur rejimlerindeki dolaysız hasarlarını aştığı görülmektedir. Sık sık görülen ekonomik krizlerden zarar gören ülkelerin daha küçük oranda büyümesi büyük ihtimaldir.

Aynı zamanda dalgalı kur rejimlerinin döviz kuru şoklarına daha eğilimli olduğu öne sürülmektedir. Dolayısıyla şokların ek kaynaklarının dalgalı kur rejimini benimseyen bir ekonomiye girişi, konjnktrel dalgalanmayı kötüleştirebileceği ve sabit kur rejimli ekonomiye oranla büyümeyi azaltabileceği savunulmaktadır. Bu sorunun az gelişmiş ülkeler ya da dalgalı rejimlerde büyük döviz kuru hareketlerini barındıran zayıf finansal sisteme sahip ülkelerde ortaya çıkabileceği ifade edilmektedir. Ayrıca bağımsız para politikası kullanımının şokları düzenlemesini kolaylaştıracaağına göre, bu argüman para politikası kredibilitesi olan ülkeler için geçerlidir. Gerçekten bazı ülkeler için, döviz kurunu konvertibl bir paraya sabitlemek

²⁶⁵Richard Kneller and Garry Young, "Business Cycle Volatility, Uncertainty and Long-Run Growth", **The Manchester School**, 69 (5), 2001, pp. 534-552.

²⁶⁶Andrew Berg, Eduardo Borensztein and C. Patillo, "Anticipating Balance of Payments Crisis: The Role of Early Warning Systems", **IMF Occasional Paper**, No, 186, 1999.

²⁶⁷IMF, **World Economic Outlook**, 1997, pp. 78-97.

bağımsız bir para politikasını yönetme girişimine kıyasla daha sorunsuz konjunktürel dalgalanmaya ulaşmaktadır. Örneğin Hausmann ve arkadaşları Latin Amerika ülkelerinde dalgalı kur rejimlerinin istikrarı sağlayıcı para politikasının uygulanmasına izin vermediğini savunmaktadır²⁶⁸.

Öte yandan döviz kurunu sabitleştirme, nispi fiyat oynaklığını azaltarak, yatırım ve ticarete olumlu etkileri yoluyla büyümeyi teşvik edeceği beklenmektedir. Bundan başka daha düşük fiyat belirsizliği, benzer etkiyi sağlayarak reel faiz oranlarının düşmesine yol açmaktadır. Ayrıca sabit kur rejimlerinde serbestçe kur ayarlamalarının olmayışı, kısa dönem katılığı ile birleşen, dış şoklar karşısında fiyat sapmaları ve yüksek işsizlikle sonuçlanmaktadır. Daha önemlisi, negatif dış şoklar olduğunda sabit kuru savunmanın gerekliliği, artan belirsizlikle birlikte reel faiz oranları bağlamında önemli bir maliyet gerektirmektedir. Calvo²⁶⁹, bir ülkenin karşılaştığı dış şokların benimsenen döviz kuru rejiminden bağımsız olmadığını belirtmektedir. Sürpriz olmayan, Fischer'in işaret ettiği gibi, para krizinden zarar gören ülkelerin tümü sabit kur rejimlerini tercih edenlerdir²⁷⁰.

İkinci olarak döviz kuru rejimleri ekonomik büyümeyi yatırım, uluslararası ticarete açıklık, sermaye hareketleri ve finansal sektör gelişimi gibi büyümenin başka faktörlerini etkileyerek dolaylı biçimde etkilemektedir.

Döviz kuru rejimleri fiziki sermaye birikimi üzerinden ekonomik büyümeyi etkilemektedir. Aizenmann gibi bazı araştırmacılar tarafından sabit kur rejiminin döviz kuru değişkenliği, reel faiz oranları ve politikalarda belirsizliği azaltması nedeniyle, bu rejimin uygulandığı ülkelerde yatırımın artma eğilimli olduğu savunulmaktadır²⁷¹. Öte yandan sabit rejimler, önemli düzenleyici mekanizmaları elimine ederek korumacı baskıları şiddetlendirebilmekte, mevcut sermaye stoğunun etkinliğini azaltabilmekte ve bunun sonucunda yatırımların etkin dağılımını saptırabilmektedir. Bundan başka Bohm ve Funke'nin öne sürdükleri gibi, kur

²⁶⁸Ricardo Hausmann, M. Gavin, C. Pages-Serra and E. Stein, "Financial Turmoil and The Choice of Exchange Rate Regime", **Working Paper**, No: 400, Washington: Inter-American Development Bank, 1999.

²⁶⁹Guillermo A. Calvo, "Fixed Versus Flexible Exchange Rates: Preliminaries of a Turn of Millennium Rematch", (Unpublished: College Park, Maryland: University of Maryland, 1999.

²⁷⁰Stanley Fischer, "Exchange Rate Regimes: Is The Bipolar View Correct?", **Finance & Development**, Vol. 38 (June), 2001, pp. 18-21.

²⁷¹Joshua Aizenman, "Monetary and Real Shocks, Productive Capacity and Exchange Rate Regimes", **Economica**, 61 (244), 1994, pp. 407-434.

rejimlerinin türüne bakmaksızın, para oynaklığının yatırıma yönelik harcama düzeyine etkisi az olabilmektedir²⁷². Dolayısıyla kur rejimleri ve yatırıma ilişkin ampirik literatürün karışık sonuçlar doğurması şaşırtıcı değildir²⁷³. Bununla birlikte, IMF verilerine göre, sabit kur rejimlerini sürdüren ülkelerde daha çok yatırım yapılmaktadır. Ancak verimlilik dalgalı kur rejimlerini benimseyen ülkelere nazaran daha yavaş artmaktadır. Netice olarak olarak sabit kur rejimli ülkelerde kişi başına büyüme daha yavaş gerçekleşmektedir²⁷⁴.

Bunun yanı sıra ekonominin uluslararası piyasalara açıklık düzeyi ekonomik büyümeyi etkilemektedir. Endojen büyüme literatürü uluslararası ticarete daha açık ekonomilerin daha hızlı büyüme eğilimli olmaları düşüncesine paralel olarak ekonomik büyüme ile uluslararası ticarete açıklık arasında pozitif bir ilişki kurmaktadır. Çünkü bu ülkeler teknolojik gelişmelere daha kolay sahip olabilmekte ve daha büyük piyasa avantajını elde etmektedirler²⁷⁵. Bununla birlikte uluslararası ticarete açıklık düzeyinin ticarete konu olmayan sektörlerle pozitif dolaylı etkileri olabilmektedir. Böylece döviz kuru rejimlerinin türü, uluslararası ticaretin hacmini etkilemekte ve bu durum büyüme üzerine dolaylı bir etki olarak düşünülebilmektedir.

Literatür uluslararası ticaretin döviz kuru rejimleri tarafından etkilendiğini ileri sürmektedir, fakat hangi kur rejiminin uluslararası ticareti daha çok teşvik ettiğini açıkça öngörememektedir. Sabit kur rejimlerinde döviz kurunun oynaklığı ve belirsizliğin daha düşük olması nedeniyle uluslararası ticaret hacminin daha yüksek olması gerektiği ifade edilmektedir²⁷⁶. Döviz kuru oynaklığının ekonomide riskleri arttırdığı ve planlamayı kaygılandığı için ticarete zararlı olacağı düşüncesi sezgisel olarak cazip gelmekteyken, firmalara korunma enstrümanlarına erişim, esnek faturalama düzenlemeleri gibi kolaylıklar sağlandığı zaman anılan etki net olmamaktadır. Bu yüzden genellikle ampirik araştırmaların belirlenen döviz kuru değişikliği ile ticaret düzeyi arasında ilişkinin olmadığını göstermesi ya da karmaşık

²⁷²Hjalmar Bohm and Michael Funke, "Does The Nominal Exchange Rate Regime Matter For Investment?", **CESifo Working Paper**, No, 578, 2001.

²⁷³Linda Goldberg, "Exchange Rates and Investment in The United States Industry", **Review of Economics and Statistics**, 1993, 75, pp. 575-588; Robert Lafrance and David Tessier, "Exchange Rate Variability and Investment in Canada", Proceedings of a Conference held by The Bank of Canada, November, 2000, Ottawa: Bank of Canada.

²⁷⁴Ghosh ve diğerleri, a.g.e., pp. 1-13.

²⁷⁵Sebastian Edwards, "Trade Policy, Exchange Rates and Growth", **NBER Working Paper**, No, 451, 1993, pp.

²⁷⁶Michael W. Klein and Jay C.Shambaugh, "Fixed Exchange Rate and Trade", **NBER Working Paper**, No:10696, 2004, pp. 2-10.

sonuçlar vermesi şaşırtıcı değildir²⁷⁷. Öte yandan dalgalı kur rejimlerinin sürekli dengesizlik koşullarını oluşturma ihtimali az olduğu için ihracat artışını destekleyici olduğunu gösteren bazı kanıtlar vardır²⁷⁸.

Büyüme literatüründe uluslararası ticaret ile büyüme arasındaki ilişki çok dikkat çekmesine rağmen, aynı zamanda uluslararası sermaye hareketlerine açıklık büyümenin önemli bir lokomotifi olabilmektedir. Bailliu tarafından belirtildiği gibi, uluslararası sermaye hareketleri, yurtiçi yatırım oranını artırarak, yatırımlarla pozitif ilişkili dolaylı etkileri yönlendirerek veya yurtiçi finansal araçları arttırarak büyümeyi teşvik edebilmektedir²⁷⁹. Böylece eğer tercih edilen döviz kuru rejimi uluslararası sermaye hareketinin kompozisyonunu veya hacmini etkilemekteyse, uluslararası ticarete benzer şekilde, aynı şekilde söz konusu kur rejimi ekonomik büyümeyi dolaylı biçimde etkileyebilmektedir. Bazı araştırmacılar, 1990'lı yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşananları örnek göstererek sabit kur rejimleri düzenlilik bozulmayla ya da dikkatsizlik ihtiyatla birleştiği zaman spekülasyon sermaye hareketlerinde ortaya çıkan artışla ilişkisi olduğunu ileri sürmektedir²⁸⁰. Bu bağlamda ortaya çıkan yurtiçine gelen sermaye verimsiz yatırımlara kanalize edilirse, sermaye hareketlerinin büyümeyi teşvik etmesi az ihtimaldir. Örneğin Krugman²⁸¹, Corsetti, Pesenti ve Roubini²⁸² geliştirdikleri modele göre yabancı kreditorler hükümetlerin kefil olacağını inanmaktadır ve bu yüzden yerel/bölgesel bankalara borç verirler ki bu yolla gelen sermaye büyük ve verimsiz yatırımlara yönelmektedir. Yerel bankaların yükümlülükleri hükümet tarafından zımnen garanti edildiği için ve yeterince kontrol edilmediği için, bu bankalar aşırı riskli kredi açma eğilimini taşımaktadırlar.

Sonuç olarak döviz kuru rejimi büyümeyi finansal piyasaların gelişmişlik düzeyine bağlı olarak etkileyebilmektedir. Dalgalı kur rejimleri genellikle artan

²⁷⁷ Agathe Cote, "Exchange Rate Volatility and Trade: A Survey", **Bank of Canada Working Paper**, No, 1994-5, 1994.

²⁷⁸ Kristian Nilsson and Lars Nilsson, "Exchange Rate Regimes and Export Performance of Developing Countries", **World Economy**, 23 (3), 2000, pp. 331-349.

²⁷⁹ Jeannine Bailliu, "Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries", **Bank of Canada Working Paper**, No, 2000-15, 2000.

²⁸⁰ Michael P. Dooley, "Are Recent Capital Inflows to Developing Countries a Vote For or Against Economic Policy Reforms?", **Department of Economics, University of California, Working Paper**, No, 295, 1994.

²⁸¹ Paul Krugman, "What Happened to Asia?", 1998, <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>, 13.07.2005.

²⁸² Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti, Nouriel Roubini, "Paper Tigers? A Model of The Asian Crisis", December 1998, <http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/tiger01.pdf>, 23.02.2005.

nominal döviz kuru oynaklığıyla ilişkili olmaktadır ki, eğer finansal sektör döviz kuru şoklarını absorbe edemezse ve uygun korunma (hedging) araçlarını sağlayamazsa, reel ekonomiye zararlı etkilerinin olması büyük ihtimaldir. Dolayısıyla bazı araştırmacılar, bir ekonominin dalgalı kur rejiminden istifade edebilmesi için makul seviyede gelişmiş finansal sisteme sahip olması gerektiğini öne sürmektedirler. Birçok gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasaları sık olduğu için dalgalı kur rejiminin sürdürülmesinin zor olacağı ifade edilmektedir. Bazı araştırmacılar, gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarının durumu nedeniyle, bu ülkeler için döviz kurunu sabitlemenin kazanımları gelişmiş ülkelere daha fazla olacağını savunmaktadırlar. Bununla birlikte azgelişmiş finansal sektör ve sabit kur rejiminin kombinasyonu, banka kriziyle sonuçlanabileceğinden sorun oluşturabilmektedir. Chang ve Velasco'nun öne sürdüğü gibi, katı sabitleme az ihtimalle ödemeler dengesi krizlerine, daha çok ihtimalle banka banka krizlerine neden olmaktadır²⁸³.

Gelişmiş finansal sektöre sahip olmak genellikle dalgalı kur rejimi için gerek şart kabul edilmesine karşın, kur rejiminin türüne bakılmaksızın, sağlıklı ve iyi gelişmiş bir finansal sektör ekonomik büyüme için önemlidir. Levine²⁸⁴ tarafından incelenen birçok çalışma, mevcut finansal sistemin gelişmişlik düzeyinin sermaye birikimine etkileri yoluyla büyümeyi nasıl teşvik ettiğini göstermektedir-tasarrufları mobilize etmek, sermayeyi tahsis etmek ve risk yönetimini kolaylaştırmak gibi uygulama kabiliyetlerini ortaya koymaktadır- bununla birlikte ampirik kanıtlar iyi işleyen bir finansal sistemin ekonomik büyümeye katkıda bulunduğu görüşünü desteklemektedir²⁸⁵.

Geleneksel teoriye göre, genel olarak devalüasyon ihracatta ve ithalata rakip sektörlerde üretimi teşvik ettiği için üretimde genişlemeye yol açmaktadır.²⁸⁶ Bunun yanında, düşük bir döviz kuru ticarete konu olan sektörlerde büyümeyi teşvik ederek, bir ülkeyi sürdürebilir büyüme potansiyelli bir kalkınma yoluna

²⁸³Roberto Chang and Andres Valesco, "Exchange Rate Policy For Developing Countries", **The American Economic Review**, 90 (2), 2000, pp. 71-75.

²⁸⁴Ross Levine, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agendas", **Journal of Economic Literature**, 35 (2), 1997, pp. 688-726.

²⁸⁵Ross Levine, Norman Loayza and Thorsten Beck, "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", **Journal of Monetary Economics**, 46 (1), pp. 31-77.

²⁸⁶Rudiger Dornbusch, **Open Economy Macroeconomics**, 1980, New York: Basic Books'dan aktaran Klau, a.g.e., p. 10.

yerleştirmektedir. Enflasyona ilişkin bulguların tersine, Ghosh ve arkadařları²⁸⁷ farklı dvız kuru rejimli ülkeler karşısında büyümenin önemli ölçüde farklılaştığına dair hiçbir kanıt bulamamıştır. Bu sonuç Hoffmaister, Roldos ve Wickham’la uyumludur ki 1971-93 dönemi farklı rejimli ülke örnekleri karşısında üretim dalgalanmaları çok benzerdir²⁸⁸. Tersine Agenor²⁸⁹, reel dvız kurundaki beklenen değer kaybının ekonomik faaliyet üzerine negatif etkisi olduğunu, beklenmeyen değer kaybının ise üretimde artışı teşvik ettiğini ortaya koymaktadır. Ayrıca son yıllarda daraltıcı devalüasyon görüşü biraz ampirik destek bulmaktadır. Krugman ve Taylor tarafından işaret edildiği gibi²⁹⁰, devalüasyonlar yurtiçi mallara nispeten ithalat ve ihracat mallarının fiyatlarında hızlı artışlara yol açmaktadır. Böylece ticarete konu olan sektörlerdeki karları artırabilmektedir. Bunun yanında, devalüasyonların neden olduğu daraltıcı etki, dış borçlar kanalıyla ortaya çıkabilmektedir. Devalasyonlar dış borcun finansmanına yönelik kullanılan kaynakları arttırmaktadır ve dolayısıyla yatırımı dışlamaktadır. Dvız kuru değişmelerinin üretime etkisine ilişkin olarak Kamin ve Rogers (1997)’ce²⁹¹ Meksika’ya üzerine yapılan çalışmanın bulgusu değer kaybı şokları (reel veya nominal değişimler) ekonomik faaliyette daralmaya neden olmaktadır. Edwards²⁹² benzer sonuçları elde etmiştir: hükümet harcaması, ticaret haddi ve parasal büyüklük ölçülerini sabit tutarak, devalüasyonlar üretimi azaltma eğilimli olmaktadır. Bu durumun tersine Ghura ve Hadjimichael²⁹³ belirtmektedir ki, büyüme reel efektif dvız kuru değişmeleriyle negatif yönlü ilişkili olmaktadır. Bundan başka, ülkelerin reel dvız kurları kendi denge seviyelerine hızla yaklaşırsa, bu ülkeler daha yüksek büyüme oranı değişimi yaşarlar. Dvız kuru değişimlerinin ekonomik faaliyet üzerine etkilerine ilişkin ampirik kanıt oldukça yetersiz görünmektedir.

²⁸⁷Ghosh ve diğerleri, a.g.e., pp. 1-13.

²⁸⁸Alexander W. Hoffmaister, Jorge E. Roldos and Peter Wickham, “Macroeconomic Fluctiations in Sub-Saharan Africa”, **IMF Working Paper**, No, 97/82, 1997.

²⁸⁹Pierre-Richard Agenor, “Output, Devaluation and Real Exchange Rate in Developing Countries”, **Weltwirtschaftliches Archiv**, Vol. 127, 1991, pp. 18-41.

²⁹⁰Paul Krugman and Lance Taylor, “Contractionary Effects of Devaluation”, **Journal of Internatioanal Economics**, Vol. 8, No 3, 1978, pp. 445-457.

²⁹¹Steven B. Kamin and John H. Rogers, “Output and The Real Exchange Rate in Developing Countries: An Application to Mexico”, **International Finance Discussion Paper**, No, 580, Board of Governors of The Federal Reserve System, Washington D.C. 1997.

²⁹²Sebastian Edwards, **Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment**, Cambridge, Massachusetts: MIT Pres, 1989.

²⁹³Dhaneshwar Ghura and Michael T. Hadjimichael, “Growth in Sub-Saharan Africa”, **IMF Staff Papers**, Vol. 43, No. 3, 1996, pp. 605-634.

Şu ana kadar ki tartışmaların çoğu literatürün genelinde böyle nitelendirildiği için dalgalı kur rejimlerine karşı sabit kur rejimlerine odaklanmaktadır. Bununla birlikte yine de bu ekstremler arasında birçok kur rejimi seçenekleri vardır ve II. Bölüm’de ifade edildiği gibi bunlara ara kur rejimleri denilmektedir. Daha önce belirtildiği gibi, artan sermaye hareketleri dünyasında ara kur rejimlerinin sürdürülemez olduğu popüler görüştür. Bu argüman ara kur rejimlerinin kredibiliteden yoksun ve spekülatif ataklara daha dayanıksız olduğu görüşüne dayanmaktadır. Örneğin Frankel²⁹⁴ uluslararası yatırımcıların ara kur rejimlerini takip etmelerinin diğer kur rejimlerine kıyasla daha zor olduğunu öne sürmektedir. Eichengreen²⁹⁵ ve Glick²⁹⁶ gibi bazı araştırmacılara göre, ara kur rejimleri ekonomileri ekonomik krizlere karşı daha çok korunmasız bırakmaktadır. Çünkü bu rejimler gerek politikacıların gerekse özel sektörün ekonomik şoklara karşı ekonomiyi daha esnek yapıya ulaştıracak faaliyetlere girişmeleri için yeterince teşvik edici olmamaktadır.

Bununla birlikte bazı araştırmacılar ara kur rejimlerinin özellikle gelişmekte olan ülkeler için uygun bir seçenek olduğuna inanmaktadır²⁹⁷. Bu görüşün savunucularına göre ara kur rejimleri dalgalı kur rejimi veya parasal birliğe katılmak isteyen ya da kur rejimi seçimlerinde esneklikle beraber güvenilirliği tercih etmek isteyen ülkeler için faydalı bir seçenektir. Aynı zamanda tüm ara kur rejimlerinin eşit olmadığı ve bu nedenle güvenilir ara kur rejimleri ile güvenilirlikten yoksun ara kur rejimleri arasındaki farklılığın önemli olduğu vurgulanmaktadır.

3.2. LİTERATÜR İNCELEMESİ

Uluslararası parasal ilişkiler bakımından en çok tartışılan konulardan biri kur rejimi tercihidir. 1970’lerin başında Bretton Woods Sistemini’nin çöküşünden beri, ülkeler, tam dalgalı rejimden para kurulu ve dolarizasyona kadar uzanan farklı kur rejimlerini benimsediler. Birçok teorik ve uygulamalı çalışma kur rejimi tercihinin sonuçlarını araştırırken, olası faktörlerin çokluğu, rejimlerle enflasyon ve

²⁹⁴Jeffrey A. Frankel, E. Fajnzlber, S. Schmukler and L. Serven, “Verifying Exchange Rate Regimes”, **Journal of Development Economics**, 66, 2001, pp. 351-386.

²⁹⁵Barry Eichengreen, “Solving The Currency Conundrum”, Paper Prepared For Council on Foreign Relations, March 2000,

²⁹⁶Reuven Glick, “Fixed or Floating: Is it Possible to Manage in The Middle?”, **Pacific Basin Working Paper Series**, No, PB00-02, 2000, pp. 1-25.

²⁹⁷John Williamson, “Exchange Rate Regimes For Emerging Markets: Reviving The Intermediate Option”, Washington D.C. **Institute For Internatioanal Economics**, 2000, pp. 17-30.

büyüme gibi genel makroekonomik politika hedefleri arasındaki ilişkinin saptanmasını zorlaştırmaktadır. Bu başlık altında söz konusu uygulamalı çalışmalar kronolojik biçimde sunulmaktadır.

Edwards²⁹⁸ 52 ülke ve 1980-1989 dönemini kapsayan çalışmasında döviz kuru rejimlerinin enflasyon üzerindeki etkilerini araştırmaktadır. Bu çalışmanın bulgularına göre, sabit kur rejimini sürdüren ülkeler, 1980'ler boyunca, dalgalı kur rejimlerini benimseyen ülkelere göre daha düşük enflasyon oranına ulaşmışlardır.

Ghosh ve arkadaşları²⁹⁹ tarafından 1960-1980 dönemine ilişkin 145 IMF üyesi ülkenin verileriyle yapılan ve resmi sınıflandırma yaklaşımını benimseyen araştırmanın sonuçlarına göre, ele alınan dönemde sabit kur rejiminin benimsendiği ülkelerde enflasyon oranlarının diğer rejimlere nispeten daha düşük olduğu tespit edilmektedir. Aynı çalışma, kur rejimlerinin büyüme performansları arasında önemli farklılık olmadığını ifade etmektedir.

Ghosh ve diğerleri³⁰⁰ 1960-1989 yılları arasını ve 136 ülkeyi kapsayan başka bir araştırma daha yapmışlardır. Resmi sınıflandırma yaklaşımını kullanan bu çalışma, kur rejimlerinin enflasyon ve üretim üzerindeki etkilerini analiz etmektedir. Araştırmada, döviz kurundaki esneklik derecesine bağlı olarak gruplandırılan ülkeler için enflasyon ve büyüme oranlarının koşullu (conditional) ve koşulsuz (unconditional) ortalamaları hesaplanmaktadır. Koşulsuz ortalamalar analizinin sonuçları, sabit kur rejimini uygulayan ülkelerin enflasyon oranlarının dalgalı kur rejimini benimseyen ülkelere nispeten daha düşük olduğunu ortaya koymaktadır. Büyüme oranları bağlamında ise, kur rejimlerine göre önemli farklılık olmadığı öne sürülmektedir. Enflasyon ve büyüme modellerinin bağımlı değişken olduğu ve kur rejimlerinin açıklayıcı değişken olduğu modellerde, koşullu ortalamalar normal en küçük kareler tahmin yöntemi (OLS) ile hesaplanmaktadır. Buna göre, sabit kur rejimlerinin dalgalı kur rejimlerine göre daha düşük ve daha az dalgalı bir enflasyon performansı gösterdiği görülmektedir.

²⁹⁸Sebastian Edwards, "Exchange Rates as Nominal Anchors", **NBER Working Paper**, No: 4246, 1992.

²⁹⁹Ghosh ve diğerleri, a.g.e., pp. 1-13.

³⁰⁰Atish R. Ghosh ve diğerleri, "Does The Nominal Exchange Rate Regime Matter?" **NBER Working Paper**, No: 5874, 1997.

Levy-Yeyati ve Stuzenegger³⁰¹ tarafından 1974-1999 dönemini kapsayan ve yıllık veri kullanılarak 154 ülkeyi ele alan bir analiz yapılmıştır. Fiili sınıflandırma yaklaşımını benimseyen bu çalışma, kur rejimlerinin, enflasyon, nominal para arzı, reel faiz oranları ve büyüme üzerinde etkilerini araştırmaktadır. Buna göre, gelişmiş ülkelerde kur rejimleri ile ekonomik performans arasında önemli bir ilişkinin olmadığı ifade edilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde sabit kur rejimiyle daha düşük enflasyon oranı arasındaki güçlü ilişki, uzun dönemde ortaya çıkmaktadır. Kısa ve uzun dönemde sabit kur rejimlerinin kişi başına düşen reel çıktı oranının azalmasına yol açtığı yönünde sonuçlara ulaşılmaktadır. Beklenmeyen devalüasyonların etkisi nedeniyle, resmi sınıflandırma yaklaşımına göre sabit kur rejimlerinde dalgalı kurlara nispeten daha düşük reel faiz oranları görüldüğü ifade edilmektedir. İlginç olarak, kısa dönemde fiili sınıflandırma yaklaşımına göre sabit kur rejiminin kamuoyuna duyurulmasının reel faiz üzerinde negatif etkiye sahip olduğu belirtilmektedir. Çünkü, döviz kurunu sabitleme, kısa dönemde enflasyon beklentilerini düşürmede (dolayısıyla nominal faiz oranlarının düşmesinde) etkinken fiili enflasyonu düşürmede etkin değildir. Katı sabitlemelerin (hard pegs) geleneksel sabitlemelere göre daha düşük enflasyon performansı gösterdiği belirtilirken, büyüme performanslarında önemli bir farklılığın olmadığı dile getirilmektedir.

Bailliu, Lafrance ve Perrault³⁰² tarafından panel veri kullanılarak gelişmekte olan 25 ülke ve 1973-1998 yıllarını kapsayan çalışmada, döviz kuru rejimlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri analiz edilmektedir. Analizin sonucuna göre, nispi olarak uluslararası sermaye hareketlerine açık olan ülkelerde dalgalı kur düzenlemelerinin daha yüksek bir büyüme performansı sergilediği belirtilmektedir. Bununla birlikte gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelerde daha esnek kur rejimleriyle büyüme arasındaki ilişkinin güçlü olmadığı öne sürülmektedir.

Yine Bailliu, Lafrance ve Perrault³⁰³ tarafından panel veri yapılarak, 60 ülke ve 1973-1998 dönemini kapsayan bir başka çalışmada, kur rejimlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri araştırılmaktadır. Resmi sınıflandırma yaklaşımını benimsenen bu çalışmada, hangi kur rejimi olursa olsun, para politikası

³⁰¹Levy-Yeyati and Sturzenegger, “Exchange Rate Regimes And Economic Performance”, pp. 62-98.

³⁰²Jeannine Bailliu, Robert Lafrance and François Perrault, “Exchange Rate Regimes and Economic Growth in Emerging Markets”, **Bank of Canada Conference Paper**, 2000, <http://www.bankofcanada.ca/en/res/wp/2000/bailliu.pdf>, 23.05.2005. pp. 1-36.

³⁰³Bailliu, Lafrance ve Perrault, “Does Exchange Rate Policy Matter For Growth?”pp. 1-41.

çıpasıyla desteklenen kur rejimlerinin ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkisinin olduğu ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte, çıpasız ara ve dalgalı kur rejimlerinin büyüme üzerinde olumsuz etkisinin olduğu belirtilmektedir. Çalışma, farklı kur rejimlerinin makroekonomik performans sonuçlarını değerlendirmede kur rejimine eşlik eden para politikası yapısının dikkate alınmasının önemini vurgulamaktadır.

Moreno³⁰⁴ tarafından yapılan çalışma 1974-1998 dönemine ilişkin 98 gelişmekte olan ülke verilerini kullanmaktadır. Analiz sonucuna göre, enflasyon ve enflasyon oranlarındaki volatilité sabit kur rejimlerinde, dalgalı kur rejimlerine göre daha düşük olarak gerçekleşmektedir. Bu çalışma, büyüme bağlamında, sabit kur rejimlerinin dalgalı kur rejimlerine göre daha iyi performans gösterdiğini ortaya koymaktadır. Çıktıdaki volatilité bağlamında ise, alternatif kur rejimleri arasında önemli farklılık olmadığı vurgulanmaktadır.

Edwards,³⁰⁵ dolarizasyonu benimseyen ülkelerin makroekonomik performans sonuçlarını ortaya koymak amacıyla 1970-1998 dönemi ve 12 ülkeyi ele alan bir çalışma yapmıştır. Söz konusu çalışmanın bulgularına göre, dolarizasyonu sürdüren ülkeler, diğer ülkelere oranla daha düşük büyüme düzeyine ulaşmaktadırlar. Enflasyon bağlamında ise, dolarizasyon uygulayan ülkeler, diğer ülkelere göre daha iyi performans göstermektedirler.

Domaç, Peters ve Yuzefovich,³⁰⁶ kur rejimlerinin enflasyon ve büyüme üzerindeki etkilerini araştırmak üzere, 1991-1998 yılları arasını ve 22 geçiş ekonomisini içeren bir çalışma yapmışlardır. Resmi sınıflandırma yaklaşımını temel alan çalışma, uygulamalı çalışmalardaki bazı sorunlara değinmektedir. Bu çalışmanın sonucuna göre, ara kur rejimlerini uygulayan ülkeler, sabit ve dalgalı kur rejimlerini benimseyen ülkelere göre, daha iyi büyüme performansı göstermektedirler. Enflasyon performansı bakımından ise, sabit kur rejimlerini sürdüren ülkelerin, diğerlerine nispeten, daha düşük bir enflasyon oranına ulaştıkları görülmektedir.

³⁰⁴Ramon Monero, "Pegging and Stabilization Policy in Developing Countries", **FRBSF Economic Review**, 2001, pp. 17-29.

³⁰⁵Sebastian Edwards, "Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation", **NBER Working Paper**, No: 8274, 2001, pp. 1-15.

³⁰⁶Ilker Domaç, Kyle Peters and Yevgeny Yuzefovich, "Does The Exchange Regime Affect Macroeconomic Performance? Evidence From Transition Economies", 2001, <http://www.tcmb.gov.tr/research/discuss/dpaper64.pdf>, 17.06.2005. pp. 1-49.

Rogoff ve arkadaşlarının,³⁰⁷ 1970-1999 yılları arasında 158 ülkeyi kapsayan ve fiili sınıflandırma yaklaşımını esas alan çalışması, kur rejimlerinin ekonomik performans sonuçlarını irdeleme amacını taşımaktadır. Buna göre, gelişmekte olan ülkelerde kur rejimlerinin enflasyon performansı, uygulanan rejimin esneklik derecesine bağlı olarak kötüleşmektedir. Yani, sabit kur rejimlerini sürdüren ülkeler en düşük enflasyon oranına ulaşırken, onu sırasıyla ara kur rejimleri ve dalgalı kur rejimlerini benimseyen ülkeler takip etmektedir. Bununla birlikte, bu çalışma yükselen piyasalarda (emerging markets) enflasyon performansı ile kur esnekliği arasında önemli ilişki olmadığını ortaya koymaktadır. Gelişmiş ülkelerde ise, enflasyon oranı kurların esneklik derecesine paralel olarak düşmektedir. Ülkeler arasındaki enflasyon bağlamında ortaya çıkan bu farklılık, uygulanan para politikasının disipline etme özelliğiyle açıklanmaktadır.

Gelişmiş ülkelere dalgalı kur rejimlerini sürdürenlerin büyüme performansının, diğer kur rejimlerini benimseyen ülkelere göre önemli oranda iyi olduğu belirtilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde sabit ve ara kur rejimlerini benimseyen ülkelerin daha fazla büyüme kaybı ve daha fazla büyüme volatilitesi pahasına, dalgalanma korkusu nedeniyle, daha düşük enflasyon oranına ulaştıkları sonucuna varılmaktadır.

Ülkeler arasındaki farklılık, ülkelerin gelişmişlik düzeyine bağlı olarak kur dalgalanmaları, ekonomik şoklar sonrasında daha hızlı ayarlaması/iyileştirmesi ve gelişmiş ülkelerin derin finansal yapıya sahip olmaları sayesinde kur riskiyle karşılaşma olasılığının düşük olmasıyla açıklanmaktadır³⁰⁸.

Mandadjiev³⁰⁹ tarafından 1970-1999 dönemi ve 160 ülkeyi kapsayan bir ampirik çalışma yapılmıştır. İki kutup hipotezinden esinlenen ve her iki sınıflandırma yaklaşımını kullanan çalışma, katı sabitlenmiş (hard pegged) kur rejimleri ile dalgalı kur rejimlerinin performans sonuçlarını enflasyon, büyüme ve krizlere eğilimli olma bağlamında karşılaştırma amacını taşımaktadır. Panel-veri yönteminin kullanıldığı çalışmanın bulgularına göre, katı sabitlenmiş kur rejimleri, dalgalı kur rejimlerine

³⁰⁷ Kenneth S. Rogoff ve diğerleri, "Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes", **IMF Working Paper**, WP/03/243, December 2003, pp. 1-54; Aasim Husain, Aska Mody and Kenneth S. Rogoff, "Exchange Rate Regime Durability And Performance in Developing Versus Advances Economies", **NBER Working Paper**, No: 10673, 2004, pp. 1-26.

³⁰⁸ Rogoff ve diğerleri, a.g.e., pp. 40-55; Husain, Mody and Rogoff, a.g.e., pp. 15-27.

³⁰⁹ Ivo Mandadjiev, "Inflation, Growth and Crisis Performance of Hard Pegged Exchange Rate Regimes", 2004, <http://titan.iwu.edu/%7econ/uer/articles/ivo-mandadjiev.pdf>, 10.02.2006. pp. 1-23.

oranla daha iyi enflasyon performansı ortaya koymaktadır. Söz konusu iyi performans, katı sabitlenmiş kur rejimlerinin güvenilirlik ve disipline edici özelliklerine bağlanmaktadır. Büyüme bağlamında ise, her iki kur rejimi gruplarının aynı oranda etkili oldukları ifade edilmektedir. Kısaca bu çalışma, katı sabitlenmiş kur rejimlerinin gelişmekte olan ülkelere çok katkı sağladığını öne sürmektedir.

Edwards ve Magendzonun,³¹⁰ 1971-1998 dönemini ve 169 ülkeyi ele alan çalışması, sabit kur rejimlerinden olan dolarizasyon ve parasal birliğin makroekonomik performans sonuçlarını araştırmaktadır. Panel-veri yöntemi kullanılarak yapılan çalışmanın bulgularına göre, her iki rejimi sürdüren ülkeler, bu rejimleri benimsemeyen ülkelere nispeten daha düşük enflasyon oranına ulaşmaktadırlar. Büyüme bağlamında ise, dolarizasyonu benimseyen ülkeler bağımsız parası olan ülkelere göre daha düşük büyüme ve daha yüksek büyüme volatilitesi göstermektedirler. Parasal birliğe dahil olan ülkelerde ise, aynı grup ülkelere nazaran daha yüksek büyüme ve daha yüksek büyüme volatilitesi görüldüğü ifade edilmektedir.

Coudert ve Dubert³¹¹ tarafından 1990-2001 dönemi ve 10 Asya ülkesini kapsayan bir çalışma yapılmıştır. Üç aylık verilerle yapılan çalışmanın amacı, döviz kuru rejimlerinin enflasyon ve büyüme üzerindeki etkilerini tespit etmektir. Fiili sınıflandırma yaklaşımını benimseyen çalışmanın ampirik bulgularına göre, sabit kur rejimini sürdüren ülkeler daha düşük büyüme performansı ortaya koymaktadır. Enflasyon bakımından ise, dalgalı kur rejimlerini benimseyen ülkelerde daha kötü performans görülmektedir. Başka bir deyişle, uygulanan kur rejimlerinin serbestlik derecesine bağlı olarak enflasyon performansları kötüleşmektedir.

Dubas, Lee ve Mark³¹² tarafından yapılan ampirik çalışma, kur rejimlerinin büyüme üzerindeki etkilerini ortaya koymaya çalışmaktadır. 180 ülke ve 1960-2002 yılları arasını kapsayan çalışma, resmi ve fiili sınıflandırma yaklaşımlarının her ikisini kullanarak, dalgalanma korkusu hipotezini de test etmek istemektedir.

³¹⁰Sebastian Edwards and I. Igal Magendzo, “Hard Currency Pegs and Economic Performance”, presented at a conference in honor of Guillermo Calvo, at the IMF, April 15-16, 2004, pp. 1-27.

³¹¹Virginie Coudert and Marc Dubert, “Does Exchange Regime Explain Differences in Economic Results For Asian Countries?”, **CEPII Working Paper**, No: 2004-05, 2004, pp. 2-35.

³¹²Justin M. Dubas, Byung-Joo Lee and Nelson C. Mark, “Effective Exchange Rate Classifications and Growth”, **NBER Working Paper**, No: 11272, 2005, <http://www.nber.org/papers/w11272> , 13.01.2006. pp. 1-20.

Çalışmanın ampirik bulgularına göre, büyüme performansları büyükten küçüğe şöyle sıralanmaktadır: a) resmi dalgalananlar-fiili sabitleyenler b) resmi sabitleyenler-fiili sabitleyenler c) resmi dalgalananlar-fiili dalgalananlar d) resmi sabitleyenler-fiili dalgalananlar. Bu çalışma, ülkeler açısından dalgalanma korkusu (fear of floating) hipotezinin haklı bir gerekçe olduğunu göstermektedir. Çünkü bu çalışmaya göre en iyi büyüme performansı resmi olarak dalgalı kur rejimini benimsediğini kamuoyuna duyurduğu halde, fiilen döviz kurunu sabitleyen ülkelerde ortaya çıkmaktadır.

Tablo 3.1 Literatür İncelemesi

Araştırmacılar	Dönem/Ülke Sayısı	Sınıflandırma Yaklaşımı	Enflasyon	Büyüme
Edwards	(1980-1989)/ —	—	Sabit kur rejimi enflasyonda daha etkili	—
Ghosh ve arkadaşları	(1960-1980)/145	Resmi sınıflandırma	Sabit kur rejimi enflasyonda daha etkili	Büyümede önemli farklılık yok
Ghosh ve diğerleri	(1960-1989)/136	Resmi sınıflandırma	Sabit kur rejimi enflasyonda daha etkili	Büyümede önemli farklılık yok
Levy-Yeyati ve Stuzenegger	(1974-1999)/154	Fiili sınıflandırma	Gelişmiş ülkelerde kur rejimlerinin etkisi önemsiz, gelişmekte olan ülkelerde sabit kur rejimi daha etkin	Sabit kur rejimi daha zayıf
Bailliu, Lafrance ve Perrault	(1973-1998)/25	—	—	Uluslararası sermaye hareketlerine açık ülkelerde dalgalı kur rejimleri daha iyi büyüme performansı gösteriyor
Baillui Lafrance ve Perrault	(1973-1998)/60	Resmi sınıflandırma	—	Çıpasız ara ve dalgalı kur rejimleri büyümede zayıf...
Moreno	(1974-1998)/98	—	Sabit kur rejimi daha etkili	Sabit kur rejimi daha etkili
Edwards	(1970-1998)/12	—	Dolarizasyonu uygulayanlar daha iyi	Dolarizasyonu uygulayanlar daha düşük
Domaç, Peters ve Yuzefovich	(1991-1998)/22	Resmi sınıflandırma	Sabit kur rejimi daha etkili	Ara kur rejimi daha etkili
Rogof ve arkadaşları	(1970-1999)/158	Fiili sınıflandırma	Gelişmekte olan ülkelere sırasıyla sabit kur rejimi, ara, dalgalı kur rejimi etkili, Yükselen piyasalarda önemli farklılık yok. Gelişmiş ülkelerde kurların esneklik derecesine bağlı olarak enflasyon performansı düşmektedir.	—
Mandadjiev	(1970-1999)/160	Her iki yaklaşım	Sabit kur rejimi daha iyi	Büyümede farklılık yok
Edwards ve Magendzo	(1971-1998)/169	—	Dolarizasyon ve parasal birlik diğerlerine göre daha iyi	Dolarizasyon daha düşük parasal birlik daha yüksek
Coudert ve Dobert	(1990-2001)/10	Fiili sınıflandırma	Sabit kur rejimi daha iyi	Sabit kur rejimi daha kötü
Dubas, Lee ve Mark	(1960-2002)/180	Her iki yaklaşım	—	En iyi performans, resmi olarak dalgalı iken, fiilen kuru sabitleyen ülkeler

Kaynak: Tablo, bu bölümde yapılan literatür incelemesi göz önünde bulundurularak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Konuya ilişkin ampirik çalışmalar ve bunların sonuçlarını karřılařtırılmalđ olarak yansıtmak için, Tablo 3.1 oluşturulmuştur. Tablo 3.1’de grldėđ gibi, ampirik çalışmalarda ortaya çıkan genel durum, özel çalışma koşulları dışında, sabit kur rejimlerinin enflasyonda daha etkili olduėđ, büyüme bağlamında ise bir genelleme yapılamayacak biçimde farklı sonuçlara ulařıldđđđnđ göstermektedir.

3.3. ARAşTIRMANIN AMACI

Çalışmanın amacı, farklı kur rejimlerinin makroekonomik performans sonuçlarını, büyüme ve enflasyon bağlamında ortaya koymaktır. Başka bir deyişle, kur rejimlerinin ekonomik performans kriterlerinden büyüme ve enflasyon üzerindeki etkilerini ađđ çıkarmaktır. Bunun yanında, benimsenen kur rejimlerinin makroekonomik performans sonuçlarının, farklı gelir grupları karşısındaki muhtemel değişimini göstermektir.

3.4. ARAşTIRMANIN YÖNTEMİ

Analiz yönteminin seçiminde mevcut veri setinin niteliėđ önemli ölçüde belirleyici olmaktadır. 1975 sonrası sabit, ara ve dalgalđ kur rejimini uygulayan 97 ülkenin 30 yıllık zaman serisi ve yatay kesit verileri birleştirilerek panel veri yöntemi kullanılmaktadır. Bunun yanında, farklı ülkelerde, farklı zamanlarda bazı verilerin eksik olması nedeniyle, dengeli olmayan (unbalanced) panel veri analizi yapılmaktadır. Ayrıca çalışmadaki panel veri regresyon analizi Econometric Views 5.1 paket programı yardımıyla yapılmıştır.

Farklı kur rejimlerinin performans sonuçlarını tahmin etmek amacıyla yapılan bu çalışmada, model sonuçlarını irdelemeden önce, panel regresyon modellerinin tahmini ile ilgili yaklaşımlar konusunda bazı bilgiler vermekte yarar vardır.

3.4.1. Panel Veri Regresyon Modellerinin Tahmini

Son yıllarda yapılan ekonometrik araştırmalarda panel veri analizinin yoėđ bir şekilde kullanıldđđ görülmektedir. Uzun kesit (Longitudinal) veriler biçiminde ifade edilen panel verilerde yatay kesit verileri ile zaman serisi verileri bir arada bulunmaktadır.

Panel veri analizinin sadece yatay kesit veya zaman serisi verilerini içeren analizlere göre çeşitli avantajları vardır. Bunlar:

- Gruplar arası heterojenlik etkilerinin daha iyi kontrol edilmesi,
- Açıklayıcı değişkenler arasındaki çoklu bağlantıyı azaltmanın mümkün olması,
- Ekonometrik tahmin edicilerin etkinliğinin artırılması,
- Gözlem sayısının daha fazla olması,
- Daha karmaşık modellerin kurulmasına ve test edilmesine imkan vermesi

Buna karşılık analizin temel dezavantajları verilerin toplanması ve düzenlenmesi, örneklem seçimi, heterojenlik eğilimi ve ölçüm problemi olarak ifade edilmektedir.

Genel olarak bir panel veri regresyon modeli;

$$y_{it} = \beta_{1it} + \beta_{2it} + \dots + \beta_{kit} \chi_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

Burada, $i=1, 2, \dots, G$ kesit birimini ve $t=1, 2, \dots, n$ de zaman dönemini ifade etmektedir. Ayrıca hata terimi ε 'nin ortalamasının sıfır ve sabit varyanslı olduğu varsayılmaktadır. Başka bir deyişle, $E[\varepsilon_{it}] = 0$ ve $\text{Var}[\varepsilon_{it}] = \sigma_\varepsilon^2$ dir. β_{2it} den β_{kit} ye kadar olan eğim katsayıları ise bilinmeyen tepki katsayılarını göstermektedir. Bunlar farklı birimler ve farklı zaman dönemleri için farklılaşabilmektedirler. Ancak model tahmin edilirken, modelin sabit terimi, eğim katsayıları ve hata terimi ile ilgili çeşitli varsayımlar yapılmaktadır. Söz konusu varsayımlara bağlı olarak beş farklı model tahmin etmek mümkündür³¹³. Bu modellerde:

- a. Gerek sabit, gerekse eğim katsayıları, hem birimlere, hem de zamana göre değişmez ve hata terimi zaman ve birimlere göre oluşan farklılıkları ortaya koyabilmektedir.
- b. Eğim katsayıları sabitken, sabit terim birimlere göre değişir, fakat zamana göre sabit kalabilmektedir.
- c. Eğim katsayıları sabitken, sabit terim birimlere ve zamana göre değişebilmektedir.
- d. Hem sabit, hem de eğim katsayıları birimlere göre değişebilmektedir.
- e. Tüm katsayılar, hem zamana, hem de birimlere göre değişebilmektedir.

³¹³George G. Judge ve diğerleri, **The Theory and Practice of Econometrics**, Second Edition, New York: Wiley, 1985, p. 515.

Judge ve diğerleri (1985) ve Gujarati’de (2003) de ifade edildiği gibi, b ve d nolu modellerin de, değişen katsayıların sabit veya rassal olmasına bağlı olarak, ayrıca sınıflandırılması mümkündür.

3.4.1.1. Sabit Etkili Modeller

Panel veri ile kullanılan en basit modellerden birisi, Sabit Etkiler Modeli’dir (SEM). SEM’de, birimlerin davranışlarındaki farklılıklar sabit terimdeki farklılıklarla ortaya konulmaya çalışılmaktadır. Eğitim katsayılarının sabit olduğu varsayılmaktadır. Bu modelde sabit terime grup-spesifik sabit terim denilmektedir. Greene’nin ifade ettiği gibi, buradaki sabit nitelemesi, katsayının birimlere göre değişebileceğini, fakat zamana göre sabit olduğunu belirtmektedir. SEM’de gözlenemeyen bireysel etkilerin modelde yer alan açıklayıcı değişkenlerle ilişkili olduğu kabul edilmektedir³¹⁴. Bu yüzden de, birimler arasındaki farklılıklar regresyonda parametrik değişme olarak ele alınmaktadır. SEM, aşağıdaki gibi gösterilebilmektedir:

$$y_{it} = \bar{\beta} + \sigma_i + \beta_{2it}\chi_{2it} + \dots + \beta_{kit}\chi_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (3.2)$$

$$i = 1, 2, \dots, G \text{ ve } t = 1, 2, \dots, n$$

(3.2) nolu eşitlikte $\beta_i = \bar{\beta} + \alpha_i$ i’inci birime özgü sabit terimi; $\bar{\beta}$ ise ortalama sabit terimi temsil etmektedir. α^i de, i’inci birim için ortalama sabit terimden farklılığı göstermektedir. (3.2) nolu eşitliğin tahmin edilmesinde kullanılacak uygun tahmin yönteminin ne olacağı, α^i ’nin sabit mi, yoksa rassal mı olduğuna bağlıdır. Eğer α^i sabitse ‘Kukla Değişken Modeli’; buna karşılık rassalsa ‘Hata Bileşenler Modelini’ kullanmak yerindedir³¹⁵.

(3.2) nolu eşitlikte yer alan hata terimi ile açıklayıcı değişkenler arasında ilişki varsa, SEM uygun model olarak değerlendirilmektedir. Çünkü bu durumda SEM tahmincileri sapmasız olmaktadır. Ayrıca, G sayısı az ve gözlem sayısı (n) büyük olduğunda SEM yine tercih edilebilir model olmaktadır.

³¹⁴William H. Greene, **Econometric Analysis**, Prentice Hall, Fifth Edition, ABD, 2003, p. 285.

³¹⁵George G. Judge ve diğerleri, a.g.e., p. 519.

3.4.1.2. Rassal Etkili Modeller

SEM’de kabul edildiğinin aksine, bireysel etkiler modelde yer alan açıklayıcı değişkenler ile ilgili değilse, birimlere özgü sabit terimlerin, birimlere göre rassal olarak dağıldığının varsayılması ve ona göre modelleme yapılması daha uygun olmaktadır³¹⁶. Böylece (3.2) nolu eşitlikte yer alan sabit terim β_{1i} sabit değil, $\bar{\beta}$ ortalama ile rassal bir değişken olmaktadır. Bu durumda her birim için sabit terim değeri, $\beta_{1i} = \bar{\beta} + \mu_i$ olmaktadır. Burada da μ_i , sıfır ortalama ve sabit varyansla tesadüfi hata terimidir. REM ise aşağıdaki gibi

$$y_{it} = \bar{\beta} + \beta_{2it}\chi_{2it} + \dots + \beta_{kit}\chi_{kit} + \varepsilon_{it} + \mu_i \quad (3.3)$$

veya

$$y_{it} = \bar{\beta} + \beta_{2it}\chi_{2it} + \dots + \beta_{kit}\chi_{kit} + u_i \quad (3.4)$$

olmaktadır.

Görüldüğü gibi, (3.4) nolu eşitlikteki hata terimi (u_i) bileşik hata terimidir ve bileşenleri de bileşenleri de bireye özgü hata terimi (μ_i) ve panel hata terimidir (ε_{it}). REM’in temel varsayımları şunlardır:

- Hem bireysel, hem de panel hata terimi normal dağılıma sahiptir. Yani, $\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma_\varepsilon^2)$ ve $\mu_i \sim N(0, \sigma_\mu^2)$
- Bireysel hata terimleri, ne kendi aralarında, ne de panel hata terimi ile ilişkilidir. Yani, $E(\mu_i \varepsilon_{it}) = 0$
 $E(\mu_i \mu_j) = 0 \text{ (} i \neq j \text{)}$
 $E(\varepsilon_{it} \varepsilon_{is}) = E(\varepsilon_{it} \varepsilon_{jt}) = E(\varepsilon_{it} \varepsilon_{js}) = 0 \text{ (} i \neq j; t \neq s \text{)}$

SEM ile REM arasındaki temel farklılık (3.1) ve (3.3) nolu eşitlikler karşılaştırılarak görülebilmektedir. SEM de, her kesit birim kendi ayrı sabit terimine sahipken; REM’de sabit terim, tüm kesit birimleri için ortalama sabit terimi ($\bar{\beta}$) vermekte; hata terimi (μ_i) ise her kesit birimine ait sabit terimin bu ortalama sabit terimden rassal sapmasını temsil etmektedir. REM’i tahmin etmekte kullanılan etkin tahmin yöntemi Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (GLS) yöntemidir. Eğer panel veride yer alan kesit birimi sayısı fazla ve zaman dönemi (n) (G) de kısa ise, REM, SEM’e göre daha etkin tahmin sağlamaktadır. Diğer yandan, n sayısı büyük ve G de

³¹⁶Greene, a.g.e., p. 293.

azsa, iki yöntemin tahmin sonuçları arasında çok az farklılık beklenmekte ve daha önce ifade edildiği gibi, SEM daha çok tercih edilmektedir. Bununla birlikte, n sayısı az, G de fazla ise, iki tahmin sonuçları arasında önemli farklılık beklenmektedir. Bu durumda, kesit birimlerinin büyük örnekten rassal olarak çekildiğine inanılıyorsa REM, değilse SEM daha uygun model olarak değerlendirilmektedir³¹⁷.

Bu iki yöntem arasında tercih etme, panel veri analizinin ilk adımını teşkil etmektedir. Rassal etkiler modelinin (REM) varsayımlarının doğru olması durumunda her iki model tutarlı sonuçlar vermekte, fakat REM'in sonuçları daha etkin olmaktadır. Ancak REM'in varsayımlarının geçerli olmaması halinde, REM'in sonuçları tutarsız olmaktadır.

REM, bağımsız değişkenler arasındaki kovaryansın sıfır olduğunu varsaymaktadır. Bu varsayımın geçerliliği Hausman testi ile sınanarak, hangi modelin kullanılacağına karar verilmektedir. Hausman testi, her iki yöntemin katsayılarının tahminlerini ve varyanslarını kullanarak, bir K serbestlik derecesinde bir χ^2 istatistiği vermektedir. K serbestlik derecesi, test edilen katsayı sayısını göstermektedir³¹⁸.

$$h = (\hat{\beta}_{SE} - \hat{\beta}_{RE})' \left[\text{Var}(\hat{\beta}_{SE}) - \text{Var}(\hat{\beta}_{RE}) \right]^{-1} (\hat{\beta}_{SE} - \hat{\beta}_{RE}) \quad (3.5)$$

$$H_0 : E(\mu_i X) = 0 \quad H_1 : E(\mu_i X) \neq 0$$

Eğer H_0 hipotezi reddedilmezse rassal etkiler modelinin geçerli olduğu kabul edilmektedir. H_0 reddedilirse iki tahminci arasında anlamlı bir fark bulunduğu ve rassal etkiler modelinin geçerli olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Aynı test bir yardımcı regresyon aracılığıyla da uygulanabilmektedir. Bunun için veriler

$$\tilde{x}_{it} = x_{it} - \bar{x} \quad (3.6)$$

$$\tilde{y}_{it} = y_{it} - \bar{y} + \hat{\theta} y_i \quad (3.7)$$

³¹⁷Damodar Gujarati, **Basic Econometrics**, McGraw Hill, Fourth Edition, ABD, 2003, pp. 650-651.

³¹⁸Jeffrey M. Wooldridge, **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**, London: The MIT Pres, 2002, pp. 288-290.

$$\hat{\chi}_{it} = \chi_{it} - \chi_i + \hat{\theta} \chi_i \quad (3.8)$$

biçiminde dönüştürülüp OLS yöntemiyle tahmin edilen

$$\hat{y}_{it} = \chi \hat{\beta} + \chi \gamma + z \quad (3.9)$$

modelindeki γ katsayısının anlamlılığı sınanmalıdır³¹⁹. Uygulanan F testinde γ katsayısı anlamlı bulunursa, bu $\hat{\theta}$ 'nın 1'e eşit veya yakın olduğu ve böylece σ^2_{α} 'nın çok küçük olduğu anlamını taşıyacaktır. Bu da birimlere bağlı hata terimleri bileşenlerinin önemsiz olduğu, diğer bir deyişle iki modelin birbirine yakın olduğu sonucunu vermektedir³²⁰.

Bu çalışmada, panel veri analizinde genel bir sonuç elde etmek için tüm bağımsız değişkenlerin katsayısı bütün ülkeler için sabit tutulmuştur. Başlangıçta ise hangi yöntemin uygulanacağını belirlemek için Hausman testi uygulanmıştır. Enflasyon ve büyüme için test sonuçları sırasıyla, 0,25 ve 0,45'tir. Bu sonuçlar her iki bağımlı değişken için rassal etkiler yönteminin kullanılması gerektiğini ortaya koymaktadır.

3.5. MODELLER VE DEĞİŞKENLERİ

Bu başlık altında analizde kullanılan modeller ve bu modellerin değişkenleri ele alınmaktadır.

3.5.1. Enflasyon Modeli

Ekonomi literatürü enflasyonu, bir ekonomide fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artış biçiminde tanımlamaktadır. Bununla birlikte döviz kuru rejimi ve ekonomik performans kriterlerinin başında yer alan enflasyon oranı arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla bu çalışmada, yıllık tüketici fiyatları enflasyonu, Π , bağımlı değişken olarak modele dahil edilmektedir. Enflasyon modeli şöyledir:

$$\begin{aligned} \Pi = & \beta_0 + \beta_{Peg} Peg + \beta_{Int} Int + \beta_{Mon} \Delta m + \beta_4 \Delta y + \beta_5 Open + \beta_6 CBTurn \\ & + \beta_7 \Delta ToFT + \beta_8 GovGDP + \varepsilon \end{aligned} \quad (3.10)$$

³¹⁹Jerry A. Hausman, "Specification Tests in Econometrics", **Econometrica**, Vol. 46, 1978, p. 1263.

³²⁰Badi Baltagi, **Econometric Analysis of Panel Data**, Chichester: John Wiley and Sons, 1995, p. 70.

3.10 eşitliğinde yer alan bağımsız değişkenler sırasıyla aşağıda açıklanmaktadır:

1. Peg: Sabit kur rejimlerini temsil eden gölge (dummy) değişkendir.

2. Int: Ara kur rejimlerini gösteren gölge değişkendir.

3. Δm: Ülkelerin yıllık para arzı artış oranını temsil etmektedir.

4. Δy: Ülkelerin yıllık reel GSYİH artış oranını açıklamaktadır.

5. Open: Ülkelerin ihracat artı ithalatlarının GSYİH'ya oranı anlamına gelmekte ve ülkelerin yıllık dışa açıklığını ifade etmektedir.

6. CBTurn: Belli bir ülkedeki merkez bankası başkanının 5 yılda ortalama değişim oranını temsil etmekte ve merkez bankası bağımsızlığına yönelik ters vekil (Proxy) olarak kullanılmaktadır.

7. Toft: Ülkelerin ihracat fiyatlarının ithalat fiyatlarına oranının artışını gösteren dış ticaret şoklarının yıllık ortalamasını ifade etmektedir.

8. GovGDP: GSYİH'nın yüzdesi olarak yıllık kamu dengesini göstermektedir.

Yukarıda görüldüğü gibi sabit ve ara kur rejimleri gölge değişken (dummy) şeklinde modele dahil edilmesine karşın dalgalı kur rejimleri modele ilave edilmemektedir; dolayısıyla sabit ve ara rejimlere ilişkin katsayılar, dalgalı kur rejimlerine nispeten enflasyon farkı biçiminde yorumlanmaktadır.

Kur rejimi dışında enflasyonu etkileyen birçok faktörün varlığı bilinmektedir. Teorik olarak reel GSYİH büyümesinin (Δy), para talebini arttırarak enflasyonu düşürücü etkide bulunması beklenmektedir. Bu durumun tersine, para arzının hızlı artışının ΔM , enflasyonist etkiye yol açacağı ifade edilmektedir³²¹.

Romer'e³²² göre bir ekonominin dışa açıklığı ile enflasyonu arasında ters yönlü bir ilişki söz konusudur. Rogoff³²³, merkez bankasının (MB) bağımsız olmasının enflasyonu kontrol altına almada etkili olduğunu ifade etmektedir. Bu yüzden enflasyon modelinde MB başkanının değişim sıklığı, MB'nin bağımsızlığını

³²¹Ghosh, Gulde ve Wolf, a.g.e., pp. 75-76.

³²²Romer, a.g.e., pp. 869-903.

³²³Kenneth Rogoff, "The Optimal Degree of Commitment To An Intermediate Target", *Quarterly Journal of Economics*, 1985, 100, pp. 1169-1190.

göstermesi bağlamında, ters vekil (Proxy) olarak dahil edilmektedir. Bunun yanında politika güvenirliği konusundaki literatür, bağımsız muhafazakar merkez bankacısının zaman uyumu sorununu çözmede yardımcı olabileceğini belirtmektedir.

MB'nin muhafazakarlığının ölçülmesi zor olmasına rağmen, Cukierman MB başkanının değişim sıklığını, MB'nin bağımsızlığını göstermesi bakımından, ters vekil biçiminde kullanmaktadır ki, daha az bağımsız MB başkanının para politikasını sürdürmede bağımsız hareket edemeyeceği ve bu nedenle daha sık MB başkanının değişimi, daha yüksek enflasyonla ilişkili olduğu düşünülmektedir³²⁴. Bununla birlikte teorik yaklaşımlar ve gözleme dayalı çalışmalar, nispeten bağımsız merkez bankalarının bağımlı merkez bankalarına göre daha iyi enflasyon performansı ile ilişkili olduğunu belirtmektedir³²⁵.

Diğer faktörler, ya doğrudan parasal finanse etme yoluyla ya da toplam talep baskılarına katkıda bulunarak enflasyonist ticaret haddi şokları ve mali dengeyi içerir³²⁶. Bununla birlikte, ülkelere karşı ortak, fakat zaman içinde değişebilen şokları (benzin fiyatlarındaki şoklar gibi) elde etmek amacıyla yıllık gölge değişkenler regresyona dahil edilmektedir.

3.5.2. Büyüme Modeli

Büyüme, enflasyona nispeten, kur rejiminin dışında birçok faktöre bağlıdır. 1980'lerden sonra iktisadi büyüme üzerine yapılan ampirik çalışmalar büyümeyi belirleyici birçok faktörün olduğunu ileri sürmektedir³²⁷. Bu yüzden kur rejimlerinin büyüme üzerindeki muhtemel etkilerini araştırmak amacıyla yapılan bu çalışmada, enflasyonda olduğu gibi, diğer faktörler kontrol edilerek regresyon analizi yapılmaktadır. Büyüme modeli aşağıda verilmektedir:

$$\Delta y^{pc} = \beta_0 + \beta_{Peg} Peg + \beta_{Int} Int + \beta_{Inv} InvGDP + \beta_{Open} Open + \beta_5 \Delta ToFT + \beta_6 Sch + \beta_7 TaxGDP + \beta_8 GovGDP + \beta_9 \Delta Pop + \beta_{10} \log(pop) + \varepsilon \quad (3.11)$$

Büyüme modelinde yer alan bağımsız değişkenler sırasıyla aşağıda açıklanmaktadır:

³²⁴Ghosh, Gulde ve Wolf, a.g.e., p. 76.

³²⁵Mandadjiev, a.g.e., p. 12.

³²⁶Stanley Fischer, "Role of Macroeconomic Factors in Growth", **Journal of Monetary Economics**, 32 (December), 1993, pp. 485-512.

³²⁷Ghosh, Gulde ve Wolf, a.g.e., p. 89.

1. **Peg:** Sabit kur rejimlerini temsil eden gölge değişkendir.
2. **Int:** Ara kur rejimlerini gösteren gölge değişkendir.
3. **InvGDP:** Belirli bir yılda belli bir ülkenin yatırım miktarının GSYİH'ya oranını göstermektedir.
4. **Open:** Ülkelerin ihracat artı ithalatlarının GSYİH'ya oranı anlamına gelmekte ve ülkelerin yıllık dışa açıklığını ifade etmektedir.
5. **TofT:** Ülkelerin ihracat fiyatlarının ithalat fiyatlarına oranının artışını gösteren dış ticaret şoklarının yıllık ortalamasını ifade etmektedir.
6. **Sch:** Ülkelerin 25 yaş ve üstü toplam nüfusunun ortalama öğretim süresini yansıtmaktadır.
7. **TaxGDP:** Bir ülkenin GSYİH'nın yüzdesi olarak yıllık bütçe gelirini göstermektedir.
8. **ΔPop:** Ülkenin cari yılı nüfus artışını belirtmektedir.
9. **Log(pop):** Belli bir ülkedeki nüfus miktarının logaritmasını ifade etmektedir.

Enflasyon modelinde olduğu gibi, sabit ve ara kur rejimleri gölge değişken (dummy) şeklinde modele dahil edilmektedir. Fakat dalgalı kur rejimleri modele eklenmemektedir, dolayısıyla sabit ve ara rejimlere ilişkin katsayılar, dalgalı kur rejimlerine oranla büyüme farkı biçiminde yorumlanmaktadır.

Büyüme modelinde kur rejiminin büyümeyi dolaysız (sabit ve ara rejimlerin katsayılarıyla ölçülür) etkileyip etkilemediği ve dolaylı (uluslararası ticarete açıklığı ve daha çok yatırımı arttırarak) olarak teşvik edip etmediği incelenmektedir³²⁸.

Yatırım miktarı artışının büyümeyi hızlandıracağı bilinmektedir ve bu yüzden yatırım miktarının GSYİH'e oranı büyüme modeline ilave edilmektedir. Neoklasik düşünceye göre beşeri sermaye birikimi büyüme için önemlidir ve eğitimsel beceri kazanımının büyümeye katkıda bulunacağı beklenmektedir³²⁹. Bunun yanında, yıllık ve rejim gölge değişkenleriyle birlikte dışa açıklık, verginin

³²⁸Ghosh, Gulde ve Wolf, a.g.e., p. 92.

³²⁹Mandadjiev, a.g.e., p. 18.

milli gelire oranı, bütçe dengesinin milli gelire oranı, ticaret haddi şokları, nüfus artışını ve nüfus büyüklüğü modele dahil edilmektedir³³⁰. Dış ticaret şoklarında bir artışın veya ihracat fiyatlarının ithalat fiyatlarına oranındaki bir yükselmenin, üretim artışına olumlu etkisi olan verimlilik ve faktör kullanımı artışıyla ilişkili olduğu belirtilmektedir. Aynı zamanda düşük vergi yükü ve bütçe fazlaları büyümeyi teşvik etmektedir³³¹. Öte yandan birçok çalışma, daha çok dışa açıklığının, gerek teknik bilginin transferini hızlandırarak gerekse etkinliği arttırarak ekonomik büyümeye katkıda bulunduğunu belirtmektedir³³².

Frankel ve Rose³³³ tarafından son zamanlarda yapılan bir çalışma, ortak bir parayı kullanan ülkeler arasında dışa açıklık oranının daha büyük olduğu ve dolayısıyla bu ülkelerin daha iyi büyüme performansı gösterdiklerini ortaya koymaktadır. Yani, bu çalışma bağlamında, sabitlenmiş kur rejimlerini benimseyen ülkelerin daha açık olduğu ve büyümede daha iyi olabilecekleri düşünülmektedir.

Tablo 3.2 Model Değişkenlerine İlişkin Beklenen Katsayıların İşaretleri

Değişkenler	Enflasyon	Büyüme
Para arzının değişimi (ΔM)	+	
Büyüme (Δy)	-	
Dışa Açıklık (Open)	-	+
MB Başkanının Değişim Oranı (CBTurn)	+	
Dış Ticaret Hadleri (T of T)	-	+
Kamu Dengesi (GovGDP)	-	-
Yatırım (Inv GDP)		+
Eğitim (Sch)		+
Kamu Geliri (Tax GDP)		-
Nüfus artışı (Pop)		-
Nüfus büyüklüğü [$\log (\text{Pop})$]		+

Kaynak: Tablo, teorik beklentiler göz önünde bulundurularak yazar tarafından oluşturulmuştur.

³³⁰Ghosh, Gulde ve Wolf, a.g.e., pp. 89-92

³³¹Mandadjiev, a.g.e., p. 18.

³³²Ghosh, Gulde ve Wolf, a.g.e., p. 92.

³³³Jeffrey Frankel and Andrew Rose, "An Estimate of The Effect of Common Currencies on Trade and Income", **Kennedy School of Government Faculty Research Working Paper RWP01-013**, Kennedy School of Government, Harvard University, 2001.

Modellerin bağımsız değişkenlerinin bağımlı değişkenler üzerindeki beklenen işaretleri Tablo 3.2’de verilmektedir.

Modellerde bağımsız değişkenlerin birbirleri arasında olması muhtemel etkileşimi (multicolineraty) azaltmak amacıyla, bütün değişkenler aynı anda modellere dahil edilmemiştir. Bunun yerine, kısıtlı sayıda açıklayıcı değişkenle modelize edilmeye başlanmış, istatistiksel olarak anlamlı sonuç vermeyen bağımsız değişkenler modelden çıkartılıp yeni değişkenler modele ilave edilmiştir. Birbirini açıklayan değişkenlerin aynı model içerisinde kullanılmaması için azami özen gösterilmiştir.

3.7. ARAŞTIRMANIN VERİLERİ

1975-2004 dönemini kapsayan analizde, 97 ülkenin söz konusu dönemdeki yıllık verileri kullanılmaktadır. Analize dahil edilen ülkelerin sınıflandırılmasında Dünya Bankası’nın tasnifi esas alınmaktadır³³⁴. Buna göre 2004 yılı itibarıyla; kişi başına geliri 825 \$ ve altında olanlar Düşük Gelirli Ülkeler’i, kişi başına geliri 825 \$ ile 3.255 \$ arasında olanlar Alt-Orta Gelirli Ülkeler’i, kişi başına geliri 3.256 \$ ile 10.065 \$ arasında olanlar Üst-Orta Gelirli Ülkeler’i, kişi başına geliri 10.066 \$ ve üstünde olanlar da Yüksek Gelirli Ülkeler’i oluşturmaktadır. Bu ülkelerin sınıflandırılmış biçimi Ek-1’de sunulmaktadır.

Daha önce ifade edildiği gibi, bu çalışmada döviz kuru rejimi sınıflandırmasında resmi (de jure) yaklaşım benimsenmektedir. Anılan sınıflandırmada IMF’in yıllık yayınladığı “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions” temel alınmaktadır³³⁵.

Ülkelere ait makroekonomik değişkenlere ilişkin verilerin bir kısmı IMF’in yayını olan “World Economic Outlook” tan, bir kısmı da aynı kuruluşun yayınladığı “International Financial Statistics Yearbook” tan temin edilmiştir. Okula giden nüfus gibi bazı değişkenlere ilişkin veriler Dünya Bankası’nın resmi internet sitesinden alınmıştır³³⁶.

³³⁴<http://siteresources.org/DATASTATISTICS/Resources/CLASS.XLS>, 03.04.2006.

³³⁵IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, , 2005.

³³⁶<http://devdata.worldbank.org/edstats/cd1.asp> ve <http://devdata.worldbank.org/hnpstats/cg.asp>

3.8. ARAŞTIRMANIN BULGULARI

Bu başlık altında farklı kur rejimlerinin sırasıyla enflasyon ve büyüme bakımından ulaşılan performans sonuçları sunulmaktadır.

Çalışmanın bulguları ekler bölümünde ayrıntılı olarak sunulmaktadır. Tablo 3.3 ve Tablo 3.4, kur rejimlerinin performans sonuçlarını karşılaştırmalı biçimde yansıtmak amacıyla oluşturulmuştur. Tablo 3.3, kur rejimlerinin enflasyona ilişkin performans sonuçlarını gerek analize konu olan tüm ülkeler bağlamında gerekse bu ülkelerin gelir gruplarına göre sınıflandırılmış biçimde göstermektedir. Buna göre, bağımsız değişkenlerin katsayılarının işaretleri beklendiği gibi görülmekte ve istatistiki olarak anlamlıdır. Bunun birlikte daha açık ekonomiler, kamu dengesi daha iyi olan ülkeler ve merkez bankaları daha bağımsız olan ülkeler nispeten düşük enflasyon performansı sergilerken, nispi olarak para artışı yüksek olan ve daha düşük GSYİH büyüme oranına sahip ülkelerde daha yüksek enflasyon ortaya çıktığı görülmektedir. Bununla birlikte enflasyonu görece fazla etkileyen faktörlerin reel GSYİH artışı ve maliye politikasının yansıması olan kamu dengesinin, özelde bütçe dengesinin olduğu ortaya çıkmaktadır.

Ayrıca bu çalışma için Durbin-Watson istatistiğinin tablo değeri modellerdeki gözlem sayıları ve değişken sayıları için % 1 güvenilirlik düzeyinde, yaklaşık 1,7'dir. Bütün modellerde hesaplanan Durbin-Watson istatistiği bu değerden büyük olduğu için tahmin edilen enflasyon ve büyüme modellerinde oto-korelasyon olmadığı sonucu çıkarılmaktadır.

Döviz kuru rejimlerine odaklanıldığında, sabit kur rejimlerini benimseyen ülkelerde enflasyonun dalgalı kur rejimlerini uygulayan ülkelere göre yıllık % 12,7 oranında daha düşük olduğu gözlenmektedir. Ara kur rejimlerini uygulayan ülkelerin dalgalı kur rejimlerini benimseyen ülkelerle enflasyon bakımından ortaya çıkan fark % 6 düzeylerindedir. Başka bir ifadeyle, ara kur rejimleri dalgalı kur rejimlerine göre enflasyon bağlamında % 6 seviyelerinde daha iyi performans sergilemektedir.

Tablo 3.3 Enflasyona İlişkin Analiz Sonuçları

Tüm ülkeler	Katsayı	t-istatistik
Sabit	0.083	11.086
Sabit Rejimler	-0.127	-3.607
Ara Rejimler	-0.059	-2.299
Para Artışı	0.005	3.545
Reel GSYİH Büyümesi	-0.541	-9.754
Dışa Açıklık	0.040	3.925
MB Başkanı Değişim Süresi	0.170	15.678
Ticaret Hadleri Artışı	-0.170	-6.581
Kamu Dengesi	-0.290	-5.641
Gözlem sayısı, R ²	2025	0.21
Yüksek gelirli ülkeler	Katsayı	t-istatistik
Sabit	0.026	7.672
Sabit Rejimler	-0.024	-6.812
Ara Rejimler	-0.010	-3.095
Gözlem sayısı, R ²	683	0.35
Orta üstü gelirli ülkeler	Katsayı	t-istatistik
Sabit	0.029	2.260
Sabit Rejimler	-0.067	-2.652
Ara Rejimler	-0.073	0.360
Gözlem sayısı, R ²	520	0.85
Orta altı gelirli ülkeler	Katsayı	t-istatistik
Sabit	0.024	4.338
Sabit Rejimler	-0.076	-7.192
Ara Rejimler	-0.082	-1.341
Gözlem sayısı, R ²	432	0.45
Düşük gelirli ülkeler	Katsayı	t-istatistik
Sabit	0.086	4.998
Sabit Rejimler	-0.098	-2.698
Ara Rejimler	-0.066	-1.089
Gözlem sayısı, R ²	352	0.39

Kaynak: Tablo, Ekler bölümündeki veriler derlenerek yazar tarafından oluşturulmuştur.

Farklı gelir gruplarına göre analiz sonuçları farklılaşmaktadır. Yüksek Gelirli Ülkeler'in ya da gelişmiş ülkelerin benimsedikleri farklı kur rejimlerinin enflasyon bakımından performans sonuçları ihmal edilebilir düzeydedir. Başka bir deyişle, ülkelerin gelir düzeyleri arttıkça döviz kuru rejimleri arasındaki enflasyon performans farklılığı azalmaktadır. Sanayileşmiş ülkeler olarak da ifade edilen bu ülkelerde böyle bir sonuca ulaşılması, bu ülkelerin güçlü kurumsal yapılara sahip olması, gelişmiş finansal piyasalara sahip olması, ekonomilerinin sağlam temellere dayanması vb. yapısal farklılıklarla izah edilebilmekte ve genellikle bu tür yapısal farklılıklar nedeniyle söz konusu ülkelerde düşük enflasyon durumu ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla kur rejimleri çok az farklılığa neden olmaktadır.

Araştırma sonuçları ışığında kur rejimlerinin enflasyon bakımından performanslarını sıralamak gerekirse, sabit kur rejimleri, ara kur rejimleri son olarak dalgalı kur rejimleri yer almaktadır.

Kur rejimlerinin büyümeye ilişkin tahmini katsayıları Tablo 3.4'te verilmektedir. Bağımsız değişkenlerin katsayılarının işaretleri beklendiği gibi ve istatistiki olarak anlamlıdır. Tabloda görüldüğü gibi, dışa daha çok açıklık, ticaret hadlerindeki pozitif gelişme, fiziki ve beşeri sermayeye yatırımın arttırılması, kişi başına GSYİH'nın artışına yol açmaktadır. Bunun yanında nüfusu büyük olan ülkeler daha hızlı büyüme eğilimine sahiptirler. Öte yandan nüfus artışı büyümeyi olumsuz etkilemektedir.

Tablo 3.4 Büyümeye İlişkin Analiz Sonuçları

Tüm ülkeler	Katsayı	t-istatistik
Sabit	0.007	1.768
Sabit Rejimler	0.004	2.526
Ara Rejimler	0.002	1.686
Yatırım Oranı	0.118	9.512
Dışa Açıklık	0.065	10.987
Ticaret hadleri Artışı	0.024	3.409
Ortalama Eğitim Süresi	0.0007	2.265
Vergi Oranı	-0.011	-1.933
Kamu Dengesi	-0.117	-7.612
Nüfus Artışı	-0.704	-10.362
Nüfus Büyüklüğü	0.001	6.520
Gözlem sayısı, R^2	1778	0.23
Yüksek gelirli ülkeler	Katsayı	t-istatistik
Sabit	0.021	2.104
Sabit Rejimler	0.002	0.990
Ara Rejimler	0.006	3.103
Gözlem sayısı, R^2	604	0.35
Orta üstü gelirli ülkeler	Katsayı	t-istatistik
Sabit	0.039	1.790
Sabit Rejimler	0.023	1.704
Ara Rejimler	0.020	2.114
Gözlem sayısı, R^2	354	0.41
Orta altı gelirli ülkeler	Katsayı	t-istatistik
Sabit	0.021	2.013
Sabit Rejimler	0.004	1.020
Ara Rejimler	0.004	1.001
Gözlem sayısı, R^2	427	0.30
Düşük gelirli ülkeler	Katsayı	t-istatistik
Sabit	0.059	7.014
Sabit Rejimler	0.010	2.143
Ara Rejimler	0.012	2.485
Gözlem sayısı, R^2	412	0.28

Kaynak: Tablo, Ekler bölümündeki veriler derlenerek yazar tarafından oluşturulmuştur.

Resmi sınıflandırmayı esas alan çalışmaya göre, sabit ve ara kur rejimleri dalgalı rejimlere kıyasla büyümede de daha iyi performans sergilemektedir. Ancak bu oran enflasyondaki kadar büyük değildir. Başka bir ifadeyle, kur rejimlerinin büyüme performansları arasındaki fark ihmal edilebilir seviyededir. Kanımızca söz konusu fark ülkeye özgü faktörler nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte, ülkelerin gelir seviyelerinin farklı olması bu sonucu değiştirmemektedir.

Sonuç olarak büyümenin bağımlı değişken olduğu model yardımıyla yapılan tahlilde; döviz kuru rejimlerinin büyümeye etkileri önemli ölçüde farklılık göstermemektedir.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Döviz kuru, ulusal ekonomileri dünya ekonomisiyle, iç dengeyi dış dengeyle ilişki kuran anahtar bir makroekonomik değişken olduğu için, uluslararası iktisat literatüründe tartışılmalı konuların başında yer almaktadır. Aynı zamanda denge döviz kuruna yönelik teorilerin oluşturulması ve geliştirilmesinde temel etken söz konusu ilişki olmakta ve bu ilişkinin baş aktörü döviz kuruudur. Başka bir deyişle, döviz kurunun, ulusal paraların birbirlerine göre değerini ölçmesi nedeniyle uluslararası ekonomik ilişkilerin merkezinde yer almaktadır.

Döviz kuruna ilişkin ilk teoriler, sabit kur uygulaması ve hızlı artan bir uluslararası ticaret ekseninde oluşturulmuş ve döviz kurlarının belirlenmesinde ana unsur olarak mal ve hizmet mübadeleleri ile fiyatları esas alınmıştır. 1970’li yılların başlarında sermaye hareketlerinin artması ve dalgalı kur uygulamalarının yaygınlık kazanarak döviz kurlarında şiddetli dalgalanmaların gözlenmesi, finansal faktörleri açıklayıcı olarak dahil eden teorileri geliştirmiştir. Başka bir ifadeyle, araştırmalar döviz kurlarının kısa vadedeki istikrarsızlığının nedenlerine yönelmiştir. Söz konusu iki eğilimi birlikte ele alan araştırmalar, nihayetinde, döviz kurlarındaki hareketlerin cari işlemler ve sermaye hareketleri arasındaki etkileşim tarafından belirlendiğini göstermiştir. 1980’li yıllarda kur değişimlerini açıklamaya çalışan yaklaşımlar, hedefi aşma (aşırı tepki), psikolojik faktörleri ve beklentileri ön plana çıkarmışlardır.

Döviz kurları, döviz kuru politikalarından çeşitli biçimlerde etkilenebilmektedir. Kur politikalarının kapsamı uygulanan uluslararası para sistemi özel olarak da tercih edilen döviz kuru rejimlerinin niteliğine bağlı olarak belirlenmektedir.

İktisat literatüründe döviz kuru rejimlerinin sınıflandırılmasıyla ilgili özellikle ampirik çalışmalara yönelik farklı yaklaşımlardan ikisinin öne çıktığı görülmektedir. Bunlardan ilki IMF tarafından benimsenen resmi (de jure), diğeri de Levy-Yeyati ve Sturzenegger tarafından öne sürülen fiili (de facto) yaklaşımdır.

IMF yaklaşımı, döviz kuru rejimlerini sınıflandırmada üye ülkelerin Fon’a ilettikleri resmi beyanatı temel almaktadır. Bu yaklaşımda döviz kurunun esnekliği önemli olmaktadır. Dolayısıyla ampirik çalışmalarda bu yaklaşım, kur rejimlerini sabit, sınırlı esneklik kazandırılmış ve serbest dalgalı olmak üzere üç ana kategoride ele almaktadır.

LYS sınıflaması şeklinde de adlandırılan ikinci yaklaşımda, nominal döviz kurunun gözlenen davranışı esas alınmaktadır. Döviz kuru davranışları, döviz kuru değişkenliği, döviz kuru değişimlerindeki oynaklık ve rezervlerin değişkenliği olmak üzere üç kritere göre belirlenmektedir.

Farklı kur rejimlerinin makroekonomik performans sonuçlarını enflasyon ve büyüme bağlamında değerlendirmeyi amaçlayan bu çalışma, resmi ve fiili yaklaşımlarının avantaj ve dezavantajlarını karşılaştırmasının ardından, resmi yaklaşımın olumsuz yanlarının daha az olduğu sonucuna ulaşmış ve bu yüzden ülkelerin uyguladıkları kur rejimlerinin sınıflandırılmasında yöntem olarak resmi yaklaşımı tercih etmiştir. Bununla birlikte ülkeler tarafından benimsenen döviz kuru rejimleri, IMF'in 2006 yılı raporu kapsamında sabit (pegged), dalgalı (floating) ve sınırlı dalgalı / ara olmak üzere tasnif edilen üç ana grupta paralel olsun için sabit, ara ve dalgalı olarak üç ana sınıf oluşturulmuştur. Aynı zamanda sabit kur rejimleri kendi içinde dolarizasyon, para kurulu ve diğer geleneksel sabit kur düzenlemeleri biçiminde üç kısma ayrılmaktadır. Ara kur rejimleri de yönetimli dalgalı kur rejimi, sürünen çapa, sürünen şerit ve yatay şerit içinde çapalanmış kuru içermektedir.

Döviz kuru rejimi tercihi, uluslararası iktisat literatüründe tartışılmaktadır. Özellikle son yıllarda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizlerin temel nedeni olarak görülmesi, bu konudaki tartışmaların dozunu arttırmıştır. Uygun kur rejiminin tercihi sorunu, ekonomi teorisyenlerinin yanında, politikacıların, bürokratların ve iş dünyasının çok tartıştığı konuların başında gelmektedir. Bu tartışmaların temelinde, kur rejimlerinin enflasyon ve büyüme üzerindeki etkileri yer almaktadır. İktisat teorisi, kur rejimlerinin, orta vadede dolaysız ve dolaylı biçimde enflasyon ve büyümeyi etkileyebileceğini ifade etmektedir. Dolaysız etki, ekonomik şoklara uyarlanma sürecinden, dolaylı etki ise kur rejimlerinin yatırım, tasarruf, uluslararası ticaret, finansal sektör ve reel sektör üzerindeki etkilerinden kaynaklanmaktadır. Döviz kuru rejimlerinin ekonomi üzerinde etkili olduğu görüşü genel olarak kabul görmüş olmasına rağmen, hangi kur rejiminin daha iyi makroekonomik performans gösterdiği konusunda iktisatçılar arasında görüş birliği yoktur.

Kur rejimi tercihi tartışmalarının belli başlı argümanlarının başında İmkansız Üçleme Hipotezi yer almaktadır. Kur rejimi seçilirken dikkate alınacak iki

önemli unsur vardır. Bunlardan birincisi, her ekonominin üretim çeşitliliği, nominal milli gelirinin büyüklüğü ve coğrafi konumu gibi kendine özgü şartları oluşturmaktadır. İkincisi tüm ekonomiler için geçerli olan İmkansız Üçleme Hipotezi'dir. Buna göre, bir ekonominin aynı anda hem finansal serbestiyi, hem bağımsız bir para politikasını hem de kur istikrarını sağlaması imkansızdır. Bu üç hedefin en az birinden feragat edilmelidir.

Öte yandan kur rejimleri seçimi bağlamında İmkansız Üçleme Hipotezi'ne dayanan İki Kutup Hipotezi öne sürülmüştür. Bu hipoteze göre dünya ekonomileri, para kurulu gibi çok katı çıpalar ile tamamen dalgalı kur rejimi olmak üzere iki temel kur rejimine doğru kutuplaşmaktadır. Bunların arasındaki ara kur rejimleri İmkansız Üçleme argümanı nedeniyle tercih edilmemektedir. Fakat çalışmada IMF'in yıllık raporlarının çeşitli sayılarından elde edilen verilere göre, 1997-2006 döneminde, son on yılda, IMF sınıflaması baz alınarak, dalgalı kur rejiminden ara kur rejimlerine geçişin görülmesi, Fischer tarafından öne sürülen İki Kutup hipotezi şüphe oklarını çekmektedir. İki düşünceyi akla getirmektedir: ya İki Kutup Hipotezi sınanma aşamasını geçememekte ya da IMF'in sınıflandırma yaklaşımında birtakım sorunlar var. Kanımızca bu konunun araştırılması çalışmanın kapsamını aşmakta, başka bir çalışmayı gerektirmektedir.

Yukarıdaki durum Dalgalanma Korkusu (fear of floating) hipotezini ön plana çıkarmaktadır. Buna göre, resmi olarak (de jure) dalgalı kur rejimlerini benimsediğini beyan eden birçok ülke özellikle gelişmekte olan ülkeler, fiilen döviz kurlarına müdahale etmektedir. Çünkü döviz kurunun dalgalanmaya bırakılması, gelişmekte olan ülkelerin özellikleri nedeniyle, ekonomilerine olumsuz etkisi şiddetli olmaktadır. Kanımızca gerek ampirik çalışmalara yönelik kur rejimlerinin sınıflandırılması için gerekse yukarıdaki hipotezlerin sınanması için uygulamalı çalışmalara ihtiyacın olduğu açıktır.

Genel olarak sabit kur rejimlerinin dalgalı kur rejimlerine oranla daha az enflasyonist olduğu kabul edilmektedir. Bu nedenle 1990'lı yıllardan sonra kronik enflasyon yaşayan ülkelerde uygulanan istikrar programlarında döviz kuru veya para arzının nominal çıpa olarak kullanıldığı görülmektedir. Bunun yanında sabit kur rejimleriyle düşük enflasyon arasındaki güçlü ilişki, bu rejimlerin sağladığı güven ve disiplin unsurlarına bağlanmaktadır.

Tercih edilen kur rejimlerinin ülke ekonomisinin büyümesini dolaysız ve dolaylı olmak üzere iki şekilde etkileyebilmektedir. Dolaysız olması, ekonomideki şokları düzenlemesini, dolaylı olması da yatırım, ticaret ve finansal sektörlerdeki gelişimi etkilemesini belirtmektedir.

1970'lerin başında Bretton Woods Sistemin'nin çöküşünden beri, ülkeler, tam dalgalı rejimden para kurulu ve dolarizasyona uzanan farklı kur rejimlerini uygulamaktadırlar. Birçok teorik ve uygulamalı çalışma farklı kur rejimlerinin makroekonomik performans sonuçlarını araştırırken, kurları etkileyen olası faktörlerin çokluğu, rejimlerle enflasyon ve büyüme gibi makroekonomik politika hedefleri arasındaki ilişkinin saptanmasını zorlaştırmaktadır. III. Bölüm'de ayrıntılı biçimde açıklandığı gibi, farklı kur rejimlerinin makroekonomik performans sonuçlarını ortaya koymak amacıyla yapılan ampirik çalışmalarda ortaya çıkan genel durum, özel çalışma koşulları dışında, sabit kur rejimlerinin enflasyonda daha etkili olduğu, büyüme bağlamında ise bir genelleme yapılamayacak biçimde farklı sonuçlara ulaşıldığını ortaya koymaktadır.

Döviz kuru rejimlerinin enflasyon ve büyüme üzerindeki etkilerini ortaya koymak için yapılan ampirik çalışmada, 1975-2004 dönemi ve 97 ülke ele alınarak, panel veri çok değişkenli regresyon analizi yöntemi benimsenmiştir. Analizin sonuçlarına göre, kur rejimlerinin enflasyon performansı bağlamında başarıları sırasıyla, sabit kur rejimleri, ara kur rejimleri ve dalgalı kur rejimleridir. Farklı gelir gruplarında analiz sonuçları değişmektedir. Buna göre ülkelerin gelir seviyesi arttıkça kur rejimleri arasındaki enflasyon performansı farklılığı azalmaktadır. Kanımızca sabit kur rejimlerinin enflasyon kriterinde başarılı sonuçlar vermesi, disiplin ve güven etkileri nedeniyledir. Aynı zamanda yapılan analiz sonuçları, bu konuya ilişkin literatürle paralellik arz etmektedir.

Resmi sınıflandırmayı temel alan çalışmanın analiz sonuçlarına göre, sabit ve ara kur rejimleri dalgalı rejimlere oranla büyümede de daha iyi performans sergilemektedir. Ancak bu oran enflasyondaki kadar değildir. Diğer bir ifadeyle, döviz kuru rejimlerinin büyüme performansları arasındaki fark gözardı edilebilir düzeyde çıkmaktadır.

Bu çalışmada gerçekleştirilen ampirik analiz sonuçlarına ışığında, makroekonomik göstergelerinin görece daha sağlıklı olması nedeniyle, gelişmiş

lkelere dalgalı kur rejimleri önerilmektedir. Öte yandan sabit kur rejimleri, özellikle enflasyon sorunu yaşıyan gelişmekte olan ülkelere, politika hedeflerinde güven ve disiplini sağlayabileceği ve bu sorunu çözmede yardımcı olabileceği için önerilmektedir. Frankel'in de vurguladığı gibi, "her ülke ve her zaman için geçerli olan tek bir döviz kuru rejimi yoktur" ve yakın gelecekte olması mümkün görülmemektedir.

EKLER

Ek-1. Analiz Kapsamındaki Ülkelerin Gelirlerine Göre Tasnifi

Yüksek Gelirli Ülkeler	Üst-Orta Gelirli Ülkeler	Alt-Orta Gelirli Ülkeler	Düşük Gelirli Ülkeler
ABD	Arjantin	Arnavutluk	Afrika Cumhuriyeti
Almanya	Barbados	Beyaz Rusya	Bangladeş
Avustralya	Beliz	Bolivya	Çad
Avusturya	Botsvana	Brezilya	Etiyopya
Belçika	Çek Cumhuriyeti	Bulgaristan	Gana
Danimarka	Dominik	Cezayir	Haiti
Finlandiya	Estonya	Çin	Hindistan
Fransa	Güney Afrika	Dominik Cumh.	Kamerun
Hollanda	Kosta Rika	Ekvator	Kenya
İngiltere	Letonya	El Salvador	Liberya
İrlanda	Libya	Endonezya	Mali
İspanya	Lübnan	Filipinler	Moritanya
İsrail	Macaristan	Honduras	Mozambik
İsveç	Malezya	Jamaika	Nepal
İsviçre	Meksika	Kolombiya	Nijerya
İtalya	Morityus	Mısır	Nikaragua
İzlanda	Panama	Paraguay	Papua-Yeni Gine
Japonya	Polonya	Peru	Ruanda
Kanada	Rusya	Romanya	Senegal
Kore	St. Lusiya	Sri Lanka	Sudan
Lüksemburg	Şili	Tayland	Tanzanya
Norveç	Türkiye	Ukrayna	Uganda
Portekiz	Uruguay		Vietnam
Singapur	Venezüella		Zambiya
Yeni Zelanda			Zimbabve
Yunanistan			

Ülke gruplarının kendi içindeki sıralamada alfabetik sıralama esas alınmıştır.

Ek-2. Enflasyona İlişkin Genel Analiz Sonuçları

Dependent Variable: CPIGX

Method: Panel EGLS (Period weights)

Date: 12/04/07 Time: 21:26

Sample (adjusted): 1975 2004

Cross-sections included: 79

Total panel (unbalanced) observations: 2025

Linear estimation after one-step weighting matrix

Period weights (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.083505	0.007532	11.08625	0.0000
JUREPEG	-0.127903	0.007735	-3.607380	0.0003
JUREINT	-0.059000	0.008263	-2.299294	0.0216
BMG	0.000515	0.000145	3.545893	0.0004
GDPG	-0.541870	0.055549	-9.754860	0.0000
OPEN	0.040948	0.010432	3.925218	0.0001
CBTURN5	0.170992	0.010906	15.67850	0.0000
TTG	-0.170801	0.025950	-6.581881	0.0000
CGGDP	-0.290842	0.051554	-5.641512	0.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.212095	Mean dependent var	0.141292
Adjusted R-squared	0.208969	S.D. dependent var	0.155626
S.E. of regression	0.140731	Sum squared resid	39.92735
F-statistic	167.8356	Durbin-Watson stat	2.388323
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.200364	Mean dependent var	0.136861
Sum squared resid	40.52181	Durbin-Watson stat	2.370423

Ek-3. Yüksek Gelirli Ülkeler İçin Enflasyona İlişkin Analiz Sonuçları

Dependent Variable: CPIGX

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Date: 12/04/07 Time: 21:55

Sample (adjusted): 1975 2004

Cross-sections included: 25

Total panel (unbalanced) observations: 683

Linear estimation after one-step weighting matrix

Cross-section weights (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.026585	0.003465	7.672768	0.0000
JUREPEG	-0.024312	0.003568	-6.812929	0.0000
JUREINT	-0.010039	0.003243	-3.095503	0.0020
BMG	0.134711	0.013601	9.904371	0.0000
GDPG	-0.168997	0.046252	-3.653842	0.0003
OPEN	-0.005191	0.002316	-2.241321	0.0253
CBTURN5	0.006281	0.008913	0.704663	0.4813
TTG	-0.249098	0.038212	-6.518785	0.0000
CGGDP	-0.152975	0.035015	-4.368883	0.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.358656	Mean dependent var	0.089200
Adjusted R-squared	0.351043	S.D. dependent var	0.064114
S.E. of regression	0.054542	Sum squared resid	2.005070
F-statistic	147.1147	Durbin-Watson stat	2.779358
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.357988	Mean dependent var	0.073072
Sum squared resid	2.632430	Durbin-Watson stat	2.093492

Ek-4. Üst-Orta Gelirli Ülkeler İçin Enflasyona İlişkin Analiz Sonuçları

Dependent Variable: CPIGX

Method: Panel EGLS (Period weights)

Date: 12/04/07 Time: 22:19

Sample (adjusted): 1975 2004

Cross-sections included: 24

Total panel (unbalanced) observations: 520

Linear estimation after one-step weighting matrix

Period weights (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.029845	0.013204	2.260335	0.0242
JUREPEG	-0.067610	0.010409	-2.652387	0.0082
JUREINT	-0.073930	0.010910	0.360415	0.7187
BMG	0.843679	0.022245	37.92678	0.0000
GDPG	-0.836313	0.063958	-13.07594	0.0000
OPEN	-0.009263	0.008655	-1.070293	0.2850
CBTURN5	0.043442	0.011448	3.794739	0.0002
TTG	-0.038545	0.023081	-1.669968	0.0955
CGGDP	-0.122747	0.052972	-2.317209	0.0209

Weighted Statistics

R-squared	0.856120	Mean dependent var	0.190201
Adjusted R-squared	0.853867	S.D. dependent var	0.223338
S.E. of regression	0.083852	Sum squared resid	3.592924
F-statistic	380.0699	Durbin-Watson stat	2.464598
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.850156	Mean dependent var	0.168216
Sum squared resid	3.741833	Durbin-Watson stat	2.415660

Ek-5. Alt-Orta Gelirli Ülkeler İçin Enflasyona İlişkin Analiz Sonuçları

Dependent Variable: CPIGX
Method: Panel EGLS (Cross-section SUR)
Date: 12/04/07 Time: 22:39
Sample (adjusted): 1975 2004
Cross-sections included: 17
Total panel (unbalanced) observations: 432
Linear estimation after one-step weighting matrix
Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f.
corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.024137	0.016174	4.338478	0.0000
JUREPEG	-0.076058	0.010575	-7.192145	0.0000
JUREINT	-0.082832	0.009569	-1.341087	0.1806
BMG	0.000348	0.000188	1.853275	0.0645
GDPG	-1.249382	0.135669	-9.209045	0.0000
OPEN	-0.024322	0.024483	-0.993401	0.3211
CBTURN5	0.205191	0.019339	10.60997	0.0000
TTG	-0.240610	0.048413	-4.969926	0.0000
CGGDP	-0.420567	0.116128	-3.621578	0.0003

Weighted Statistics

R-squared	0.458270	Mean dependent var	0.705460
Adjusted R-squared	0.448024	S.D. dependent var	2.077669
S.E. of regression	1.182968	Sum squared resid	5.919515
F-statistic	144.7289	Durbin-Watson stat	2.030694
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.489467	Mean dependent var	0.183757
Sum squared resid	11.50892	Durbin-Watson stat	2.414209

Ek-6. Düşük Gelirli Ülkeler İçin Enflasyona İlişkin Analiz Sonuçları

Dependent Variable: CPIGX

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Date: 12/04/07 Time: 20:35

Sample (adjusted): 1975 2004

Cross-sections included: 13

Total panel (unbalanced) observations: 352

Linear estimation after one-step weighting matrix

Cross-section weights (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.086623	0.017328	4.998923	0.0000
JUREPEG	-0.098241	0.010466	-2.698252	0.0073
JUREINT	-0.066381	0.015042	-1.089068	0.2769
BMG	0.309752	0.025844	11.98549	0.0000
GDPG	-0.462854	0.070687	-6.547907	0.0000
OPEN	-0.018369	0.017890	-1.026777	0.3052
CBTURN5	0.005028	0.014707	0.341860	0.7327
TTG	-0.060621	0.025127	-2.412613	0.0164
CGGDP	-0.399566	0.154054	-2.593674	0.0099

Weighted Statistics

R-squared	0.394934	Mean dependent var	0.166532
Adjusted R-squared	0.380822	S.D. dependent var	0.121343
S.E. of regression	0.102545	Sum squared resid	3.606794
F-statistic	187.9850	Durbin-Watson stat	2.306398
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.331990	Mean dependent var	0.154180
Sum squared resid	3.982003	Durbin-Watson stat	2.089659

Ek-7. Büyümeyle İlişkin Genel Analiz Sonuçları

Dependent Variable: GDPPCG

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Date: 12/04/07 Time: 21:37

Sample (adjusted): 1975 2004

Cross-sections included: 86

Total panel (unbalanced) observations: 1778

Linear estimation after one-step weighting matrix

Period weights (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.007293	0.004124	1.768211	0.0772
JUREPEG	0.004663	0.001846	2.526446	0.0116
JUREINT	0.002936	0.001740	1.686970	0.0918
IGDP	0.118019	0.012407	9.512458	0.0000
OPEN	0.065254	0.005939	10.98749	0.0000
TTG	0.024986	0.007328	3.409622	0.0007
AVGYRSCH	0.000778	0.000343	2.265873	0.0236
TAXGDP	-0.011931	0.006170	-1.933750	0.0533
CGGDP	-0.117486	0.015433	-7.612712	0.0000
POPG	-0.704059	0.067944	-10.36233	0.0000
LOGPOP	2.92E-05	0.48E-06	6.520436	0.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.231980	Mean dependent var	0.025922
Adjusted R-squared	0.227633	S.D. dependent var	0.050808
S.E. of regression	0.042055	Sum squared resid	3.125097
F-statistic	193.3720	Durbin-Watson stat	2.400389
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.217261	Mean dependent var	0.015845
Sum squared resid	3.184987	Durbin-Watson stat	2.458616

Ek-8. Yüksek Gelirli Ülkeler İçin Büyümeye İlişkin Analiz Sonuçları

Dependent Variable: GDPPCG

Method: Panel EGLS (Period weights)

Date: 12/04/07 Time: 22:07

Sample (adjusted): 1975 2004

Cross-sections included: 25

Total panel (unbalanced) observations: 604

Linear estimation after one-step weighting matrix

Period weights (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.021436	0.010187	2.104257	0.0358
JUREPEG	0.002545	0.002569	0.990319	0.3224
JUREINT	0.006858	0.002210	3.103888	0.0020
IGDP	0.054371	0.021362	2.545237	0.0112
OPEN	0.167189	0.013454	12.42636	0.0000
TTG	0.026371	0.014264	1.848810	0.0650
AVGYRSCH	1.68E-05	0.000570	0.029449	0.9765
TAXGDP	-0.038495	0.009908	-3.885319	0.0001
CGGDP	-0.108137	0.020778	-5.204316	0.0000
POPG	-0.466635	0.115350	-4.045373	0.0001
LOGPOP	1.48E-05	0.66E-05	0.890312	0.3737

Weighted Statistics

R-squared	0.351470	Mean dependent var	0.032420
Adjusted R-squared	0.340534	S.D. dependent var	0.032802
S.E. of regression	0.025089	Sum squared resid	0.373266
F-statistic	172.1375	Durbin-Watson stat	2.334314
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.335058	Mean dependent var	0.025877
Sum squared resid	0.382712	Durbin-Watson stat	2.538191

Ek-9. Üst-Orta Gelirli Ülkeler İçin Büyümeye İlişkin Analiz Sonuçları

Dependent Variable: GDPPCGG

Method: Panel EGLS (Cross-section SUR)

Date: 12/04/07 Time: 22:26

Sample (adjusted): 1975 2004

Cross-sections included: 22

Total panel (unbalanced) observations: 354

Linear estimation after one-step weighting matrix

Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.039170	0.021878	1.790373	0.0743
JUREPEG	0.023870	0.014006	1.704314	0.0892
JUREINT	0.020237	0.009569	2.114801	0.0352
IGDP	0.165442	0.051283	3.226082	0.0014
OPEN	0.004115	0.023967	0.171712	0.8638
TTG	0.038892	0.031765	1.224362	0.2217
AVGYRSCH	0.009559	0.001763	5.420766	0.0000
TAXGDP	-0.018005	0.025944	-0.694006	0.4881
CGGDP	-0.265912	0.043095	-6.170397	0.0000
POPG	-0.104913	0.270581	-0.387732	0.6985
LOGPOP	9.58E-06	0.000109	0.087660	0.9302

Weighted Statistics

R-squared	0.419270	Mean dependent var	0.576828
Adjusted R-squared	0.402339	S.D. dependent var	1.756180
S.E. of regression	1.246799	Sum squared resid	533.1959
F-statistic	164.7635	Durbin-Watson stat	2.475759
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.399108	Mean dependent var	0.031835
Sum squared resid	0.818748	Durbin-Watson stat	2.069098

Ek-10. Alt-Orta Gelirli Ülkeler İçin Büyümeye İlişkin Analiz Sonuçları

Dependent Variable: GDPPCG

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Date: 12/04/07 Time: 22:52

Sample (adjusted): 1975 2004

Cross-sections included: 18

Total panel (unbalanced) observations: 427

Linear estimation after one-step weighting matrix

Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.021760	0.010810	2.013021	0.0448
JUREPEG	0.004821	0.004722	1.020801	0.3079
JUREINT	0.004100	0.004096	1.001086	0.3174
IGDP	0.116177	0.032663	3.556899	0.0004
OPEN	0.100987	0.013064	7.730237	0.0000
TTG	0.024680	0.011901	2.073704	0.0387
AVGYRSCH	0.003000	0.001527	1.965330	0.0500
TAXGDP	-0.041554	0.025250	-1.645746	0.1006
CGGDP	-0.016622	0.029735	-0.559020	0.5764
POPG	-0.902355	0.189259	-4.767841	0.0000
LOGPOP	3.45E-05	7.65E-06	4.507747	0.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.309891	Mean dependent var	0.018317
Adjusted R-squared	0.293302	S.D. dependent var	0.046772
S.E. of regression	0.038607	Sum squared resid	0.620052
F-statistic	198.6803	Durbin-Watson stat	2.278747
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.297391	Mean dependent var	0.015046
Sum squared resid	0.631283	Durbin-Watson stat	2.301036

Ek-11. Düşük Gelirli Ülkeler İçin Büyümeye İlişkin Analiz Sonuçları

Dependent Variable: GDPPCGG

Method: Panel EGLS (Period weights)

Date: 12/04/07 Time: 20:45

Sample (adjusted): 1975 2004

Cross-sections included: 21

Total panel (unbalanced) observations: 412

Linear estimation after one-step weighting matrix

Cross-section weights (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.059213	0.008442	7.014477	0.0000
JUREPEG	0.010828	0.005052	2.143364	0.0027
JUREINT	0.012840	0.005165	2.485797	0.0033
IGDP	0.205205	0.029996	6.841137	0.0000
OPEN	0.058552	0.011751	4.982682	0.0000
TTG	0.005476	0.015516	0.352921	0.7243
AVGYRSCH	0.003390	0.001906	1.778919	0.0760
TAXGDP	-0.099107	0.035782	-2.769720	0.0059
CGGDP	-0.175680	0.037355	-4.702934	0.0000
POPG	-0.839950	0.226348	-3.710872	0.0002
LOGPOP	1.04E-05	0.06E-06	1.285601	0.1993

Weighted Statistics

R-squared	0.281697	Mean dependent var	0.044452
Adjusted R-squared	0.263784	S.D. dependent var	0.066811
S.E. of regression	0.050630	Sum squared resid	1.027933
F-statistic	175.7260	Durbin-Watson stat	2.667434
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.223811	Mean dependent var	0.029510
Sum squared resid	1.110772	Durbin-Watson stat	2.900846

KAYNAKÇA

- ABEL, Andrew B. and Ben. S. Bernanke: **Macroeconomics**, Second edition, Newyork: Addison-Wesley Publishing Company, 1994.
- AGENOR, Pierre-Richard: “Output, Devaluation and Real Exchange Rate in Developing Countries”, **Weltwirtschaftliches Archiv**, Vol. 127, 1991, pp. 18-41.
- AGHEVLI, Bijan B. Mohsin S. Khan and Peter J. Montiel: “Exchange Rate Policy in Developing Countries: Some Analytical Issues”, **IMF Occasional Paper 78**, 1991.
- AIZENMAN, Joshua: “Monetary and Real Shocks, Productive Capacity and Exchange Rate Regimes”, **Economica**, 61 (244), 1994, pp. 407-434.
- ALDCROFT, Derek H. and Michael J. Oliver: **Exchange Rate Regimes in the Twentieth Century**, Cheltenham: Edward Elgar Pub. Ltd., 1998.
- ALPAR, Cem ve Tuba Ongun: **Dünya Ekonomisi ve Uluslararası Ekonomik Kuruluşlar Azgelişmiş Ülkeler Yönünden Değerlendirme**, Ankara: Türkiye Ekonomi Kurumu Yayınları, 1987.
- ALTAY, N. Oğuzhan ve Mehmet Güçlü: “The Choice of Foreign Exchange Regime: Fear of Pegging or Fear of Floating”, **Yapı Kredi Economic Review**, Vol. 16, No: 2, 2005, pp. 85-97.
- ARAT, Kürşad: “Türkiye’de Optimum Döviz Kuru Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi”, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), T.C. Merkez Bankası Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, 2003.
- AREN, Sadun: **İstihdam, Para ve İktisadi Politika**, Ankara: Savaş Yayınları, 1992.
- BAILLIU, Jeannine and John Murray: “Exchange Rate Regimes in Emerging Markets”, **Bank of Canada Review**, Winter 2002-2003.

- BAILLIU, Jeannine Robert Lafrance and François Perrault: “Does Exchange Rate Policy Matter For Growth?”, **Bank of Canada Working Paper 2002-17**, 2002.
- BAILLIU, Jeannine, Robert Lafrance and François Perrault: “Exchange Rate Regimes and Economic Growth in Emerging Markets”, **Bank of Canada Conference Paper**, 2000, <http://www.bankofcanada.ca/en/res/wp/2000/bailliu.pdf>, 23.05.2005.
- BAILLIU, Jeannine: “Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries”, **Bank of Canada Working Paper**, No, 2000-15, 2000.
- BALTAGI, Badi: **Econometric Analysis of Panel Data**, Chichester: John Wiley and Sons, 1995.
- BARLEVY, Gadi: “The Cost of Business Cycles under Endogenous Growth”, <http://www.faculty.econ.northwestern.edu/faculty/barlevy/lucas6.pdf>, 15.05.2006.
- BATIZ, Francisco L. Rivera and Luis A. Rivera Batiz: **International Finance and Open Economy Macroeconomics**, New York: Macmillan Pub. Comp., 1994.
- BAYRAKTUTAN, Yusuf: **Global Ekonomide Bütünleşme Trendleri Bölgeselleşme ve Küreselleşme**, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım Ltd. Şti., 2003.
- BERG, Andrew. Eduardo Borensztein and C. Patillo: “Anticipating Balance of Payments Crisis: The Role of Early Warning Systems”, **IMF Occasional Paper**, No, 186, 1999.
- BERG, Andrew and Eduardo Borensztein: “Full Dollarization The Pros and Cons”, **Economic Issues**, No 29, December 2000, IMF.
- BERG, Andrew and Eduardo Borensztein: “The Choice Of Exchange Rate Regime And Monetary Target In Highly Dollarized Economies”, **IMF Working Paper**, No: 29, 2000.

- BLEANEY, Michael “Exchange Rate Regimes and Inflation Persistence”, **IMF Staff Papers**, Vol. 47, No 3, 2001, pp. 387-401.
- BOHM, Hjalmar and Michael Funke: “Does The Nominal Exchange Rate Regime Matter For Investment?”, **CESifo Working Paper**, No: 578, 2001.
- BORDO, Michael D.: “Exchange Rate Regimes for The Twenty-First Century: An Historical Perspective”, **Oesterreichische Nationalbank Working Paper**, No: 92, 2004.
- BORDO, Micheal D.: “Exchange Rate Regime Choise in Historical Perspective”, **IMF Working Paper**, WP/03/160, (Agust) 2003, Washington D.C.
- BRANSON, William H.: “Intermediate Exchange-Rate Regimes for Groups of Developing Countries”, **Don’t Fix Don’t Float**, Ed., By., Jorge Braga De Macedo, Daniel Cohen and Helmut Reisen, OECD Publishing, 2001.
- BRANSON, William H.: **Financial Capital Flows in The US Balance of Payments**, Amsterdam: North Holland, 1968.
- BRODA, Christian: “Terms of Trade and Exchange Rate Regimes in Developing Countries”, **Journal of International Economics**, 63, 2004, pp. 31-58.
- BUBULA, Andre and İnci Ötker-Robe: “The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence From De Facto Policies”, **IMF Working Paper**, 02/155.
- CALVO, Guillermo A. and Carmen M. Reinhart: “Fear of Floating”, **NBER Working Paper Series**, No: 7993, 2000.
- CALVO, Guillermo A. and Frederic S. Mishkin: “The Mirage of Exchange Rate Regimes For Emerging Market Countries”, ”, **NBER Working Paper**, No: 9808, 2003.
- CALVO, Guillermo A. Carmen M. Reinhart ve Carlos A. Vegh: “Targeting The Real Exchange Rate: Theory and Evidence”, **IMF Working Paper**, No: 94/22, 1994.

- CALVO, Guillermo A.: “Fixed Versus Flexible Exchange Rates: Preliminaries of a Turn of Millennium Rematch”, (Unpublished: College Park, Maryland: University of Maryland, 1999.
- CARAMAZZA, Francesco and Jahangir Aziz: “Fixed or Flexible? Getting The Exchange Rate Right In The 1990s”, **Economic Issues**, April 1998, IMF.
- CHACHOLIADES, Miltiades: **International Economics**, New York: McGraw-Hill Publishing Company, 1994.
- CHANG, Roberto and Andres Valesco: “Exchange Rate Policy For Developing Countries”, **The American Economic Review**, 90 (2), 2000, pp. 71-75.
- CORSETTI, Giancarlo Paolo Pesenti, Nouriel Roubini: “Paper Tigers? A Model of The Asian Crisis”, December 1998, <http://www.stern.nyu.edu/globalmacro/tiger01.pdf>, 23.02.2005.
- COTE, Agathe: “Exchange Rate Volatility and Trade: A Survey”, **Bank of Canada Working Paper**, No: 1994-5, 1994.
- COUDERT, Virginie and Marc Dubert: “Does Exchange Regime Explain Differences in Economic Results For Asian Countries?”, **CEPII Working Paper**, No: 2004-05, 2004.
- ÇAĞLAR, Ünal: **Döviz Kurları Uluslar arası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, İstanbul: Alfa Yayınları, 2003.
- ÇAKMAK, Erol ve Sema Çınar: “Satınalma Gücü Paritesi ve Türkiye Üzerine Bir Uygulama: 1980-2002”, **Gazi Üniv. İİBF Dergisi**, Cilt.1. 2004, ss. 33-46.
- DEMİR, Gülten: **Asya Krizi ve IMF**, İstanbul: Der Yayınları, 1999.
- DEVEREUX, Micheal: “A Simple Dynamic General equilibrium Model of Trade-off Between Fixed and Floating Exchange Rates”, **CEPR Working Paper No. 2403**, 2000.

DOĞAN, Çetin ve Suzan Ergün: “Enflasyonla Mücadelede Kur Rejimi Tercihi”, **Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl: 41, Sayı: 481, 2004, ss. 30-42.

DOĞANLAR, Murat: “Testing Long-Run Validity of Purchasing Power Parity for Asian Countries”, **Applied Econometric Letters**, Vol. 6. 1999, pp. 147-151.

DOMAÇ, İlker and Maria Soledad Martinez Peria: “Banking Crises and Exchange Rate Regimes: Is There a Link?”, **World Bank Working Papers**, August, 2000, http://worldbank.org/research/interest/prr_stuff/working_papers/BankingCrisesExchangeRateRegimes.pdf, 17.12.2005.

DOMAÇ, İlker Kyle Peters and Yevgeny Yuzefovich: “Does The Exchange Regime Affect Macroeconomic Performance? Evidence From Transition Economies”, 2001, <http://www.tcmb.gov.tr/research/discuss/dpaper64.pdf> , 17.06.2005.

DOOLEY, Michael P.: “Are Recent Capital Inflows to Developing Countries a Vote For or Against Economic Policy Reforms?”, **Department of Economics, University of California, Working Paper**, No: 295, 1994.

DORNBUSCH Model, http://econ.lse.ac.uk/courses/ec315/G/ec315_LTlec7.pdf, 22.08.2005.

DORNBUSCH, Rudiger and Stanley Fischer: **Macroeconomics**, Sixth Edition, New York: McGraw-Hill Inc., 1994.

DORNBUSCH, Rudiger: “Expectations and Exchange Rate Dynamics” **Journal of Political Economy**, Vol. 84, 1976, No: 6. pp. 1161-1176.

DORNBUSCH, Rudiger: **Open Economy Macroeconomics**, New York: Basic Books, 1980.

DUBAS, Justin M., Byung-Joo Lee and Nelson C. Mark: “Effective Exchange Rate Classifications and Growth”, **NBER Working Paper**, No: 11272, 2005, <http://www.nber.org/papers/w11272>, 13.01.2006.

EDWARDS, Sebastian and I. Igal Magendzo: “Hard Currency Pegs and Economic Performance”, presented at a conference in honor of Guillermo Calvo, at the IMF, April 15-16, 2004, pp. 1-27.

EDWARDS, Sebastian and Miguel A. Savastona: “Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need to Know?”, **NBER Working Papers**, No: 7228, 1999, <http://www.nber.org/papers/w7228>, 23. 05. 2005.

EDWARDS, Sebastian: “Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation”, **NBER Working Paper**, No: 8274, 2001, pp. 1-15.

EDWARDS, Sebastian: “Exchange Rates as Nominal Anchors”, **NBER Working Paper**, No:4246, 1992.

EDWARDS, Sebastian: “Trade Policy, Exchange Rates and Growth”, **NBER Working Paper**, No: 451, 1993.

EDWARDS, Sebastian: **Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment**, Cambridge, Massachusetts: MIT Pres, 1989.

EDWARDS, Sebastian: “The Great Exchange Rate After Argentina”, **North American Journal of Economics and Finance**, 13, 2002, pp. 237-252.

EICHENGREEN, Barry **Globalizing Capital, A History of The International Monetary System**, New Jersey: Princetoon University Pres, 1996.

EICHENGREEN, Barry ve diğerleri: “Exit Strategies Policy Options For Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility”, **Occasional Paper**, 168, IMF, Washington D.C., 1998.

EICHENGREEN, Barry: “Solving The Currency Conundrum”, Paper Prepared For Council on Foreign Rlations, March 2000.

ENOCH, Charles ve Anne-Marie Gulde: “Are Currency Boards a Cure For All Monetary Problems”, **Finance & Development**, (December) 1998, Volume: 35, Number: 4.

EREN, Ercan: **Makro İktisat**, Bursa: Ezgi Kitabevi, 1992.

ERGUN, Temel: **İthal Edilen Enflasyon ve Türkiye Örneği**, İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi Yayınları, 1987.

ERTÜRK, Emin: **Döviz Ekonomisi**, İstanbul: Der Yayınları, 1994.

ERTÜRK, Emin: **Makro İktisat**, İstanbul: Alfa yayınları, 1999.

ETHIER, Wilfred J.: **Modern International Economics**, New York: W. W. Norton & Comp., 1995.

FISCHER, Stanley: “Exchange Rate Regimes: Is The Bipolar View Correct?”, **Konferans Sunumu**, Meeting of The American Economic Association and IMF, 2001.

FISCHER, Stanley: “Exchange Rate Regimes: Is The Bipolar View Correct?”, **Finance & Development**, Vol. 38 (June), 2001, pp. 18-21.

FISCHER, Stanley: “Role of Macroeconomic Factors in Growth”, **Journal of Monetary Economics**, 1993, 32 (December), pp. 485-512.

FRANKEL, Jeffrey A. E. Fajnzlber, S. Schmukler and L. Serven: “Verifying Exchange Rate Regimes”, **Journal of Development Economics**, 66, 2001, pp. 351-386.

FRANKEL, Jeffrey A.: “Experience of and Lessons From Exchange Rate Regimes”, **NBER Working Paper**, No: 10032, 2003.

FRANKEL, Jeffrey A.: “No Single Currency Regime Is Right For All Countries or At All Times”, **NBER Working Paper**, No: 7338, 1999.

FRANKEL, Jeffrey and Andrew Rose, “An Estimate of The Effect of Common Currencies on Trade and Income”, **Kennedy School of Government Faculty**

Research Working Paper RWP01-013, Kennedy School of Government, Harvard University, 2001.

FRENKEL, Jacop A.: “Purchasing Power Parity: Doctrinal Perspective and Evidence From The 1920s”, **Journal of International Economics**, 1978, 8.

GENBERG, Hans and Alexander K. Swoboda: “Exchange-Rate Regimes: “Does What Countries Say Matter?” ”, **HEI Working Paper**, No: 07/2004, <http://hei.unige.ch/sections/cc/pdfs/working-paper/HEIWP07-2004.pdf>, 08.12. 2005.

GHURA, Dhaneshwar and Michael T. Hadjimichael: “Growth in Sub-Saharan Africa”, **IMF Staff Papers**, Vol. 43, No. 3, 1996, pp. 605-634.

GLICK, Reuven: “Fixed or Floating: Is it Possible to Manage in The Middle?”, **Pacific Basin Working Paper Series**, No: PB00-02, 2000.

GOLDBERG, Linda: “Exchange Rates and Investment in The United States Industry”, **Review of Economics and Statistics**, 1993, 75, pp. 575-588.

GHOSH, Atish. R.: ve diğerleri: “Does The Nominal Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth”, **IMF Economic Issues** 2, 1996, 2. pp. 1-13.

GHOSH Atish R. ve diğerleri, “Does The Nominal Exchange Rate Regime Matter?” **NBER Working Paper**, No: 5874, 1997.

GHOSH, Atish R. Anne-Marie Gulde and Holger C. Wolf: **Exchange Rate Regimes Choices & Consequences**, London: The MIT Pres, 2003.

GREENE, William H.: **Econometric Analysis**, Prentice Hall, Fifth Edition, ABD, 2003.

GUJARATI, Damodar: **Basic Econometrics**, McGraw Hill, Fourth Edition, ABD, 2003.

- GYLFASON, Thorvaldur: “Fix or Flex? Alternative Exchange Rate Regimes in an Era of Global Capital Mobility”, **The North American Journal of Economics and Finance**, August, 2000, <http://www.sciencedirect.com>, 23.05.2006.
- HANKE, Steve H. “Reflections on Exchange Rate Regimes”, <http://www.cato.org/cgi-bin/scripts/printtech.cgi/dailys/o4-27-99b.html>, 25.09.2004.
- HAUSMAN, Jerry A.: “Specification Tests in Econometrics”, **Econometrica**, Vol. 46, 1978, pp. 1251-1271.
- HAUSMANN, Ricardo M. Gavin, C. Pages-Serra and E. Stein: “Financial Turmoil and The Choice of Exchange Rate Regime”, **Working Paper**, No: 400, Washington: Inter-American Development Bank, 1999.
- HAUSMANN, Ricardo ve diğerleri: “Financial Turmoil And The Choice Of Exchange Rate Regime”, 1999, <http://www.iadb.org/oce/pdf/400.pdf>, 23.05.2005.
- HO, Corrinne and Robert N Mccauley: “Living With Flexible Exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies”, **BIS Working Papers**, No: 130, 2003.
- HOCHREITER, Eduard and Pierre L. Siklos: “Alternative Exchange-Rate Regimes: The Options for Latin America”, **North American Journal of Economics and Finance**, 13, 2002.
- HODRICK, Robert J.: “An Empirical Analysis of The Monetary Approach To The Determination of The Exchange Rate”, in Ronald Macdonald and Mark P. Taylor (eds), **Exchange Rate Economics Volume I**, Edward Elgar Publishing Limited, England, 1992.
- HOFFMAISTER, Alexander W. Jorge E. Roldos and Peter Wickham: “Macroeconomic Fluctuations in Sub-Saharan Africa”, **IMF Working Paper**, No: 97/82, 1997.

HOFFMAN, Dennis L. and Don E. Schlagenhauf: “Rational Expectations and Monetary Models of Exchange Rate Determination An Empirical Examination”, in Ronald Macdonald and Mark P. Taylor (eds), **Exchange Rate Economics Volume I**, Edward Elgar Publishing Limited, England, 1992, pp. 321-344.

HOONTRAKUL, Pongsak: “Exchange Rate Theory: A Review”, **Discussion Paper**, <http://www.library.ucla.edu/libraries/url/colls/asia/papers/ph/exchange.pdf>, 23.09.2005.

HUSAIN, Aasim Aska Mody and Kenneth S. Rogoff: “Exchange Rate Regime Durability And Performance in Developing Versus Advances Economies”, **NBER Working Paper**, No: 10673, 2004.

HUSTED, Steven and Micheal Melvin: **International Economics**, Harper and Row Publishers, New York, 1990.

IMF: **Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions**, Washington D.C.:Internatioanal Monetary Fund, 1979- 2005.

IMF: **Annual Report**, Washington D.C.:Internatioanal Monetary Fund, 1997-2006.

IMF: “Exchange Rate Arrangements and Economic Performance in Developing Countries”, **World Economic Outlook**, Washington D.C.:Internatioanal Monetary Fund, 1997.

INGRAM, James C.: **International Economics**, New York: Fourth Edition, John Wiley & Sons, 1996.

ISARD, Peter: **Exchange Rate Economics**, New York: Cambridge University Press. 1995.

İNAN, Emre Alpan: “Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye”, Şubat 2002, www.tbb.org.tr/turkce/arastirmalar/Kurrejimleriyleilulverileri.doc., 20.09. 2005. ss. 1-16.

İŞGÜDEN, Tamer ve Müfit Akyüz, **Uluslararası İktisat**, İstanbul: Evrim Kitabevi, 1990.

İYİBOZKURT, Erol: **Uluslararası İktisat Teori ve Politika**, Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, 1995.

JADRESIC, Esteban Paul Mason and Paolo Mauro: “ Exchange Rate Regimes of Developing Countries: Global Context and Individual Choices”, **Journal of The Japanese and International Economies**, 15, 2001, pp. 68-101.

JUDGE, George G. ve diğerleri: **The Theory and Practice of Econometrics**, Second Edition New York:Wiley, , 1985.

KAMIN, Steven B. and John H. Rogers: “Output and The Real Exchange Rate in Developing Countries: An Application to Mexico”, **International Finance Discussion Paper**, No: 580, Board of Governors of The Federal Reserve System, Washington D.C. 1997.

KAMIN, Steven B.: “A Multi-Country Comparison of The Linkages between Inflation and Exchange Rate Competitiveness”, **BIS Working Papers**, No: 45, 1997.

KANSU, Aydan: **Döviz Kuru Sistemleri, Döviz Krizleri, Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri**, İstanbul: Derin Yayınevi, No: 48, 2004.

KARLUK, Rıdvan: **Küreselleşen Dünyada Uluslararası Ekonomik Kuruluşlar ve Entegrasyonlar**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Basımevi, 1995.

KENEN, Peter B.: **The International Economy**, New York: Cambridge University Press. 1996.

KLAU Marc: “Exchange Rate Regimes and Inflation and Output in Sub-Saharan Countries”, **BIS Working Papers**, No: 53, 1998.

KLEIN Michael W. and Jay C.Shambaugh: “Fixed Exchange Rate and Trade”, **NBER Working Paper**, No:10696, 2004.

- KNELLER, Richard and Garry Young: “Business Cycle Volatility, Uncertainty and Long-Run Growth”, **The Manchester School**, 69 (5), 2001, pp. 534-552.
- KREININ, Mordachai E.: **International Economics A Policy Approach**, New York: Harcourt Brace Jovanovich Inc., 1987.
- KRUGMAN, Paul and Lance Taylor: “Contractionary Effects of Devaluation”, **Journal of International Economics**, Vol. 8, No: 3, 1978, pp. 445-457.
- KRUGMAN, Paul R. and Maurice Obstfeld **International Economics Theory and Policy**, Sixth Edition, New York: The Addison-Wesley World Student Series, 2003.
- KRUGMAN, Paul: “What Happened to Asia?”, 1998, <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>, 13.07.2005.
- LAFRANCE Robert and David Tessier: “Exchange Rate Variability and Investment in Canada”, Proceedings of a Conference held by The Bank of Canada, November, 2000, Ottawa: Bank of Canada.
- LEVINE, Ross, Norman Loayza and Thorsten Beck: “Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes”, **Journal of Monetary Economics**, 46 (1), 2000, pp. 31-77.
- LEVINE, Ross: “Financial Development and Economic Growth: Views and Agendas”, **Journal of Economic Literature**, 35 (2), 1997, pp. 688-726.
- LEVY-YEYATI, Eduardo and Federico Sturzenegger: “Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words”, **European Economic Review**, 49, 2005, pp. 1603-1635.
- LEVY-YEYATI, Eduardo and Federico Sturzenegger: “Exchange Rate Regimes And Economic Performance”, **IMF Staff Papers**, Vol. 47, 2001, pp. 62-98.
- MADURA, Jeff: **International Financial Management**, Ohio: South-Western College Publishing, 1998.

- MANDADJIEV, Ivo: “Inflation, Growth and Crisis Performance of Hard Pegged Exchange Rate Regimes”, 2004, <http://titan.iwu.edu/%7econ/uer/articles/ivo-mandadjiev.pdf>, 10.02.2006.
- MARREWIIK, Charles Van: “Basic Exchange Rate Theories”, **Tinbergen Institute Discussion Paper**, TI 2005-024/2, Rotterdam, 2005.
- MCKINNON, Ronald I. and Willy Qates: “The Implications of International Economic Integration, For Monetary, Fiscal and Exchange Rate Policy”, **Prenceton Studies in International Finance**, Vol. 16. 1966.
- MISHKIN, Frederic S.: **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Sith Edition, Addison Wesley Series, 2000.
- MONERO, Ramon: “Pegging and Stabilization Policy in Developing Countries”, **FRBSF Economic Review**, 2001, pp. 17-29.
- MURRAY, John: “Why Canada Needs a Flexible Exchange Rate”, **Bank of Canada Working Paper 99-12**, July 1999.
- MUSSA, Michael ve diğerleri: “Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy”, **IMF Occasional Paper**, No: 193, 2000.
- MÜSLÜMOV, Alövsat Mübariz Hasanov ve Cenktan Özyıldırım: **Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye’de Uygulanan Döviz Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri**, İstanbul: Scala Basım, Yayım, Tanıtım San. ve Tic. Ltd. Şti., 2003.
- NIELSEN, Jorgen Ulf-Moller Erik Strojler Madsen and Kurt Pedersen: **International Economics, The Weallth of Open Nations**, London: McGraw-Hill Book Comp. 1995.
- NILSSON, Kristian and Lars Nilsson: “Exchange Rate Regimes and Export Performance of Developing Countries”, **World Economy**, 23 (3), 2000, pp. 331-349.

OBSTFELD, Maurice and Kenneth Rogoff: “New Directions for Stochastic Economy Models”, **Journal of International Economics**, (February), 2000, pp. 117-154

OFFICER, Lawrence H.: “The Relationship Between Absolute and Relative Purchasing Power Parity”, **The Review of Economics and Statistics**, 1978, Vol. 60.

OKUR, Ahmet: “Türkiye’de İzlenen Esnek Kur Politikasının Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkileri”, **Yönetim ve Ekonomi**, 2002, Cilt 9, Sayı 1-2, ss. 43-52.

ÖNEN, Sacit: **Uluslararası Mali Kuruluşlar**, Ankara: Gazi Ün. Yayınları, No: 136, 1990.

ÖNEY, Erden **Uluslararası Para Sistemi**, Ankara: Ankara Ü. SBF Yayınları No: 448, 1980.

ÖZBEK, Dilek: **Uluslararası Para Sistemi Teori ve Politika**, Ankara: İmaj Yayıncılık, 1999.

ÖZDEMİR, K. Azim ve Gülbin Şahinbeyoğlu: “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri”, T.C. Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, Eylül 2000.

ÖZEL, Saruhan: **Türkiye’de Enflasyon Devalüasyon ve Faiz**, İstanbul: Alkım Yayıncılık, 2000.

ÖZKAYA, M. Hilmi: “IMF İstikrar Politikaları ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Ekonomik Performans: Doğu Asya Örneği”, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü 2002.

PARASIZ, İlker: **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, 7. Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, 2000.

PAYA, Merih: **Para Teorisi ve Politikası**, 3. Baskı, İstanbul: Filiz Kitabevi, 2002.

- PLIHON, Dominique: **Döviz Kurları**, (Çev: Mehmet Bolak, Haluk Levent, Ertuğrul Tokdemir), İstanbul: İletişim Yayınları, 1995.
- POIRSON, Helene: “How Do Countries Choose Their Exchange Rate Regime?”, **IMF Working Paper**, No: 01/46, April 2001.
- QUIRK, Peter J.: “Fixed or Floating Exchange Rate Regimes: Does It Matter For Inflation?”, **IMF Working Paper**, No: 94/134, 1994.
- RAJAN, Ramkishan S.: “Currency Basket Regimes For Southeast Asia: The Worst System With The Exception of All Others”, **CIES Policy Discussion Paper**, No: 0028, June 2000.
- REINHART, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff: “The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation”, **NBER Working Papers**, 8963, 2002, <http://www.nber.org/papers/w8963>, 17. 07. 2005.
- REINHART, Carmen M. and Vincent R. Reinhart: “Twin Fallacies About Exchange Rate Policy in Emerging Markets”, **NBER Working Paper**, No: 9670, 2003.
- ROGOFF, Kenneth S. ve diğerleri: “Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes”, **IMF Working Paper**, No: 03/243, December 2003.
- ROGOFF, Kenneth: “Dornbusch’s Overshooting Model After Twenty-Five Years”, **Second Annual IMF Research Conference**, November 29-30, 2001, Washington D.C.
- ROGOFF, Kenneth: “The Optimal Degree of Commitment To An Intermediate Target”, **Quarterly Journal of Economics**, 1985, 100, pp. 1169-1190.
- ROMER, David: “Openness and Inflation: Theory and Evidence”, **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 108 (November), 1993, pp. 869-903.
- SACHS, Jeffry ve Felipe Larrain: “Dolarizasyon: Kurtuluş mu Deli Gömleği mi?”, **Foreign Policy**, Türkiye Baskısı, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayını, Güz 1999, ss. 53-63.

- SALVATORE, Dominick: **International Economics**, Fifth Edition, New Jersey: Prentice-Hall Inc., 1995.
- SARNO, Lucio: “Real Exchange Rate Behaviour in High Inflation Countries: Empirical Evidence from Turkey, 1980-1997”, **Applied Economic Letters**, 2000, Vol. 7. ss. 285-291.
- SAVAŞ, Vural Fuat: **Dünya Ekonomi Sistemi**, İstanbul: Yeditepe Üniv. Yayınları, Sayı: 16, 2004.
- SEYİDOĞLU, Halil: **Uluslararası Finans**, 4. Baskı, İstanbul: Güzem Can Yayınları No:19, 2003.
- SEYİDOĞLU, Halil: **Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama**, 14. Baskı, İstanbul: Güzem Yayınları, 2001.
- SEYREK, İsmail: “Purchasing Power Parity and The Turkish Exchange Rate”, **Akdeniz İİBF Dergisi**, (6), 2003, ss. 151-169.
- SIKLOS, Pierre L.: “The Connection Between Exchange Rate Regimes and Credibility: An International Perspective”, **Exchange Rates and Monetary Policy**, Proceedings of a Conference held by The Bank of Canada, October, 1996.
- STIGLITZ, Joseph E.: “Capital Market Liberalization and Exchange Rate Regimes: Risk Without Reward”, **Annals**, Vol: 579, January 2002.
- STOCKMAN, Alan C.: “Choosing An Exchange Rate-System”, **Journal of Banking & Finance**, 23, 1999, pp. 1483-1498.
- STOCKMAN, Alan C.: “Exchange Rate Systems in Perspective”, 2000, <http://www.cato.org/pubs/journal/cj20n1/cj20n1-14.pdf>, 15.07.2005.
- SVENSSON, Lars: “Open-Economy Inflation Targeting”, **Journal of International Economics**, 50, 2000, pp. 155-183.

TABAN, Sami ve Halil Altıntaş: “Döviz Kuru Rejimlerinin Enflasyon ve Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri ve Türkiye”, **Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl: 41, Sayı: 486, 2004, ss. 55-71.

TABAN, Sami: “Döviz Kuru Rejimleri Türkiye’de Bir İstikrar Politikası Aracı Olarak Kullanılabilir mi?”, **Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 5, No: 1, 2004, ss. 129-145.

TAŞKIN, Fatma: “Monetary Approach To Exchange Rate Determination: Single Equation Versus Multicointegrating VAR System Estimation For Exchange Rates in Turkey”, **Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt:13, 1995, pp. 41-61.

TAYLOR, Lance: “Exchange Rate Determination in Portfolio Balance, Mundell-Fleming and Uncovered Interest Parity Models”, **CEPA (Center for Economic Policy Analysis) Working Paper Series II**, No:8, April 2001.

TELATAR, Erdinç and Hasan Kazdağı: “Re-Examine The Long-Run Purchasing Power Parity Hypothesis for A High Inflation Country: The Case of Turkey 1980-1993”, **Applied Economic Letters**, 1998, Vol. 5, pp. 51-53.

TELATAR, Erdinç: “İstikrar Programlarında Nominal Çıpa Seçimi ve Uygulama Sonuçları”, **Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt: 2, No: 18, 2000, ss. 459-487.

TORNELL, Aaron and Andres Velasco: “Fixed Versus Flexible Exchange Rates: Which Provides More Fiscal Discipline”, **NBER Working Paper**, No: 5108, 1995.

TURAN, Gül Günver: **Uluslararası Para Sistemi Dünyü ve Bugünü**, Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 1980.

UNCTAD: “Exchange Rate Regimes And The Scope For Regional Cooperation”, Trade And Development Report, 2001, <http://www.unctad.org/en/decs/tldr01ch5.en.pdf>, 22.06. 2005.

- UZUNOĞLU, Sadi: **Para ve Döviz Piyasaları**, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2003.
- ÜNSAL, Erdal M.: **Uluslararası İktisat Teori, Politika ve Açık Ekonomi Makro İktisadı**, Ankara: İmaj Yayıncılık, 2005.
- VALESCO, Andres: “Exchange Rate Policies For Developing Countries: What Have We Learned? What Do We Still Not Know?”, **G-24 Discussion Paper**, No. 5, June 2000.
- VISSER, Hans: **A Guide To International Monetary Economics, Exchange Rate Theories, Systems And Policies**, Cheltenham: Edward Elgar Pub. Ltd., 2000.
- WALTHER, Ted: **Dünya Ekonomisi**, çev. Ünal Çağlar, İstanbul: Alfa Yayınevi, 2000.
- WEST, Kenneth D.: “A Specification Test for Speculative Bubbles”, **NBER Working Paper**, No: 2067, November, 1986.
- WILLIAMSON, John: “Exchange Rate Regimes For Emerging Markets: Reviving The Intermediate Option”, Washington D.C. **Institute For Internatioanal Economics**, 2000.
- WOOLDRIDGE, Jeffrey M.: **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**, London: The MIT Pres, 2002.
- YAĞCI, Fahrettin: “Choice of Exchange Rate Regimes For Developing Countries”, **Africa Region Working Paper Series No:16**, April 2001.
- YILDIRIM, Oğuz: “Döviz Kurları Çerçevesinde Satınalma Gücü Paritesinin Zaman Serisi Analizi ve Türkiye Ekonomisi Uygulaması”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 44, 2003, ss. 3-14.

ÖZGEÇMİŞ

1977 yılında Denizli’de doğan Mehmet Hilmi ÖZKAYA, orta öğrenimini Denizli Lisesi’nde tamamladıktan sonra 1999 yılında İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi İngilizce İktisat Bölümü’nden mezun olmuştur. 2002 yılında, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisadi Gelişme ve Uluslararası İktisat Anabilim Dalında “IMF İstikrar Politikaları ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Ekonomik Performans (Doğu Asya Örneği) adlı çalışmasıyla yüksek lisans eğitimini tamamlamıştır. 2000 yılında Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü’nde araştırma görevlisi olarak göreve başlayan yazar, halen aynı kurumda akademik kariyerine devam etmektedir.